

Uniwersytet Ekonomiczny w Poznaniu

Hanna Żywiecka

**NIESTANDARDOWE DZIAŁANIA BANKÓW CENTRALNYCH  
W WARUNKACH GLOBALNEGO KRYZYSU FINANSOWEGO**

Praca doktorska

Promotor:  
Prof. dr hab. Wiesława Przybylska-Kapuścińska

Wydział Ekonomii  
Katedra Teorii Pieniądza i Polityki Pieniężnej

Poznań 2012 r.



## Spis treści

|   |           |
|---|-----------|
| <b>Wstęp .....</b>  | <b>6</b>  |
| <b>Rozdział 1. Stabilność finansowa jako cel współczesnego banku centralnego</b>  | <b>13</b> |
| 1.1. Stabilność monetarna jako cel nadrzędny polityki pieniężnej banku centralnego .....  | 14        |
| 1.2. Charakterystyka pojęcia stabilności finansowej .....   | 18        |
| 1.3. Zależności pomiędzy stabilnością finansową i stabilnością monetarną .....  | 27        |
| 1.4. Stabilność finansowa jako cel polityki publicznej .....  | 31        |
| 1.5. Rola banku centralnego w oddziaływaniu na stabilność finansową .....   | 35        |
| 1.6. Uwarunkowania prawne oddziaływania banku centralnego na stabilność finansową – przegląd regulacji wybranych banków centralnych ..... | 42        |
| <b>Rozdział 2. Metody oddziaływania banku centralnego na płynność sektora bankowego .....</b>   | <b>57</b> |
| 2.1. Pojęcie płynności sektora bankowego oraz płynności banku komercyjnego .....  | 58        |
| 2.2. Źródła kryzysów płynności sektora bankowego i indywidualnych banków  | 63        |
| 2.3. Instrumenty banku centralnego w zarządzaniu płynnością sektora bankowego .....   | 66        |
| 2.3.1. Tradycyjne narzędzia polityki pieniężnej .....   | 66        |
| 2.3.2. Wsparcie płynności za pomocą polityki bilansu banku centralnego  | 73        |
| 2.3.3. Instrumenty przywracania płynności indywidualnych banków .....   | 87        |
| <b>Rozdział 3. Globalne uwarunkowania kryzysu finansowego lat 2007-2012 ...</b>   | <b>92</b> |
| 3.1. Globalizacja jako czynnik zwiększający ryzyko wybuchu kryzysu finansowego .....  | 92        |
| 3.2. Kryzys finansowy w Stanach Zjednoczonych i jego konsekwencje dla stabilności globalnego systemu finansowego .....                    | 97        |
| 3.2.1. Źródła napięć na rynku kredytów hipotecznych w Stanach Zjednoczonych .....   | 97        |
| 3.2.2. Kalendarium kryzysu finansowego lat 2007-2012 .....  | 115       |
| 3.2.3. Mechanizmy rozprzestrzeniania się kryzysu w skali globalnej .....  | 124       |

|  |            |
|--|------------|
| <b>Rozdział 4. Reakcja Systemu Rezerwy Federalnej na kryzys finansowy lat 2007-2012 .....</b>  | <b>132</b> |
| 4.1. Symptomy kryzysu finansowego na amerykańskim rynku pieniężnym .....   | 133        |
| 4.2. Polityka pieniężna Systemu Rezerwy Federalnej we wczesnej fazie kryzysu .....   | 137        |
| 4.2.1. Wykorzystanie tradycyjnych narzędzi zwiększania płynności systemu finansowego .....   | 137        |
| 4.2.2. Wdrożenie programu <i>Term Auction Facility</i> .....   | 141        |
| 4.2.3. Zapewnienie płynności walutowej w drodze międzynarodowych umów swapowych .....  | 144        |
| 4.3. Nadzwyczajne udogodnienia kredytowo-płynnościowe .....  | 146        |
| 4.3.1. Nadzwyczajne programy płynnościowe wspierające dilerów rynku pieniężnego .....  | 148        |
| 4.3.2. Nadzwyczajne programy płynnościowe wspierające innych uczestników rynku .....   | 152        |
| 4.3.3. Nadzwyczajne programy płynnościowe wspierające rynek papierów sekurytyzowanych .....  | 166        |
| 4.3.4. Działania ratunkowe w odniesieniu do indywidualnych instytucji finansowych .....  | 171        |
| 4.4. Wdrożenie programu skupu aktywów – <i>Large-Scale Asset Purchase</i> .....  | 177        |
| <br>   |            |
| <b>Rozdział 5. Polityka pieniężna wybranych banków centralnych w Europie w odpowiedzi na kryzys finansowy lat 2007-2012 .....</b>        | <b>188</b> |
| 5.1. Niekonwencjonalna polityka pieniężna Europejskiego Banku Centralnego w reakcji na kryzys .....                                      | 190        |
| 5.1.1. Próby przywracania stabilności za pomocą tradycyjnej polityki pieniężnej .....  | 191        |
| 5.1.2. Polityka pośredniego poluzowania ilościowego w reakcji na nadzwyczajne zapotrzebowanie sektora bankowego na płynność .....        | 194        |
| 5.1.3. Zarządzanie płynnością systemu bankowego po szoku wywołanym upadkiem banku Lehman Brothers - <i>Enhanced Credit Support</i> ..... | 197        |
| 5.1.4. Polityka antykryzysowa EBC w okresie nasilenia kryzysu .....  |            |

|   |            |
|---|------------|
| finansów publicznych w wybranych krajach członkowskich strefy<br>euro .....   | 205        |
| 5.2. Niekonwencjonalna polityka pieniężna Banku Anglii w odpowiedzi<br>na kryzys finansowy .....                      | 215        |
| 5.3. Niekonwencjonalna polityka pieniężna Szwajcarskiego Banku<br>Narodowego w odpowiedzi na kryzys finansowy .....   | 226        |
| 5.4. Działania antykryzysowe Czeskiego Banku Narodowego w odpowiedzi<br>kryzys finansowy .....                        | 232        |
| 5.5. Działania antykryzysowe Narodowego Banku Polskiego .....   | 234        |
| <b>Rozdział 6. Bilans korzyści i kosztów zastosowania niestandardowych<br/>instrumentów polityki pieniężnej .....</b> | <b>243</b> |
| 6.1. Ocena skuteczności niestandardowych instrumentów polityki pieniężnej<br>..                                       | 244        |
| 6.1.1. Efektywność polityki <i>quantitative easing</i> .....  | 244        |
| 6.1.2. Efektywność polityki <i>direct credit easing</i> .....   | 265        |
| 6.1.3. Efektywność polityki <i>indirect quantitative/credit easing</i> .....  | 270        |
| 6.2. Wpływ niestandardowej polityki pieniężnej na ekspansję bilansów<br>banków centralnych .....                      | 282        |
| 6.3. Dylematy banków centralnych wynikające z zastosowania<br>niestandardowych instrumentów polityki pieniężnej ..... | 301        |
| 6.4. Implikacje kryzysu finansowego dla dalszego prowadzenia polityki<br>pieniężnej .....                             | 309        |
| <b>Zakończenie .....</b>  | <b>315</b> |
| <b>Bibliografia .....</b>   | <b>323</b> |
| Spis wykresów .....   | 344        |
| Spis schematów .....  | 346        |
| Spis tabel .....  | 347        |
| Spis skrótów .....  | 349        |

## WSTĘP

Globalizacja gospodarki światowej, napędzana przez nowoczesne instrumenty finansowe, bazujące w dużej mierze na produktach sekurytyzowanych, sprawiła, że kryzys finansowy, zapoczątkowany w 2007 r. załamaniem na amerykańskim rynku kredytów hipotecznych o obniżonej jakości, za pośrednictwem bilansów banków, szybko rozprzestrzenił się pomiędzy krajami. Sekurytyzacja, rozumiana jako proces polegający na scalaniu wierzytelności, a następnie ich zamianie na papiery wartościowe o lepszej jakości kredytowej, w celu ich dalszej odsprzedaży inwestorom zewnętrznym, początkowo wydawała się skutecznym sposobem pozyskiwania kapitału, wkrótce jednak okazało się, że powoduje znaczne zagnatwanie operacji finansowych i, co gorsza, ryzykowne oderwanie nowych instrumentów od pierwotnego źródła długu. Nowe aktywa, wyemitowane w wyniku sekurytyzacji kredytów hipotecznych, udzielonych bez należytej oceny zdolności kredytowej, okazały się wierzytelnościami o bardzo niskiej jakości, a bazujące na nich instrumenty finansowe zaczęły generować straty, zyskując miano „toksycznych”.

Wysokie zaangażowanie amerykańskiego banku inwestycyjnego Lehman Brothers na rynku derywatów kredytowych spowodowało, że upadłość tej instytucji wywołała ogromny szok w globalnym systemie finansowym. Niepewność, która ogarnęła uczestników rynku, wynikająca z niemożności wyceny posiadanych instrumentów finansowych, a także asymetrii informacji, spowodowanej brakiem wiedzy na temat poziomu zaangażowania innych instytucji w generujące straty instrumenty sekurytyzowane, skutkowałą drastycznym spadkiem wzajemnego zaufania, a w konsekwencji deficytem („wyschnięciem”) płynności na rynkach. Awersja banków do podejmowania ryzyka spowodowała paraliż transakcji na rynku międzybankowym, czego konsekwencją była niemożność uzyskania refinansowania na rynku prywatnym.

Dotkliwe skutki deficytu płynności systemu bankowego dla gospodarki realnej skłoniły banki centralne do aktywnego zaangażowania się na polu zasilania gospodarki w pieniądź. Początkowe działania władz monetarnych opierały się na tradycyjnym zestawie rynkowych instrumentów polityki pieniężnej, tj. oddziaływały na poziom krótkoterminowych stóp rynku międzybankowego za pośrednictwem operacji otwartego rynku oraz operacji depozytowo-kredytowych. Bezprecedensowe redukcje stóp procentowych, prowadzące do historycznie niskiego poziomu oprocentowania, nie zdołały przywrócić normalnego funkcjonowania rynku. Skala szoku, jakiego doznały instytucje finansowe, była tak ogromna, że tradycyjna polityka pieniężna, prowadzona w oparciu o standardowe instrumenty, nie była w stanie go zabsorbować. Idąc za przykładem Systemu Rezerwy Federalnej, który jako

pierwszy wprowadził rozwiązania z zakresu poluzowania ilościowego, określanego mianem *quantitative easing*<sup>1</sup>, banki centralne modyfikowały dostępne instrumenty i wdrażały nowe innowacyjne narzędzia polityki pieniężnej, określane w literaturze jako nadzwyczajne, niestandardowe lub niekonwencjonalne.

W literaturze brak jednoznacznej definicji niestandardowych instrumentów polityki pieniężnej, jednak najczęściej pojęciem tym określane są wszelkie działania interwencyjne władz monetarnych, prowadzone niezależnie od polityki stóp procentowych, mające na celu przywrócenie prawidłowej transmisji impulsów polityki pieniężnej oraz dostarczenie bodźców do stymulowania gospodarki w sytuacji zerowych stóp procentowych. Zgodnie z klasyfikacją instrumentów zaproponowaną przez L. B. Smaghiego, wykorzystaną w niniejszej pracy, wyróżnia się trzy rodzaje niestandardowych narzędzi polityki pieniężnej, a mianowicie działania z zakresu bezpośredniego poluzowania ilościowego (*direct quantitative easing*), narzędzia poluzowania kredytowego (*credit easing*) oraz instrumenty pośredniego (wewnętrznego) poluzowania ilościowego lub kredytowego (*indirect endogenous quantitative/credit easing*).

Pierwszy rodzaj działań polega na skupowaniu przez bank centralny na rynku wtórnym papierów wartościowych sektora publicznego, np. obligacji skarbowych, przy czym partnerem transakcji władz monetarnych są najczęściej banki komercyjne.

Drugi rodzaj narzędzi polega na ekspansji monetarnej w drodze skupu lub finansowania skupu przez bank centralny, zarówno na rynku pierwotnym, jak i wtórnym, wybranych papierów wartościowych, wyemitowanych przez podmioty prywatne np. papierów komercyjnych, obligacji przedsiębiorstw oraz papierów zabezpieczonych aktywami (*asset-backed securities* - ABS-ów).

Instrumenty trzeciej grupy obejmują wszelkie udogodnienia w refinansowaniu banków polegające na udzielaniu przez bank centralny pożyczek na dłuższe niż standardowo terminy, pod zastaw szerszego zakresu zabezpieczeń, do których często należą czasowo niepłynne aktywa, oraz z dopuszczeniem do transakcji większej liczby partnerów.

Instrumenty niestandardowe są innowacyjnym narzędziem polityki pieniężnej wzbudzającym wśród ekonomistów szereg kontrowersji. Brak precedensu w zastosowaniu takiej polityki w przeszłości utrudnia antycypację przyszłych skutków monetarnych wynikających z zastosowania instrumentów niekonwencjonalnych. Brak teorii ekonomicznej wyjaśniającej efekty wdrożenia niestandardowych instrumentów polityki pieniężnej sprawia,

---

<sup>1</sup> Prekursorem polityki *quantitative easing* był Bank Japonii, jednak w warunkach kryzysu finansowego instrumenty niekonwencjonalne po raz pierwszy wdrożone zostały przez System Rezerwy Federalnej.

że banki centralne działają nieco „po omacku”, co przyrównuje się niekiedy metaforycznie do żeglowania po nieznanych i niezbadanych wodach.

O wyborze tematu dysertacji zdecydowała aktualność problematyki, bowiem instrumenty niekonwencjonalne są rozwiązaniem nowatorskim, wdrożonym po raz pierwszy na większą skalę w 2008 r. Przejściowa poprawa sytuacji gospodarczej w 2010 r. skłoniła uczestników rynku do rezygnacji z wykorzystania niektórych niestandardowych narzędzi banków centralnych na rzecz bardziej opłacalnych rozwiązań rynkowych. W związku z pogorszeniem warunków ekonomicznych w 2011 r. wiele z zastosowanych wcześniej rozwiązań zostało przywróconych, a w niektórych krajach wdrożono wręcz kolejne warianty najbardziej radykalnych instrumentów niestandardowych, czyli polityki skupu aktywów przez bank centralny.

Zainteresowanie autorki budzi niejednoznaczność poglądów na temat słuszności wdrożenia instrumentów niekonwencjonalnych, jak również niemożność jednoznacznego antycypowania przyszłych skutków polityki poluzowania ilościowego dla realizacji celu inflacyjnego. Wśród ekonomistów nie ma zgody co do ewaluacji skuteczności wdrożonych instrumentów, zatem autorka podjęła próbę oceny ich efektywności w realizacji celów postawionych przez władze monetarne. Zastosowanie niestandardowych metod polityki pieniężnej trwale zmieniło cele banku centralnego i instrumenty ich osiągnięcia, zatem, zdaniem autorki, ocena implikacji polityki *quantitative easing* dla dalszego prowadzenia polityki pieniężnej wymaga bardziej pogłębionej analizy.

Wybór tematu rozprawy wynika także z braku dostatecznej analizy problemu na łamach literatury. Tematyka niekonwencjonalnych działań banków centralnych nie doczekała się dotychczas kompleksowego opracowania, wyjaśniającego genezę zastosowania instrumentów niestandardowych, porównującego rozwiązania wdrożone w różnych krajach oraz zawierającego ocenę ich skuteczności. Dostępne źródła, cytowane w niniejszej pracy, publikowane są w materiałach analitycznych banków centralnych, wydawnictwach Banku Rozrachunków Międzynarodowych i Międzynarodowego Funduszu Walutowego, a także opracowaniach instytutów badawczych, jednak dotyczą zwykle pewnego wycinka problematyki, nie traktując jej kompleksowo. Brak pogłębionej analizy tematu w literaturze polskojęzycznej potwierdza potrzebę bliższego zainteresowania tematem.

Celem głównym niniejszej rozprawy jest analiza niestandardowych instrumentów polityki pieniężnej uruchomionych przez wybrane banki centralne w odpowiedzi na kryzys finansowy lat 2007-2012, zbadanie kontekstu makroekonomicznego, determinującego decyzje



o ich uruchomieniu, a także podjęcie próby oceny ich efektywności w stosunku do wyznaczonych przez władze monetarne celów.

W nawiązaniu do celu głównego rozprawy jako hipotezę badawczą przyjęto stwierdzenie, że **niestandardowe instrumenty polityki pieniężnej, uruchomione przez banki centralne w reakcji na kryzys, okazały się skutecznym narzędziem łagodzenia napięć na rynkach finansowych i przywracania stabilności systemu finansowego.**

Weryfikacja hipotezy pracy nastąpi dzięki realizacji celów częściowych, wspomagających analizę głównego problemu badawczego, do których zalicza się:

- prezentację roli banku centralnego w procesie stabilizowania systemu finansowego;
- analizę wpływu globalizacji na rozprzestrzenianie się zaburzeń na globalnych rynkach finansowych;
- identyfikację przyczyn wybuchu kryzysu finansowego lat 2007-2012,
- analizę przyczyn braku skuteczności tradycyjnych instrumentów polityki pieniężnej w warunkach kryzysu,
- prezentację niestandardowych instrumentów polityki pieniężnej wykorzystywanych przez wybrane banki centralne w celu neutralizowania przebiegu i skutków kryzysu;
- ocenę konsekwencji zastosowania niekonwencjonalnej polityki pieniężnej dla struktury i rozmiarów bilansów badanych banków centralnych,
- ocenę rezultatów zastosowania niekonwencjonalnych instrumentów polityki pieniężnej dla poprawy płynności systemu finansowego,
- ocenę skuteczności programów skupu aktywów w redukcji poziomu długoterminowych stóp procentowych,
- zbadanie skłonności banków do zwiększania akcji kredytowej na skutek zwiększonego dostępu do płynności banku centralnego,
- ocenę proponowanych lub wdrażanych strategii wyjścia, czyli metod wycofywania się banków centralnych z realizacji polityki pieniężnej w oparciu o instrumenty niestandardowe.

Przedmiotem analizy w niniejszej pracy jest ocena skuteczności niestandardowych instrumentów polityki pieniężnej uruchomionych przez System Rezerwy Federalnej, Europejski Bank Centralny, Bank Anglii, Szwajcarski Bank Narodowy, Narodowy Bank Czeski oraz Narodowy Bank Polski w zwalczaniu i łagodzeniu kryzysu. Wybór tych instytucji podyktowany jest niekwestionowaną wiodącą rolą czterech pierwszych banków centralnych w światowym systemie finansowym, wynikającą z wielkości ich krajowych systemów bankowych, charakteru waluty oraz rodzaju i skali powiązań międzynarodowych. Podejmowane przez nie działania stały się wzorem do naśladowania dla mniej doświadczonych banków centralnych, w szczególności dla młodych członków Unii

Europejskiej. Włączenie do analizy NBP oraz CNB przyczyniło się do wzbogacenia rozprawy o badanie rozwiązań przyjętych przez banki centralne Europy Środkowo-Wschodniej.

Badaniem objęte zostało instrumentarium polityki pieniężnej zastosowane w latach 2007-2012. O horyzoncie czasowym pracy zadecydował cel rozprawy, którym jest analiza skuteczności niestandardowych instrumentów polityki pieniężnej w warunkach globalnego kryzysu finansowego, za początek którego uznaje się sierpień 2007 r. Analizę zakończono w okresie wdrażania trzeciej fazy polityki *quantitative easing*, tj. we wrześniu 2012 r., a więc w czasie trwania kryzysu finansów publicznych w peryferyjnych krajach strefy euro.

Rozprawa ma charakter jakościowo-ilościowy, jednak przeważającą metodą badawczą jest analiza opisowa (przyczynowo-skutkowa i porównawcza). Analiza porównawcza ma charakter przestrzenny, gdyż porównaniom podlegają reakcje banków centralnych w różnych krajach. Badanie przyczynowe odnosi się w szczególności do analizy źródeł załamania finansowego i mechanizmów powodujących jego rozprzestrzenianie się, a także przesłanek wdrożenia niestandardowych instrumentów polityki pieniężnej. W części empirycznej, w oparciu o elementy statystyki opisowej, przeprowadzona została analiza zmienności stóp procentowych rynku pieniężnego oraz długoterminowych stóp instrumentów dłużnych, a także ocena skali ekspansji bilansów banków centralnych.

W części teoretycznej rozprawy podstawą badań są źródła literaturowe (pozycje zwarte i artykuły), zarówno polsko-, jak i angielskojęzyczne, przede wszystkim z dziedziny polityki pieniężnej, kryzysów finansowych oraz stabilności finansowej. Dane źródłowe zaczerpnięte zostały z publikacji instytutów badawczych oraz materiałów analitycznych banków centralnych i innych instytucji finansowych. W pracy wykorzystane zostały także przemówienia prezesów i członków zarządu banków centralnych, prezentowane podczas rozmaitych konferencji ekonomicznych, publikowane na stronach internetowych instytucji monetarnych. Dane empiryczne pochodzą z ogólnie dostępnych statystyk monetarnych, sprawozdań z realizacji polityki pieniężnej i raportów banków centralnych.

W konstrukcji pracy wykorzystano podejście indukcyjne, polegające na przejściu od czynników do wyników oraz od przyczyn do skutków. Rozprawa składa się z 6 rozdziałów, przy czym dwa pierwsze mają w przeważającej części charakter teoretyczny, a pozostałe cztery odnoszą się bezpośrednio do analizowanego okresu badawczego, wykorzystując dostępne dane empiryczne.

Punktem wyjścia analizy niestandardowych działań banków centralnych w odpowiedzi na kryzys uczyniono rozważania na temat odpowiedzialności banku centralnego za utrzymywanie stabilności finansowej przez pryzmat innych celów polityki

pieniężnej. Rozdział pierwszy służy zatem ukazaniu znaczenia stabilności systemu finansowego dla współczesnej gospodarki rynkowej oraz roli banku centralnego w jej przywracaniu i ochronie. W tym celu dokonano prezentacji mandatu polityki pieniężnej w zakresie utrzymywania stabilności monetarnej, a następnie skonfrontowano go z mniej jednoznacznym celem banku centralnego w postaci stabilności finansowej. Rozdział zamyka analiza aktów prawnych regulujących działalność badanych banków centralnych pod kątem występowania zapisów rozszerzających kompetencje banku centralnego o przyczynianie się do utrzymywania stabilności finansowej.

Rozdział drugi poświęcony został omówieniu pojęcia płynności systemu finansowego, będącej celem oddziaływania banku centralnego, występującego w roli kredytodawcy ostatniej instancji zarówno w odniesieniu do całego systemu finansowego, jak i pojedynczych instytucji zagrożonych brakiem płynności. Podążając za celem głównym rozprawy, podjęto próbę zdefiniowania niestandardowych instrumentów polityki pieniężnej, wykorzystanych w celu przywracania płynności systemu bankowego, dokonano ich systematyki, a także przedstawiono główne kanały transmisji impulsów monetarnych wywołanych w wyniku zastosowania narzędzi niekonwencjonalnych. Z uwagi na fakt, że podczas analizowanego kryzysu finansowego miały miejsce przypadki wspierania indywidualnych instytucji finansowych, uznanych za „zbyt duże aby upaść”, rozdział drugi zamknięto charakterystyką instrumentów przywracania płynności pojedynczych banków.

Rozdział trzeci służy ukazaniu globalnych uwarunkowań omawianego kryzysu finansowego, w szczególności znaczenia międzynarodowych stosunków finansowych i handlowych, efektu zarażania oraz zachowań stadnych w rozprzestrzenianiu się kryzysu w skali światowej. Dla pełniejszego zrozumienia przyczyn załamania na rynkach finansowych oraz motywów zastosowania przez banki centralne nadzwyczajnych środków zaradczych, przeanalizowano źródła kryzysu finansowego w Stanach Zjednoczonych i Europie oraz sporządzono syntetyczne kalendarium najważniejszych wydarzeń na rynkach finansowych.

Rozdział czwarty poświęcony został ukazaniu reakcji Systemu Rezerwy Federalnej na zakłócenia funkcjonowania amerykańskiego systemu finansowego. Analizą objęto szerokie spectrum działań podjętych przez Fed, a więc początkową reakcję za pośrednictwem tradycyjnej polityki pieniężnej, stopniową modyfikację instrumentów w kierunku rozwiązań coraz bardziej niestandardowych, w tym wdrożenie nadzwyczajnych programów płynnościowych, oddziaływanie na sektor prywatny za pośrednictwem skupu aktywów oraz udzielanie wsparcia finansowego indywidualnym instytucjom. Prezentację poszczególnych działań poprzedziło omówienie symptomów kryzysu na amerykańskim rynku pieniężnym.

Rozdział piąty skonstruowany został analogicznie do rozdziału czwartego, przy czym przedmiotem rozważań jest niekonwencjonalna polityka pieniężna wybranych banków centralnych w Europie, tj. czterech banków narodowych oraz Europejskiego Banku Centralnego.

Rozdział szósty służy ocenie konsekwencji zastosowania przez banki centralne instrumentów niestandardowych w reakcji na kryzys. W początkowej części rozdziału podjęto próbę oceny skuteczności niestandardowych instrumentów polityki pieniężnej, których szczegółowa charakterystyka była tematem rozdziału czwartego i piątego, weryfikując stopień spełnienia celów wskazywanych przez władze monetarne za pośrednictwem polityki komunikacyjnej. Analiza skuteczności dokonana została w kontekście przywracania prawidłowego funkcjonowania systemu finansowego oraz stymulowania wzrostu gospodarczego za pomocą trzech typów polityki niekonwencjonalnej wyodrębnionych przez L. B. Smagiego. Bezpośrednim skutkiem zasilania gospodarki w pieniądź za pomocą polityki *quantitative easing* jest znaczne, w niektórych przypadkach nawet kilkukrotne, zwiększenie rozmiarów sumy bilansowej w stosunku do stanu sprzed kryzysu. Analizą empiryczną objęto zatem bilanse badanych banków centralnych, oceniając skalę ekspansji monetarnej oraz zmianę struktury aktywów i pasywów banku centralnego. Rozdział szósty zamykają rozważania na temat wpływu zastosowanych instrumentów niestandardowych na dalszy sposób prowadzenia polityki pieniężnej, ze szczególnym uwzględnieniem modyfikacji odpowiedzialności banku centralnego za wzmacnianie stabilności systemu finansowego. Ocenie poddano również możliwe zagrożenia, wynikające z zastosowania narzędzi niekonwencjonalnych, dla realizacji celu monetarnego oraz zachowania niezależności i wiarygodności banku centralnego. Podjęto także próbę oszacowania ryzyka wynikającego z konieczności opracowania właściwych strategii wyjścia, tj. powrotu do polityki opartej na tradycyjnych narzędziach, co na razie może okazać się trudne do zaakceptowania przez uczestników rynku.

Podsumowanie pracy zawiera najważniejsze wnioski dotyczące weryfikacji postawionej hipotezy badawczej.

## **ROZDZIAŁ I**

### **STABILNOŚĆ FINANSOWA JAKO CEL WSPÓŁCZESNEGO BANKU CENTRALNEGO**

Bank centralny jest główną instytucją w systemie pieniężnym, której przysługuje wyłączne prawo emisji znaków pieniężnych, będących prawnym środkiem płatniczym, co powoduje, iż jest on zawsze wypłacalny. Naczelną władza monetarna odpowiada również za rzeczywistą wartość pieniądza, czyli jego siłę nabywczą, stabilizując ją za pośrednictwem prowadzonej polityki pieniężnej. Jako bank gospodarki narodowej bank centralny prowadzi obsługę budżetu państwa, z zastrzeżeniem nieuczestniczenia w jego finansowaniu, a także zarządza państwowymi rezerwami dewizowymi. Pełni on również funkcję banku banków, gromadząc depozyty banków komercyjnych oraz udzielając im kredytów. W skrajnych przypadkach bank centralny udziela wsparcia instytucjom finansowym zagrożonym niewypłacalnością, występując wówczas jako pożyczkodawca ostatniej instancji. W zależności od przyjętego modelu nadzoru nad systemem finansowym banki centralne osobiście sprawują nadzór nad instytucjami finansowymi lub też uczestniczą w pracach odrębnej instytucji nadzorczej<sup>2</sup>.

W ostatnich latach obserwuje się rosnące zaangażowanie banków centralnych w ochronę stabilności finansowej, będącej dobrem publicznym, którego utrzymanie leży we wspólnym interesie wszystkich uczestników życia gospodarczego. Dramatyczne wydarzenia na zglobalizowanym rynku finansowym, zapoczątkowane w 2007 r. załamaniem na amerykańskim rynku kredytów hipotecznych o obniżonej jakości (*subprime*), skłoniły banki centralne do podjęcia nadzwyczajnych działań służących przywróceniu stabilności finansowej. Postawa banków centralnych nie wynikała wyłącznie z troski o realizację celu nadrzędnego polityki pieniężnej, czyli zapewnienie stabilności monetarnej, ale wiązała się także z naturalną odpowiedzialnością banku centralnego za prawidłowe funkcjonowanie systemu finansowego.

Zaangażowanie władz monetarnych w proces przywracania stabilności finansowej wzbudza wśród ekonomistów wiele kontrowersji, wynikających z możliwego konfliktu interesów w przypadku jednoczesnej realizacji celu w postaci stabilności monetarnej i finansowej. Niepokój ekonomistów budzi również wykorzystanie niekonwencjonalnego instrumentarium polityki pieniężnej, służącego przywracaniu stabilności finansowej. Celem niniejszego rozdziału jest zatem ukazanie znaczenia stabilności finansowej dla prawidłowego

---

<sup>2</sup> G. Wójtowicz, *Bank centralny w gospodarce rynkowej*, w: *Bankowość centralna od A do Z*, red. R. Kokoszczyński, B. Pietrzak, Narodowy Bank Polski, s. 18.

funkcjonowania gospodarki oraz zaprezentowanie roli współczesnego banku centralnego w utrzymywaniu i przywracaniu stabilności finansowej.

### **1.1. Stabilność monetarna jako cel nadrzędny polityki pieniężnej banku centralnego**

We współczesnej gospodarce rynkowej celem realizowanej przez banki centralne polityki pieniężnej jest najczęściej utrzymywanie niskiej inflacji w długim okresie. Niekiedy cel ten formułowany jest jako dbanie o stabilny poziom cen, choć stabilność cen *sensu stricto* oznacza zachowanie siły nabywczej pieniądza, czego nie gwarantuje nawet bardzo niski poziom inflacji<sup>3</sup>. Pod koniec lat osiemdziesiątych A. Greenspan - ówczesny przewodniczący Rady Gubernatorów Systemu Rezerwy Federalnej Stanów Zjednoczonych - stabilność poziomu cen definiował jako „poziom cen wystarczająco stabilny, aby oczekiwania co do jego zmiany nie stały się głównym czynnikiem kluczowych decyzji ekonomicznych”. Definicja ta, choć często przytaczana, ma niewielkie zastosowanie operacyjne<sup>4</sup>. Stabilność cen w ostatnich latach definiowana jest jako roczny wzrost cen nieprzekraczający 2%, mierzony wskaźnikiem cen towarów i usług konsumpcyjnych (niekiedy z większą tolerancją mówi się o 4%). Począwszy od końca lat dziewięćdziesiątych XX w. celem finalnym polityki pieniężnej banków centralnych krajów rozwiniętych jest najczęściej osiągnięcie, a następnie utrzymanie inflacji w granicach 0-4%. Przykładem jasno sprecyzowanego pojęcia stabilności cenowej jest definicja przyjęta przez Europejski Bank Centralny, odnosząca się do wzrostu rok do roku Zharmonizowanego Indeksu Cen Konsumpcyjnych (*Harmonised Index of Consumer Prices*) w strefie euro, na poziomie nieco poniżej 2% w średnim okresie.

Tocząca się w połowie lat dziewięćdziesiątych XX w. dyskusja na temat wyboru właściwych celów polityki pieniężnej doprowadziła do konsensusu, że niewielka dodatnia inflacja jest lepszym celem niż stałość poziomu cen, oznaczająca inflację na poziomie zerowym. Jednym z argumentów uzasadniających tę tezę jest sztywność nominalnych płac w dół, zaobserwowana po raz pierwszy w 1936 r. przez Keynesa, a następnie przypomniana w 1972 r. przez Tobina. Dzięki publikacji Akerlofa idea ta ponownie zyskała na popularności, zwracając uwagę ekonomistów na zaobserwowaną przez autora prawidłowość, że zerowa inflacja oznacza osiąganie *de facto* niższej wielkości produkcji niż miałyby to miejsce przy inflacji dodatniej. Spadek popytu na pracę, niezależnie od czynnika, który go wywołuje, powinien spowodować spadek płacy realnej, aby możliwie maksymalnie zniwelować jego

---

<sup>3</sup> Przykładowo roczna inflacja na poziomie 2% prowadzi do podwojenia poziomu cen w ciągu trzydziestu sześciu lat, zatem w ciągu życia jednej generacji.

<sup>4</sup> M. Jurek, P. Marszałek, *Pieniądz, polityka pieniężna i systemy kursowe. Współczesne teorie i rozwiązania praktyczne*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Poznaniu, Poznań 2007, s. 11.

wpływ na poziom zatrudnienia. W przypadku stabilności cen, spadek płacy realnej może nastąpić wyłącznie dzięki obniżeniu wysokości płacy nominalnej, co jest w praktyce bardzo trudne do przeprowadzenia (m.in. ze względów instytucjonalnych, psychologicznych itp.). W gospodarce ze sztywnością płac w dół spadek popytu na pracę musi zatem odbić się negatywnie na wielkości zatrudnienia, prowadząc do spadku produkcji<sup>5</sup>.

Druga grupa argumentów przeciwko zerowej inflacji wiąże się z koniecznością uwzględnienia tzw. efektu Summersa, czyli ograniczeń dla zmian realnych stóp procentowych wynikających z zasady, iż nominalne stopy procentowe nie mogą być ujemne. Przy zerowej inflacji realne stopy procentowe również nie mogą być ujemne, co może utrudniać prowadzenie polityki pieniężnej, której celem jest stymulowanie aktywności gospodarczej.

Cel nadrzędny polityki pieniężnej banku centralnego w postaci niskiej inflacji ustanawiany jest niezależnie od „historii inflacyjnej”, co oznacza, iż w przypadku wystąpienia w przeszłości nagłej i nieoczekiwanej inflacji, nie ma konieczności przywracania pierwotnego poziomu cen za pomocą deflacji, która powszechnie uznawana jest za zjawisko bardziej szkodliwe od inflacji<sup>6</sup>. W przypadku zamrożenia płac deflacja powoduje bowiem wzrost siły nabywczej pieniądza na rynku, a także kreację oczekiwań dalszego spadku cen, rezultatem których jest odkładanie konsumpcji w czasie, skutkujące spowolnieniem gospodarczym. Wysokość kosztów deflacji zależy przede wszystkim od źródła jej pochodzenia, głębokości (tj. wartości stopy deflacji) oraz czasu trwania<sup>7</sup>.

Konstrukcja odpowiedniego wskaźnika inflacji następuje pewnych trudności natury czysto technicznej, jednak zasadniczą kwestią wydaje się rozstrzygnięcie problemu czy bank centralny powinien ograniczyć się do kontroli bieżących cen konsumpcyjnych, czy też swoim oddziaływaniem objąć winien również ceny przyszłej konsumpcji poprzez wpływanie na ceny

---

<sup>5</sup> R. Kokoszcyński, *Współczesna polityka pieniężna w Polsce*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2004, s. 123.

<sup>6</sup> P. Szpunar, *Polityka pieniężna. Cele i warunki skuteczności*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2000, s. 45-47.

<sup>7</sup> Wyróżnia się dwa zasadnicze rodzaje deflacji:

- *Good deflation*, czyli taka, której nie towarzyszy spadek produkcji i zatrudnienia. Dobra deflacja występuje wówczas, gdy stopa spadku cen nie jest wysoka, a okres trwania tego spadku nie jest zbyt długi. Jej źródłem jest pozytywny szok podaży, wynikający np. ze wzrostu produktywności przedsiębiorstw i/lub spadku cen dóbr importowanych (np. surowców, półproduktów). Konsekwencje dobrej deflacji dla aktywności gospodarczej są podobne do tych, jakie wywołuje niska inflacja.

- *Bad deflation*, czyli taka, która wywołuje znaczne koszty w postaci spadku produkcji oraz zatrudnienia wynikające ze znacznego oraz trwałego spadku cen. Zła deflacja spowodowana jest negatywnym szokiem popytowym, a nierzadko – pęknięciem bańki spekulacyjnej na rynkach aktywów. Walka z tego typu inflacją wymaga specjalnych, niekonwencjonalnych środków. Dobrym przykładem wystąpienia tego typu zjawiska są współczesne doświadczenia Japonii, a także niektórych krajów strefy euro w czasie kryzysu. (opracowano na podstawie P. Błaszczak, *Stabilność cen – sposoby definicji oraz wyzwania dla polityki pieniężnej*, Materiały i Studia, Zeszyt nr 249, Warszawa 2010, s. 20).

aktywów finansowych i nieruchomości, które nie są ujmowane we wskaźnikach inflacji. Kwestia ta wydaje się bardzo istotna, ponieważ wzrost cen aktywów może mieć negatywne konsekwencje dla wzrostu gospodarczego i zatrudnienia. Prezesi banków centralnych coraz częściej stoją na stanowisku, że monitoring cen aktywów i ich wpływu na ceny konsumpcyjne powinien być stałym elementem prowadzonej polityki pieniężnej w celu przeciwdziałania nadmiernemu wzrostowi płynności w gospodarce<sup>8</sup>. W praktyce gospodarczej właściwa ocena zmian płynności nastrocza jednak wielu trudności, bowiem w sytuacji braku innych negatywnych symptomów, szczególnie w warunkach niskiej inflacji, trudno jednoznacznie stwierdzić, że przewartościowanie cen akcji jest oznaką przegrzania koniunktury<sup>9</sup>. W literaturze dyskutowane są trzy alternatywne podejścia banku centralnego do problemu nieuzasadnionego wzrostu cen aktywów<sup>10</sup>:

- włączenie cen aktywów do indeksu cen, wykorzystywanego do zdefiniowania celu inflacyjnego (*targeting asset prices*),
- przekłucie bąbla spekulacyjnego (*aggressive bubble popping*),
- działanie na przekór trendowi (*leaning against the bubble*), czyli stopniowe łagodzenie trendu poprzez podnoszenie stóp procentowych.

Pierwsza koncepcja spotkała się z krytyką zarówno teoretyków, jak i praktyków bankowości centralnej, wskazujących na odmienną kształtowanie się cen aktywów i oczekiwań inflacyjnych, ryzyko pokusy nadużycia, obawę przed uzależnieniem inflacji od samospełniających się oczekiwań, trudności techniczne z ustaleniem właściwych wag dla aktywów w ogólnym indeksie cen, a także brak odpowiedniego instrumentarium po stronie banku centralnego w celu skutecznego oddziaływania na ceny aktywów w długim okresie. Opcja przekłucia bąbla spekulacyjnego, polegająca na drastycznym podniesieniu stóp procentowych w celu wyeliminowania możliwości powstania bąbli spekulacyjnych, również nie spotkała się z przychylnym przyjęciem, ponieważ wzbudziła obawy przed zjawiskami deflacyjnymi. Trzecia koncepcja, zakładająca łagodne podnoszenie stóp procentowych, wydaje się propozycją najbardziej wyważoną, tym niemniej wymaga odpowiedzi na pytanie, czy wzrost cen aktywów jest wystarczająco wrażliwy na zmiany stóp procentowych. Wysokie

---

<sup>8</sup>P. Szpunar, op. cit., s. 52.

<sup>9</sup>Ibidem, s. 53.

<sup>10</sup> O. Szczepańska, *Stabilność finansowa jako cel banku centralnego. Studium teoretyczno-porównawcze*, Wydawnictwo Naukowe Scholar, Warszawa 2008, s. 85.



prawdopodobieństwo pęknięcia bańki spekulacyjnej w przyszłości bez interwencji banku centralnego stanowi przeciwwskazanie do zastosowania tej opcji<sup>11</sup>.

Cele polityki pieniężnej realizowane są za pośrednictwem różnorodnych strategii, które podlegały historycznym przemianom. Zasadniczo można wyróżnić dwa warianty formułowania i realizacji strategii polityki pieniężnej<sup>12</sup>:

- tradycyjną triadę celów polityki monetarnej – polegającą na osiągnięciu celu ostatecznego w drodze realizacji celu pośredniego i operacyjnego (*intermediate targeting*). W ramach tego podejścia możliwy jest wybór jednej z trzech strategii operacyjnych: kontroli kursu walutowego, kontroli podaży pieniądza oraz kontroli stóp procentowych.
- podejście wieloparametryczne – polegające na doborze odpowiednich instrumentów polityki pieniężnej w zależności od kształtowania się wszelkich dostępnych wskaźników i informacji o stanie gospodarki. Realizacja podejścia wieloparametrycznego następuje poprzez zastosowanie strategii eklektycznej (*just do it strategy*) oraz strategii bezpośredniego celu inflacyjnego (*inflation targeting*). W ramach strategii eklektycznej bank centralny nie ogłasza żadnych celów pośrednich, lecz realizuje często kilka celów finalnych. Wybierając strategię bezpośredniego celu inflacyjnego, zyskującą w ostatnim czasie mocno na popularności, władze monetarne koncentrują się natomiast na osiągnięciu deklarowanej stopy inflacji w średnim horyzoncie czasowym. Prognoza inflacyjna stanowi wówczas cel pośredni polityki prowadzonej w przejrzysty, odpowiedzialny i wiarygodny sposób w oparciu o bieżące informacje o stanie gospodarki. Realizacja bezpośredniego celu inflacyjnego wymaga zastosowania w danym kraju płynnego kursu walutowego. W najbardziej ortodoksyjnej formie strategia ta przybiera postać pełnej strategii BCI (*full-fledged inflation targeting*).

Reasumując dotychczasowe rozważania, utrzymywanie inflacji na założonym poziomie jest obecnie najczęstszym celem prowadzonej przez banki centralne polityki pieniężnej, tym niemniej władze monetarne powinny również dokładać starań, aby uchronić gospodarkę przed szkodliwymi w skutkach szokami oraz kryzysami, jak również nie dopuszczać do gwałtownych zmian lub załamania koniunktury. Formuła polityki pieniężnej opartej na amortyzowaniu szoków oraz przeciwdziałaniu występowaniu gwałtownych zaburzeń nie powinna jednak osłabiać antyinflacyjnej wiarygodności banku centralnego.

---

<sup>11</sup> Ibidem, s. 87.

<sup>12</sup> W. Przybylska-Kapuścińska, *Strategia bezpośredniego celu inflacyjnego w nowych krajach członkowskich Unii Europejskiej*, w: *Bankowość centralna od A do Z*, red. R. Kokoszczyński, B. Pietrzak, Narodowy Bank Polski, s. 99-101.

## 1.2. Charakterystyka pojęcia stabilności finansowej

Głębokie przeobrażenia strukturalne w funkcjonowaniu systemów finansowych, jakie nastąpiły w latach dziewięćdziesiątych ubiegłego wieku sprawiły, iż poziom wrażliwości systemu finansowego na wstrząsy o charakterze wewnętrznym i zewnętrznym (*fragility*) uległ znacznemu wzrostowi. Okoliczności te spowodowały wzrost zainteresowania problemem stabilności finansowej w kontekście celu polityki publicznej.

Przegląd literatury pod kątem prezentacji poszczególnych wariantów definicji stabilności finansowej poprzedzi wyjaśnienie pojęcia systemu finansowego. W szerokim ujęciu system finansowy obejmuje trzy odrębne komponenty pozostające ze sobą w ścisłych relacjach. Pierwszym elementem są pośrednicy finansowi obejmujący m.in. banki komercyjne i inwestycyjne, inwestorów instytucjonalnych, tj. towarzystwa ubezpieczeniowe, fundusze emerytalne oraz fundusze inwestycyjne, w tym fundusze arbitrażowe<sup>13</sup>. Pośrednicy finansowi to podmioty, uczestniczące w przepływie kapitału, będące łącznikiem pomiędzy tymi, którzy chcą udzielać finansowania/inwestować a tymi, którzy są zainteresowani pozyskaniem tegoż finansowania. Drugim elementem systemu finansowego są rynki finansowe, będące miejscem, na którym spotykają się pożyczkodawcy i pożyczkobiorcy, przy czym istnieje kilka ich rodzajów, m.in. rynki kapitałowe, pieniężne, walutowe oraz rynki instrumentów pochodnych. Trzeci i ostatni element systemu finansowego to infrastruktura rynku finansowego, do której zalicza się m.in. system płatniczy oraz system rozliczeniowy, a także infrastrukturę pieniężną, prawną, księgową i nadzorczą, która umożliwia przepływ gotówki oraz aktywów finansowych pomiędzy nabywcami i sprzedającymi. Silne powiązania pomiędzy wymienionymi komponentami systemu finansowego, sprawiają, że oczekiwania i zakłócenia występujące w którejkolwiek z jego części składowych oddziałują na stabilność finansową rozumianą jako całość.

Zdrowy system finansowy powinien spełniać kryteria określone w tabeli 1.1., a także pozytywnie przejść tzw. „próbę rynków” (*tests of markets*), która wykaże czy spełnia trzy podstawowe warunki, a mianowicie czy jest<sup>14</sup>:

- elastyczny – czyli zdolny do kontynuowania alokacji środków nawet w warunkach gwałtownie zmieniającego się otoczenia,
- prężny – co oznacza, że transakcje są przeprowadzane wiarygodnie i szybko, mimo występujących zakłóceń,

---

<sup>13</sup> Szerzej w A. Sławiński, *Rynki finansowe*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2006, s. 19-22.

<sup>14</sup> M. Kiedrowska, P. Marszałek, *Stabilność finansowa – pojęcie, cechy i sposoby jej zapewnienia*, cz. I, Bank i Kredyt nr 3/2002, s. 23.

- zewnętrznie stabilny – czyli nie wzmacnia szoków zewnętrznych i sam nie jest źródłem szoków o charakterze wewnętrznym.

**Tabela 1.1. Lista warunków, jakie powinien spełnić zdrowy system finansowy**

| Obszar  | Kryteria, które powinny zostać spełnione:  |
|---|--|
| System prawny                                       | <ul style="list-style-type: none"> <li>• dobrze zdefiniowane prawo własności i zobowiązań cywilnych</li> <li>• umowy rynkowe łatwe do wyegzekwowania w praktyce</li> <li>• prawo do przedkładania i przejmowania zabezpieczeń</li> <li>• dobrze rozwinięte przepisy upadłościowe</li> </ul>  |
| Rachunkowość, jawność i przejrzystość               | <ul style="list-style-type: none"> <li>• wycena pożyczek, klasyfikacja aktywów i ustalanie zabezpieczeń oparte na solidnej ocenie partnerów gospodarczych</li> <li>• skuteczny i regularny audyt</li> <li>• regularne publikowanie informacji na temat wiarygodności kredytowej instytucji finansowych</li> <li>• publikowanie aktualnych danych na temat podstawowych wskaźników makroekonomicznych, rezerw, statystyk bankowych itp.</li> <li>• dostępność obiektywnych ratingów kredytowych i informacji o możliwościach zaciągnięcia kredytu</li> </ul>  |
| Nadzór kapitałowy i <i>institutional governance</i> | <ul style="list-style-type: none"> <li>• wymogi adekwatności kapitałowej współmierne do ryzyka,</li> <li>• zwalnianie menadżerów w przypadku słabych wyników przedsiębiorstwa</li> <li>• egzekwowanie odpowiedzialności prawnej menadżerów,</li> <li>• powszechne wykorzystanie skutecznych systemów zarządzania ryzykiem i kontroli wewnętrznej</li> </ul>  |
| Struktura rynku                                     | <ul style="list-style-type: none"> <li>• sektor finansowy otwarty dla nowych uczestników, również z zagranicy, spełniających kryteria dostępu</li> <li>• udział zagranicznych podmiotów w aktywach ogółem</li> <li>• wskaźniki koncentracji sektora finansowego</li> <li>• płynny rynek międzybankowy i rynek kapitałowy</li> <li>• przepisy dopuszczające pełen zakres instrumentów finansowych</li> <li>• solidny i efektywny system płatniczy i rozliczeniowy</li> </ul>  |
| Nadzór  | <ul style="list-style-type: none"> <li>• niezależny od politycznych nacisków, z jasno zdefiniowaną odpowiedzialnością za osiągnięcie wyznaczonych celów</li> <li>• uprawnienia do ujawniania informacji, nakładania kar itp.</li> <li>• odpowiednie zasoby finansowe do zatrudnienia, szkolenia i wynagradzania personelu,</li> <li>• prowadzenie nadzoru skonsolidowanego</li> <li>• wymiana informacji z innymi instytucjami nadzorczymi</li> <li>• weryfikacja informacji na temat zarządzania ryzykiem, systemów kontroli wewnętrznej i jakości aktywów na podstawie systematycznych badań lub audytu zewnętrznego</li> <li>• zgodność z normami ustanowionymi przez międzynarodowe ciała doradcze (np. Komitet Bazylejski)</li> <li>• wyposażenie w narzędzia pomiaru poszczególnych rodzajów ryzyk</li> <li>• strategia postępowania w przypadku niewypłacalności</li> </ul> |
| Kształt sieci bezpieczeństwa                        | <ul style="list-style-type: none"> <li>• jednoznaczny system ubezpieczenia depozytów, opłacany przez banki i nastawiony na ochronę drobnych deponentów</li> <li>• odpowiednie obciążenie stratami poszczególnych udziałowców</li> <li>• rygorystyczne warunki korzystania z publicznych źródeł finansowania.</li> </ul>  |

Źródło: *Financial Stability in Emerging Economies, A strategy for the formulation, adoption and implementation of sound principles and practices to strengthen financial systems*, Report of the Working Party on Financial Stability in Emerging Market Economies, www.bis.org, April 1997, s. 74-76.

Trudności, które dotyczą system finansowy można podzielić na trzy odmienne kategorie<sup>15</sup>:

- dotyczące pojedynczych instytucji lub rynków, niewywołujące konsekwencji dla systemu bankowego lub finansowego,
- dotyczące kilka stosunkowo ważnych instytucji, występujące z pewnym prawdopodobieństwem efektów ubocznych w postaci rozprzestrzeniania się na inne rynki i instytucje,
- występujące z dużym prawdopodobieństwem rozprzestrzeniania się na znaczną liczbę różnorodnych instytucji finansowych, a także, w związku z dążeniem do zapewnienia płynności, na zazwyczaj niepowiązane rynki np. *forward*, międzybankowy, a nawet rynki akcji.

Przechodząc do pojęcia stabilności finansowej, należy zauważyć, że prezentowane w literaturze definicje zawierają najczęściej trzy kluczowe elementy. Po pierwsze koncentrują się na systemie finansowym rozumianym jako całość, w przeciwieństwie do ograniczania się do sytuacji indywidualnych instytucji. Po drugie nie rozpatrują systemu finansowego w oderwaniu od sfery realnej. Po trzecie wreszcie zawierają wyraźne odniesienie do pojęcia skrajnie przeciwnego stabilności finansowej, tj. niestabilności finansowej, która jest łatwiejsza do zaobserwowania i bardziej uchwytana.

Mimo braku akceptacji jednolitej definicji ekonomistów najczęściej zgadzają się, iż stabilność finansowa to stan, w którym system finansowy jest zdolny w trwały sposób wypełniać swoje podstawowe funkcje, tj. zapewniać efektywną alokację funduszy od oszczędzających do najbardziej produktywnych inwestorów<sup>16</sup>. Wielu ekonomistów, oprócz efektywnej alokacji zasobów, wskazuje również na zdolność systemu finansowego do rzetelnej i racjonalnej wyceny oraz zarządzania ryzykiem finansowym, a także względnie łatwego absorbowania realnych i finansowych szoków<sup>17</sup>.

Najbardziej ogólną definicję stabilności finansowej proponują Haldane, Hoggarth i Saporta, którzy kładą nacisk na związek pomiędzy oszczędnościami i inwestycjami<sup>18</sup>. Odchylenia od idealnego planu oszczędnościowo-inwestycyjnego mogą powstać na skutek

---

<sup>15</sup> G. J. Schinasi, *Understanding Financial Stability: Towards a Practical Framework*, Seminar on Current Developments in Monetary and Financial Law, Washington, D.C., October 23-27, 2006, s. 26, [www.imf.org/external/np/seminars/eng/2006/mfl/gjs.pdf](http://www.imf.org/external/np/seminars/eng/2006/mfl/gjs.pdf) [data dostępu 8.10.2011]

<sup>16</sup> O. Szczepańska, op. cit., s. 34.

<sup>17</sup> Ibidem, s. 34, za: G. J. Schinasi, op. cit., s. 82.

<sup>18</sup> A. Haldane, G. Hoggarth, V. Saporta, *Assessing financial stability, efficiency and structure at the Bank of England*, w: *Marring the macro-prudential dimensions of financial stability*, BIS Papers No 1/2001, za: A.G. Herrero, P. del Rio, *Central Banks as Monetary Authorities and Financial Stability*, w: *Handbook of Central Banking and Financial Authorities in Europe. New Architectures in the Supervision of Financial Markets*, red. D. Masciandaro, E. Elgar, 2005, s. 5.

nieefektywnego funkcjonowania systemu finansowego lub też niestabilności tego systemu w obliczu szoków<sup>19</sup>. Inną względnie ogólną definicję proponuje Mishkin, który utożsamia stabilność finansową ze zdolnością systemu finansowego do zapewnienia, w trwały sposób i bez większych zakłóceń, efektywnej alokacji oszczędności w możliwości inwestycyjne<sup>20</sup>. Trichet stabilność finansową postrzega jako zdrową sytuację oraz harmonijne współdziałanie rozmaitych instytucji finansowych, w połączeniu z bezpiecznym i przewidywalnym funkcjonowaniem rynków pieniężnych<sup>21</sup>. Crockett przez stabilność finansową rozumie brak napięć, mających potencjalną siłę wyrządzenia wymiernej szkody gospodarczej o skutkach odczuwalnych przez szersze spektrum podmiotów. Crockett utożsamia stabilność finansową z sytuacją, w której: (a) kluczowe instytucje systemu finansowego są stabilne, co oznacza, iż istnieje głębokie przekonanie wśród uczestników rynku, że będą one mogły bez zakłóceń oraz pomocy zewnętrznej kontynuować wypełnianie zobowiązań, wynikających z zawartych umów, (b) kluczowe rynki finansowe są stabilne, co oznacza, że ich uczestnicy mogą z pełnym zaufaniem zawierać transakcje po cenach odzwierciedlających czynniki fundamentalne, nieróżniących się od siebie istotnie w krótkim okresie, w którym nie nastąpiły zmiany o charakterze fundamentalnym. Formułując tę definicję Crockett wskazuje jednak na pewne jej niedoskonałości, wynikające m.in. z trudności ze wskazaniem kluczowych instytucji, których stabilność jest istotna, czy też właściwego poziomu cen na rynkach finansowych<sup>22</sup>. Weber stabilność finansową definiuje natomiast jako zdolność systemu finansowego do efektywnej alokacji zasobów finansowych, racjonalnej wyceny ryzyka oraz właściwego nim zarządzania, a także bezpiecznego rozliczania płatności i transakcji z udziałem papierów wartościowych. Stabilny system finansowy redukuje niepewność wśród uczestników rynku, zwiększając pozytywne efekty zewnętrzne dla gospodarki realnej, przyczyniając się tym samym do polepszenia koniunktury gospodarczej. Zapewniona przez stabilny system finansowy efektywna alokacja środków finansowych sprawia, iż strumień informacji przepływający pomiędzy pożyczkobiorcami i pożyczkodawcami jest

---

<sup>19</sup> A.G. Herrero, P. del Rio, op. cit., s. 5.

<sup>20</sup> F. Mishkin, *The causes and propagation of financial instability: lessons for policymakers*, w: *Maintaining Financial Stability in a Global Economy*, Kansas City: Federal Reserve Bank of Kansas City, Kansas City 1997, za: A.G. Herrero, P. del Rio, op. cit., s. 5.

<sup>21</sup> J. C. Trichet, *Introductory Remarks*, w: *Independence and Accountability. Developments in Central Banking*, Banque de France – Bicentennial Symposium, Paris, May 2000, s. 195-200.

<sup>22</sup> A. Crockett, *Why Is Financial Stability a Goal of Public Policy?*, Federal Reserve Bank of Kansas City, Fourth Quarter 1997, s. 6, <http://www.kc.frb.org/publicat/econrev/pdf/4q97croc.pdf> [data dostępu 11.11.2011 r.]

wystarczająco stabilny, by przewyciężyć nieodłączną asymetrię informacji towarzyszącą transakcjom obu stron<sup>23</sup>.

Niektórzy ekonomiści, podejmujący próbę wyjaśnienia pojęcia stabilności finansowej, kładą nacisk na kondycję instytucji finansowych. Zgodnie z definicją sugerowaną przez Paddoa-Schioppa<sup>24</sup> stabilność finansowa oznacza taką kondycję systemu finansowego, dzięki której jest on w stanie znieść szoki, nie dopuszczając do powstania skumulowanego procesu upośledzającego alokację oszczędności w możliwości inwestycyjne oraz właściwe funkcjonowanie systemu rozliczeniowego w gospodarce. W żargonie bankierów centralnych stan taki określa się jako uporządkowane warunki (*orderly conditions*) systemu finansowego<sup>24</sup>. W tym kontekście warto przywołać definicję autorstwa Schinasiego<sup>25</sup>, zgodnie z którą system finansowy jest uważany za stabilny, gdy spełnione są następujące warunki: (a) system finansowy jest zdolny do efektywnego i pozbawionego zakłóceń transferu zasobów od oszczędzających do inwestorów; (b) ryzyko finansowe jest właściwie wyceniane i odpowiednio zarządzane; (c) system finansowy znajduje się w kondycji pozwalającej na łatwą absorpcję szoków dotyczących gospodarkę. Brak spełnienia któregokolwiek z wymienionych warunków oznacza, iż system finansowy staje się coraz mniej stabilny, a w niektórych obszarach może okazać się wręcz niestabilny.

Wielu ekonomistów uważa, iż stabilność finansowa zależy w dużej mierze od stabilności systemu bankowego, co jest szczególnie widoczne w krajach charakteryzujących się bankowym modelem finansowania, w którym banki pełnią dominującą rolę w pośrednictwie finansowym. Według Solarza stabilność finansowa utożsamiana jest ze zdolnością systemu bankowego do zachowania płynności finansowej oraz zdolnością poszczególnych banków do pokrywania strat i ryzyka, nieodłącznie towarzyszącego ich działalności, z kapitału własnego<sup>26</sup>.

Wstrząsy, które negatywnie oddziałują na stabilność finansową mogą mieć zarówno charakter endogeniczny, jak i egzogeniczny, co oznacza, iż są efektem niewłaściwych dostosowań nierównowag narosłych przez lata wewnątrz danej gospodarki lub też zostały importowane z zewnątrz. Zestawienie potencjalnych źródeł ryzyka zagrażającego stabilności finansowej prezentuje tabela 1.2.

---

<sup>23</sup> A. Weber, *Financial market stability*, Speech at the London School of Economics, 6 June 2008, s. 1, Financial Markets Group Public Lecture, FMG Review, Number 78, July 2008, [www.bis.org/review/080610a.pdf](http://www.bis.org/review/080610a.pdf).

<sup>24</sup> T. Padoa-Schioppa, *Central banks and financial stability: exploring a land in between*, Paper presented at the Second ECB Central Banking Conference: *The transformation of the European Financial System*, Frankfurt am Main, October 2002, s. 20.

<sup>25</sup> G. Schinasi, *Defining Financial Stability*, IMF Working Paper 2004/187, Washington DC, s. 8.

<sup>26</sup> J. K. Solarz, *Rozwój systemów bankowych*, Biblioteka Menadżera i Bankowca, Warszawa 1996, s. 123, za: A. Ostalecka, *Kryzysy bankowe i metody ich przewyciężania*, Difin, Warszawa 2009, s. 21.

**Tabela 1.2. Źródła ryzyka dla stabilności finansowej**

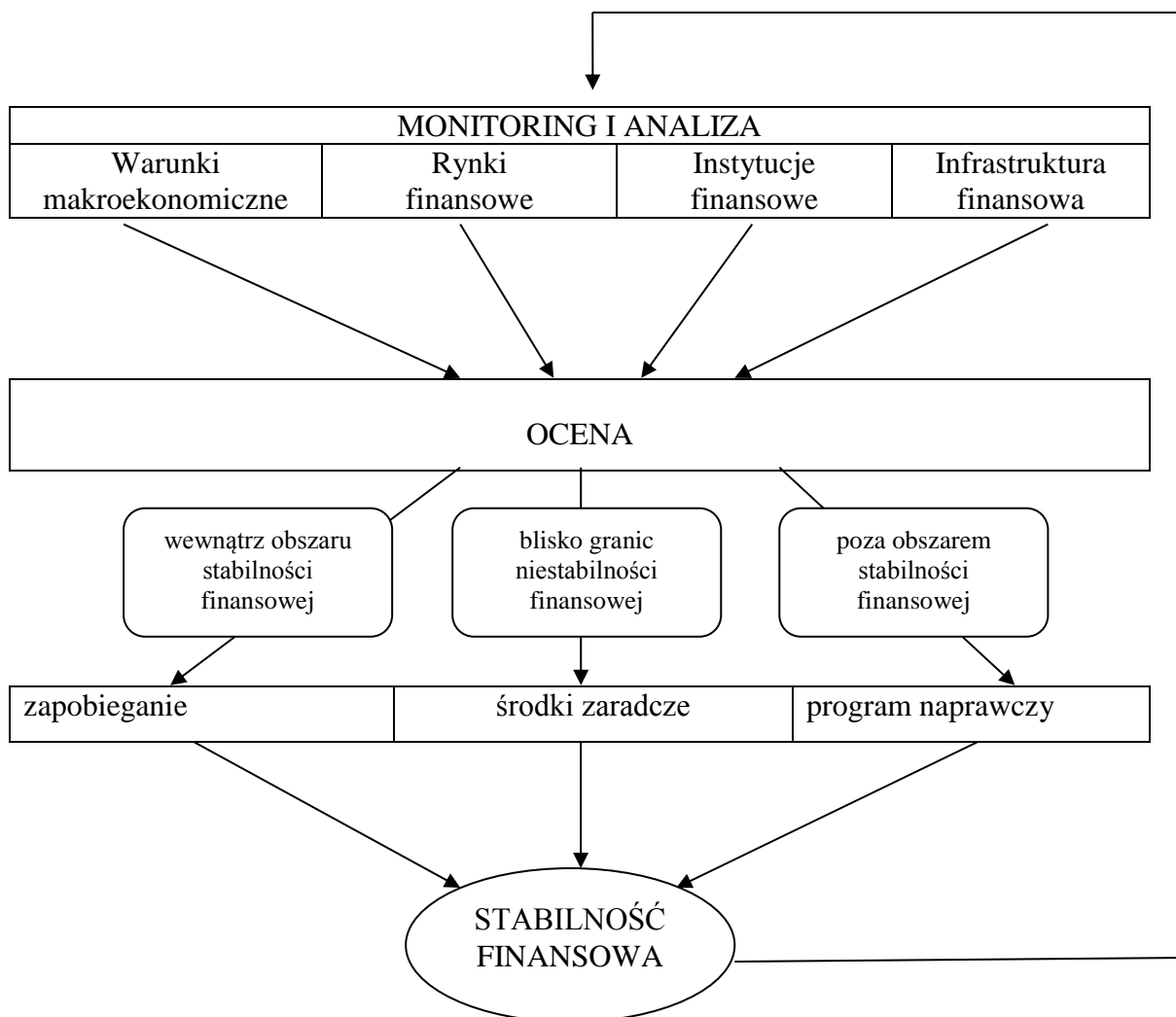
| Endogeniczne  | Egzogeniczne  |
|---|---|
| Instytucjonalne: <ul style="list-style-type: none"> <li>a) ryzyko finansowe                             <ul style="list-style-type: none"> <li>• kredytowe</li> <li>• rynkowe</li> <li>• płynności</li> <li>• stopy procentowej</li> <li>• walutowe</li> </ul> </li> <li>b) ryzyko operacyjne</li> <li>c) słabości technologii informatycznej</li> <li>d) ryzyko prawne</li> <li>e) ryzyko reputacyjne</li> <li>f) ryzyko strategii biznesowej</li> <li>g) ryzyko koncentracji</li> <li>h) ryzyko adekwatności kapitałowej</li> </ul> | Zakłócenia makroekonomiczne <ul style="list-style-type: none"> <li>a) ryzyko otoczenia ekonomicznego,</li> <li>b) brak równowagi politycznej,</li> </ul>                                  |
| Rynkowe: <ul style="list-style-type: none"> <li>a) ryzyko partnera</li> <li>b) dostosowania cen aktywów</li> <li>c) szturm na rynki                             <ul style="list-style-type: none"> <li>• kredytowe</li> <li>• płynności</li> </ul> </li> <li>d) infekcji (<i>contagion</i>)</li> </ul>  | Ryzyko nadzwyczajnego wydarzenia: <ul style="list-style-type: none"> <li>a) katastrofy naturalnej,</li> <li>b) niekorzystnych wydarzeń politycznych, upadłości znaczących firm</li> </ul> |
| Infrastrukturalne: <ul style="list-style-type: none"> <li>a) ryzyko systemu płatności i rozliczeń,</li> <li>b) słabości infrastruktury                             <ul style="list-style-type: none"> <li>• prawne</li> <li>• regulacyjne</li> <li>• księgowo</li> <li>• nadzorcze</li> </ul> </li> <li>c) spadek zaufania prowadzący do runu</li> <li>d) efekt domina</li> </ul>   |   |

Źródło: G J. Schinasi, *Understanding Financial Stability...*, op. cit., s. 29.

Trudności w ocenie czynników zagrażających stabilności finansowej związane są z heterogenicznym charakterem źródeł ryzyka, które mogą oddziaływać na siebie, wzajemnie się wzmacniając. Każda kategoria trudności wymaga odrębnych narzędzi diagnostycznych, a także odmiennych instrumentów polityki makroostrożnościowej. Źródłem ryzyka na poziomie makroekonomicznym są zarówno czynniki dotyczące bezpośrednio danego kraju, w ramach których wyodrębnić można czynniki wewnętrzne (deficyty budżetowe, wysoki dług publiczny, wysoką inflację, zbyt niskie realne stopy procentowe) oraz zewnętrzne (wysokie deficyty rachunków bieżących, wysokie zadłużenie zagraniczne, strukturę zadłużenia zwiększającą ryzyko refinansowania podmiotów krajowych), a także czynniki mające swoje źródło za granicą (np. globalne nierównowagi ekonomiczne i finansowe, nierównowagi w innych krajach przenoszone na skutek efektu zarażania się). Na poziomie mezoekonomicznym ryzyko dla stabilności finansowej kreują bąble cenowe na rynku aktywów (nieruchomości) oraz przewartościowane kursy walutowe. Wśród

czynników mikroekonomicznych odpowiedzialnych za niestabilność systemu finansowego źródeł destabilizacji należy poszukiwać we wszystkich ogniwach systemu finansowego, a więc u instytucji finansowych (np. stosujących zbyt łagodną politykę kredytową czy nieefektywnie zarządzających ryzykiem), na rynkach finansowych (np. w sytuacjach zachowań stadnych inwestorów) oraz po stronie infrastruktury rynkowej (w szczególności w przypadku jej niedostatecznego rozwoju)<sup>27</sup>.

**Schemat 1.1. Ramy operacyjne utrzymywania stabilności systemu finansowego**



Źródło: G J. Schinasi, *Understanding Financial Stability...*, op. cit., s. 26.

Kluczowe znaczenie dla zapewnienia stabilności finansowej ma właściwa ocena kondycji systemu finansowego. Celem gromadzenia i analizowania informacji, a także ciągłego monitorowania poszczególnych komponentów systemu finansowego jest systematyczna ocena czy wykonuje on swoje funkcje na tyle prawidłowo, aby uznać, że

<sup>27</sup> J. Osiński, *Wnioski z obecnego kryzysu dla kształtu krajowej sieci bezpieczeństwa finansowego – model „trójzęba” nadzorczego (Trident Model)*, Bezpieczny Bank nr 1/2010, s. 71.



znajduje się w obszarze stabilności finansowej. System finansowy może bowiem zbliżyć się do granic stabilności/niestabilności lub też leżeć poza obszarem stabilności. Celem nadrzędnym ram operacyjnych opracowywanych w celu utrzymania stabilności finansowej jest: (a) zapobieganie (prewencja) i/lub (b) rozwiązywanie systemowych problemów finansowych na wypadek, gdyby działania zapobiegawcze okazały się nieefektywne. Kluczem do skutecznej prewencji jest wczesna identyfikacja ryzyka zagrażającego stabilności finansowej oraz rozpoznanie potencjalnych źródeł słabości systemu finansowego zanim spowodują one potencjalnie szkodliwe nierównowagi. Skuteczne rozwiązanie problemów dotyczących systemu finansowego uzależnione jest od posiadania właściwych narzędzi, które znajdują zastosowanie we wczesnym stadium niestabilności. Narzędzia takie obejmują perswazję moralną, zintensyfikowany nadzór (*supervision*) oraz analizę sytuacji na rynku (*market surveillance*). W sytuacji, gdy środki zaradcze zawiodą, konieczne może się okazać np. awaryjne wsparcie płynnościowe. Schemat 1.1 prezentuje ramy operacyjne utrzymywania stabilności systemu finansowego.

Jak już wcześniej wspomniano, wielu autorów częściej odwołuje się do pojęcia przeciwstawnego stabilności finansowej. Zdaniem Mishkina do niestabilności finansowej dochodzi wówczas, gdy zaburzenia na rynku finansowym do tego stopnia uniemożliwiają przepływ informacji, że system finansowy nie może dłużej pełnić swojej roli polegającej na transferowaniu funduszy tam, gdzie istnieją najlepsze możliwości inwestycyjne<sup>28</sup>. Według Borio i Drehmanna niestabilność finansowa oznacza uwarunkowania mogące powodować pojawienie się zaburzeń finansowych, względnie kryzysu finansowego (*financial distress/financial crises*), w odpowiedzi na szoki o zwyczajnych rozmiarach (*normal-sized shocks*). Szoki te mogą mieć swój początek zarówno w gospodarce realnej, jak i w samym systemie finansowym. Przez zakłócenia finansowe (względnie kryzysy finansowe) rozumie się wydarzenia powodujące, że znaczące straty poniesione przez instytucje finansowe, którym towarzyszyć mogą, lecz nie muszą, upadłości tych instytucji, powodują lub grożą wystąpieniem poważnych zmian w gospodarce realnej, mierzonych spadkiem produkcji. W definicji tej na uwagę zasługują trzy aspekty. Po pierwsze jej pragmatyzm, ograniczający zakres definicji do instytucji finansowych. Po drugie, definicja określa okresy zaburzeń finansowych jako wydarzenia będące wynikiem samej natury systemu finansowego, co oznacza, iż system finansowy może być niestabilny nawet wówczas, gdy żadne zaburzenia finansowe nie mają miejsca. Po trzecie wreszcie, uznaje się, że zaburzenia finansowe

---

<sup>28</sup> F. Mishkin, op. cit., s. 61.

powstają w odpowiedzi na szoki, przy czym nie są to szoki nadzwyczajnych rozmiarów. Nie można bowiem oczekiwać, iż system finansowy będzie funkcjonował efektywnie niezależnie od rozmiarów szoków egzogenicznych, które w niego uderzą<sup>29</sup>.

Podobnie brzmi definicja przywoływana przez Chanta, który uważa, że niestabilność finansowa ma swoje źródło w samym systemie finansowym lub też może być efektem egzogenicznych szoków. Doświadczenie historyczne wskazuje, iż ma ona swój początek w zdarzeniach na szeroko pojętym rynku finansowym, najczęściej w systemie bankowym, w konsekwencji nadmiernego strumienia kredytów płynącego do poszczególnych sektorów gospodarki lub też w wyniku gwałtownych ruchów cen aktywów<sup>30</sup>. Niektórzy ekonomiści źródeł niestabilności finansowej upatrują właśnie w gwałtownej zmienności cen aktywów, oderwanej od czynników fundamentalnych, która może mieć potencjalnie istotny wpływ na gospodarkę realną (Bernanke, Gertler)<sup>31</sup>.

Ferguson Jr przez niestabilność finansową rozumie sytuację, w której jednocześnie lub rozłącznie zachodzą trzy następujące okoliczności:

- ceny niektórych istotnych aktywów finansowych odbiegają znacznie od czynników fundamentalnych,
- funkcjonowanie rynków, a co za tym idzie dostępność kredytów na rynku krajowym, a niekiedy również na rynkach zagranicznych, ulega znacznym zakłóceniom,
- popyt zagregowany odchyła się powyżej lub poniżej poziomu produkcji, którą dana gospodarka jest w stanie wytworzyć<sup>32</sup>.

Kolejny nurt badań koncentruje się na kryzysach finansowych, będących bezpośrednią przyczyną niestabilności finansowej. Pomimo, iż są one łatwiejsze do zmierzenia i częściej wykorzystywane w badaniach empirycznych, ich definicje różnią się między sobą dość znacznie. Zgodnie z poglądem Mishkina kryzysy finansowe stanowią zakłócenie funkcjonowania rynków finansowych, powodujące zaostrzenie działania takich niekorzystnych czynników jak selekcja negatywna (*adverse selection*) oraz pokusa nadużycia (*moral hazard*), które upośledzają efektywne przekazywanie funduszy do tych, którzy oferują

---

<sup>29</sup> C. Borio, M. Drehmann, *Towards an operational framework for financial stability: „fuzzy” measurement and its consequences*, BIS Working Papers No 284, Monetary and Economic Department, June 2009, s. 5.

<sup>30</sup> J. Chant, *Financial Stability as a Policy Goal*, w: J. Chant, A. Lai, M. Illing, F. Daniel, *Essays on Financial Stability*, September 2003, Bank of Canada, Technical Report No. 95, s. 3.

<sup>31</sup> B. Bernanke, M. Gertler, *Monetary Policy and Asset Price Volatility*, Economic Review, Fourth Quarter 1999, Kansas City: Federal Reserve Bank of Kansas City, s. 19, <http://www.nyu.edu/econ/user/gertlerm/kansasfed.pdf> [data dostępu 11.11.2011].

<sup>32</sup> R. W. Ferguson Jr, *Should financial stability be an explicit central bank objective?*, w: *Monetary stability, financial stability and the business cycle: five views*, BIS Papers No 18, Monetary and Economic Department, September 2003, s. 7.

najbardziej produktywne możliwości inwestycyjne<sup>33</sup>. Brak dostępu do funduszy powoduje, że zarówno gospodarstwa domowe, jak i podmioty gospodarcze, redukują wielkość swoich wydatków, co skutkuje dotkliwym skurczeniem aktywności gospodarczej<sup>34</sup>. Bordo, Mizrach i Schwartz dla odmiany utożsamiają kryzysy finansowe ze zwiększonym zapotrzebowaniem na gotówkę, bowiem w obliczu zakłóceń funkcjonowania rynku żadna instytucja nie będzie skłonna dostarczać potrzebnej płynności. Pierwsze podejście kładzie nacisk na asymetrię informacji, jako główną przyczynę kryzysów, podczas gdy podejście drugie skupia się na kwestiach monetarnych. Obie definicje wskazują jednak na niebezpieczeństwo upadłości zarówno instytucji finansowych, jak i przedsiębiorstw sektora niefinansowego<sup>35</sup>.

### **1.3. Zależność pomiędzy stabilnością finansową i stabilnością monetarną**

Relacje występujące pomiędzy stabilnością finansową i monetarną są przedmiotem wielu publikacji i dyskusji, tym niemniej wśród ekonomistów w dalszym ciągu nie ma konsensusu w kwestii, jak oba zjawiska wpływają na siebie, w szczególności czy zachodzi pomiędzy nimi efekt synergii czy też są one w pewnym sensie względem siebie konkurencyjne (*trade off*)<sup>36</sup>. Przyjmując, że stabilność finansowa i monetarna są względem siebie komplementarne, można byłoby stwierdzić, że polityka pieniężna nie tylko wspomaga osiągnięcie stabilności cenowej, ale również wzmacnia stabilność finansową. W przypadku założenia wymienności pomiędzy stabilnością cenową i finansową, znacznie trudniej wyjaśnić wzajemny wpływ obu tych dóbr.

Poglądy ekonomistów, badających relacje pomiędzy stabilnością monetarną i finansową, można podzielić na dwa nurty, a mianowicie na nurt konwencjonalny (tradycyjny) oraz określany w literaturze jako hipoteza *new environment*<sup>37</sup>.

Przedstawiciele nurtu konwencjonalnego uznają komplementarność celów polegających na zapewnieniu stabilności monetarnej i finansowej. U podstaw ich poglądów leży przekonanie, że inflacja jest podstawowym czynnikiem przyczyniającym się do niestabilności finansowej. Wysoka inflacja, a także jej duża zmienność, powoduje bowiem wzrost prawdopodobieństwa błędnego szacowania przyszłych dochodów, pogłębia problem asymetrii informacji pomiędzy uczestnikami rynku, a także powoduje zakłócenia polegające na przesunięciu korzyści od kredytodawców do kredytobiorców na skutek spadku wartości pieniądza. Okresy boomu gospodarczego, któremu towarzyszy wysoka inflacja stwarzają

<sup>33</sup> Pojęcia te zostaną wyjaśnione w dalszej części rozdziału.

<sup>34</sup> F. Mishkin, op. cit., s. 62.

<sup>35</sup> A.G. Herrero, P. del Rio, op. cit., s. 6.

<sup>36</sup> Ibidem, s. 3.

<sup>37</sup> O. Szczepańska, op. cit., s. 76.

sprzyjające okoliczności dla gospodarczego przeinwestowania i narastania baniek w wycenie aktywów finansowych. Nadmiar płynności zapewnianej przez banki centralne jest jednym z kluczowych czynników odpowiedzialnych za stosowanie przez banki zbyt łagodnych standardów kredytowych. Nadmierny w stosunku do możliwości gospodarki realnej wzrost kredytu w gospodarce może stać się źródłem niestabilności. Dlatego też zdaniem zwolenników nurtu konwencjonalnego stabilne ceny i polityka pieniężna skoncentrowana na realizacji wyznaczonego celu monetarnego odgrywają kluczową rolę w utrzymaniu stabilności finansowej<sup>38</sup>.

Najbardziej zagorzali zwolennicy tego poglądu, np. Schwartz, uważają, że stabilność cenowa jest warunkiem koniecznym i niemalże wystarczającym do zachowania stabilności finansowej. Bank centralny, realizując wiarygodną i konsekwentną politykę monetarną, pozwalającą na utrzymanie inflacji w ryzach, jest zatem gwarantem stabilności systemu finansowego. Pozytywnym efektem ubocznym prawidłowo prowadzonej polityki pieniężnej, zorientowanej na utrzymanie stabilności monetarnej, jest bowiem obniżenie prawdopodobieństwa niestabilności finansowej<sup>39</sup>.

Zdecydowana większość ekonomistów nurtu tradycyjnego wyraża jednak pogląd, że stabilność cen nie jest bezwzględnym gwarantem stabilności systemu finansowego, choć z pewnością stanowi czynnik sprzyjający jego utrzymaniu, co wynika z faktu, iż stabilność monetarna i finansowa są dobrami wzajemnie się wzmacniającymi. Pogląd ten znajduje potwierdzenie w doświadczeniach wielu kryzysów finansowych, spowodowanych znaczącymi zmianami w poziomie cen, jako że większość kryzysów bankowych miała miejsce podczas recesji poprzedzonych okresem wysokiej inflacji. Z drugiej strony jednak historia gospodarcza zna wiele przypadków kryzysów, które miały miejsce w warunkach stabilności cenowej, np. w Stanach Zjednoczonych w latach 20-tych i 90-tych XX w., a także w Japonii w latach 80-tych XX w. Przykładem zaburzenia stabilności systemu finansowego w warunkach relatywnie niskiej i stabilnej inflacji jest również globalny kryzys finansowy zapoczątkowany w 2007 r. załamaniem na rynku amerykańskich kredytów hipotecznych. Przykłady te stanowią potwierdzenie tezy, że stabilność monetarna nie warunkuje w sposób automatyczny stabilności finansowej<sup>40</sup>, co stanowi istotny argument na rzecz oddziaływania banków centralnych na stabilność finansową również w warunkach niskiej inflacji. Przedstawiciele nurtu tradycyjnego podkreślają jednak, iż ewentualne nadanie stabilności

---

<sup>38</sup> O. Issing, *Monetary and financial stability: is there a trade-off?*, w: *Monetary stability, financial stability and the business cycle: five views*, BIS Papers No 18, Monetary and Economic Department, September 2003, s. 17.

<sup>39</sup> Ibidem, s. 17.

<sup>40</sup> Ibidem, s. 17.

finansowej priorytetu w hierarchii celów realizowanych przez bank centralny powinno odbywać się z dużą ostrożnością i mieć charakter nadzwyczajny i krótkotrwały.

Większość zwolenników nurtu konwencjonalnego nie dostrzega większych sprzeczności pomiędzy realizacją celu stabilności monetarnej i finansowej. Zdaniem Padoa-Schioppa'y źródłem potencjalnego konfliktu pomiędzy stabilnością cenową i finansową mogą być okoliczności, które zmuszą politykę monetarną do utrzymania stabilności cen ze szkodą dla systemu finansowego. Okoliczności takie zaistnieją również, gdy nadrzędność celów polityki pieniężnej powstrzyma banki centralne od przeciwdziałania niestabilności finansowej<sup>41</sup>.

Wśród argumentów na rzecz konfliktu pomiędzy jednoczesną realizacją celu w postaci stabilności monetarnej i finansowej, wiele odnosi się do polityki stóp procentowych. Ostre zmiany poziomu krótkoterminowych stóp procentowych mogą spowodować zwiększenie niepewności na rynkach finansowych. Restrykcyjna polityka pieniężna banku centralnego przyczynia się do pogorszenia kondycji finansowej przedsiębiorstw, a w następstwie ich zdolności do spłaty zaciągniętych zobowiązań, negatywnie oddziałując na bilanse banków. W okresach kryzysu na rynku kredytowym pogorszenie sytuacji finansowej banków skutkuje obniżeniem dostępności kredytów i zwiększeniem restrykcyjności warunków ich pozyskania (*credit crunch*). Tego rodzaju negatywne konsekwencje są najbardziej dotkliwe, gdy reakcja polityki pieniężnej jest opóźniona i zbyt intensywna (*too much, too late*). Wzrost ryzyka kredytowego skutkować może pogorszeniem jakości portfela kredytowego banków, grożąc ich niewypłacalnością. W takiej sytuacji bank centralny, chcąc uchronić banki przed ryzykiem niewypłacalności, rozluźni stosowaną politykę pieniężną, dając priorytet stabilności finansowej<sup>42</sup>.

Ten odosobniony przypadek konfliktu interesów znalazł już rozwiązanie w praktyce. Ekonomisci zauważyli bowiem, iż problem ten nie występuje, gdy cel monetarny dotyczy średniego okresu. W krótkim okresie akceptowane są bowiem odchylenia od wyznaczonego celu inflacyjnego, podyktowane m.in. koniecznością łagodzenia napięć na rynku finansowym, które nie rzutują na realizację celu monetarnego w średnim okresie. Niebagatelne znaczenie w sytuacji pozornego konfliktu interesów ma polityka informacyjna banku centralnego i sposób jego komunikacji z otoczeniem<sup>43</sup>.

---

<sup>41</sup> T. Padoa-Schioppa, op. cit., s. 23

<sup>42</sup> P. Sinclair, *Financial stability and central banks: an introduction*, w: R. A. Brealey i in., *Financial Stability and Central Banks. A global perspective*, Routledge, London and New York, 2007, s. 13-14.

<sup>43</sup> O. Szczepańska, op. cit., s. 79.

W ostatnich latach wśród ekonomistów rozwinął się nowy nurt badań dotyczących wzajemnych relacji pomiędzy stabilnością monetarną i finansową, wskazujący, że osiągnięcie niskiej inflacji stworzyło „nowe środowisko” (*new environment*), wymagające rewizji dotychczasowych poglądów. Impulsem do rozwoju tego nurtu badań było słynne wystąpienie Prezesa Systemu Rezerwy Federalnej na posiedzeniu Komitetu Operacji Otwartego Rynku w dniu 13 listopada 1996 r., podczas którego skierował on uwagę ekonomistów na irracjonalny entuzjizm uczestników rynku (*irrational exuberance*) towarzyszący dynamicznemu rozwojowi gospodarczemu w warunkach stabilnych cen<sup>44</sup>. Zdaniem przedstawicieli nowego nurtu badań sukcesy banku centralnego w utrzymywaniu niskiego poziomu inflacji mogą spowodować zbyt optymistyczne spojrzenie społeczeństwa na przyszły rozwój ekonomiczny. Fałszywe poczucie bezpieczeństwa przyczynić się może do nieprawidłowej wyceny aktywów, czyniąc system finansowy bardziej podatnym na wstrząsy. Jedną z sugerowanych przyczyn takiego zjawiska jest fakt, że presja inflacyjna nie zawsze znajduje odzwierciedlenie w wyższej inflacji. Zwolennicy nurtu *new environment* argumentują, iż koncentracja banku centralnego wyłącznie na stabilności cen konsumpcyjnych jest niewystarczająca. Przedmiotem bezpośredniej uwagi banku centralnego winny być również nierównowagi finansowe, a w szczególności zmiany cen aktywów. Polityka pieniężna powinna dążyć do unikania lub przynajmniej opóźniania procesu tworzenia się nierównowag finansowych, a w przypadku niepowodzenia na tym polu, łagodzić negatywne skutki ich powstania<sup>45</sup>.

Choć zdaniem zwolenników nurtu *new environment* niska inflacja może przyczyniać się do niestabilności finansowej, są oni dalecy od formułowania postulatu, aby banki centralne celowo dążyły do wzrostu inflacji lub zwiększenia jej zmienności<sup>46</sup>. Można zatem stwierdzić, iż nurt *new environment* nie obala poglądów nurtu konwencjonalnego głoszącego, że stabilność cenowa sprzyja stabilności finansowej.

Reasumując poglądy teoretyków oraz praktyków bankowości centralnej można stwierdzić, że zapewnienie niskiego poziomu inflacji, a także dbałość o sprawne działanie systemu płatniczego są warunkiem koniecznym, choć niewystarczającym, prawidłowego funkcjonowania systemu finansowego. Skuteczność polityki pieniężnej jest natomiast

---

<sup>44</sup> A. Greenspan, *The Challenge of Central Banking in a Democratic Society*, Remarks by Chairman Alan Greenspan at the Annual Dinner and Francis Boyer Lecture of The American Enterprise Institute for Public Policy Research, Washington, D.C., December 5, 1996, [www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/1996/19961205.htm](http://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/1996/19961205.htm) [data dostępu 9.10.2011].

<sup>45</sup> O. Szczepańska, op. cit., s. 80.

<sup>46</sup> O. Issing, op. cit., s. 20.

uwarunkowana stabilnie funkcjonującym systemem finansowym, ponieważ jego prawidłowe działanie jest niezbędne do efektywnej transmisji impulsów monetarnych.

#### **1.4. Stabilność finansowa jako cel polityki publicznej**

Stabilność finansowa jest dobrem publicznym, dlatego też wymaga czynnego zaangażowania państwa, tym niemniej należy pamiętać, że nadmiar jego obecności zaburza reguły wolnego rynku. Stworzone przez państwo mechanizmy gwarancyjne i stabilizacyjne, których koszt ponoszony jest przez podmioty nadzorowane, powinny być adekwatne do skali i sposobu działania systemu finansowego, zapewniając mu skuteczną ochronę bez sięgania do pieniędzy publicznych<sup>47</sup>. Choć w gospodarce rynkowej efektywność ekonomiczna osiągnięta jest najlepiej w warunkach wolnej konkurencji, gdy interwencja państwa ograniczona jest do minimum, w określonych obszarach, do których zaliczyć należy między innymi system finansowy, istnieją sytuacje i uwarunkowania, które zakłócają skuteczne działanie mechanizmów rynkowych. Cechą charakterystyczną systemu finansowego jest możliwość wystąpienia tzw. niedoskonałości rynku (*market imperfections*) oraz efektów zewnętrznych (*externalities*), których negatywny wpływ na aktywność gospodarczą uzasadnia potrzebę interwencji państwa. Prowadzone w ostatnich latach badania ekonomiczne doprowadziły do zidentyfikowania szeregu niedoskonałości rynku, takich jak pokusa nadużycia (*moral hazard*) i selekcja negatywna (*adverse selection*), które, będąc przejawem asymetrii informacyjnej, skutkować mogą m.in. paniką na rynku, szturmami na banki (*bank runs*), bąblami cenowymi aktywów (*asset price bubbles*), nadużywaniem dźwigni finansowej i nieodpowiednim zarządzaniem ryzykiem.

Kluczową przeszkodą w efektywnym funkcjonowaniu systemu finansowego jest asymetria informacji (*asymmetric information*), po części naturalna, a po części świadomie wywoływana przez niektórych uczestników rynku. Określa ona sytuację, w której jedna strona umowy finansowej dysponuje dokładniejszą informacją niż strona przeciwna. Przykładem typowej asymetrii informacji jest różnica w dostępie do danych pomiędzy bankiem komercyjnym a firmą ubiegającą się o kredyt. Kredytobiorca zazwyczaj dysponuje dużo lepszą informacją na temat potencjalnych zysków oraz ryzyka związanego z planowaną inwestycją niż podmiot udzielający kredytu. Bezpośrednią konsekwencją asymetrii informacji są dwa inne negatywne zjawiska utrudniające efektywne działanie systemu finansowego, a mianowicie selekcja negatywna oraz pokusa nadużycia.

---

<sup>47</sup> S. Kluza, *Unia bankowa? Oj, to może być ryzykowne*, Gazeta Wyborcza nr 213 z 12 września 2012 r., s. 24.

Selekcja negatywna oznacza sytuację, w której podmioty lepiej poinformowane, ale odznaczające się mniejszą wiarygodnością kredytową, wypierają z rynku innych uczestników, uniemożliwiając zawarcie optymalnych transakcji. Przejawem negatywnej selekcji jest wzmożona aktywność podmiotów o niskiej wiarygodności kredytowej, którzy sprawiają wrażenie solidnych kredytobiorców<sup>48</sup>. Selekcja negatywna ma miejsce zanim dojdzie do zawarcia transakcji, bowiem inwestycje obarczone największym ryzykiem najaktywniej poszukują finansowania zewnętrznego, co wynika ze świadomości potencjalnych kredytobiorców o możliwych trudnościach w spłacie zaciągniętego zobowiązania<sup>49</sup>. W sytuacji wysokich realnych stóp procentowych wiarygodne podmioty częściej rezygnują z finansowania, a o kredyty ubiegają się jedynie te firmy, które planują realizację wysoce ryzykownych projektów inwestycyjnych, obarczonych dużym prawdopodobieństwem bankructwa<sup>50</sup>. Wraz ze wzrostem ceny pieniądza, wyrażonej przez stopy procentowe, powinna rosnąć podaż kredytów, których banki gotowe są udzielać. Obawiając się o powodzenie potencjalnych inwestycji, banki nie są jednak skłonne pożyczać. Postępując zgodnie z mechanizmem selekcji negatywnej, odrzucają wszystkie projekty biznesowe, również te, które miałyby szansę powodzenia<sup>51</sup>. Problem ten został po raz pierwszy dostrzeżony przez Akerlofa (*lemons problem*). W celu zminimalizowania problemu selekcji negatywnej konieczne jest, aby pożyczkodawcy posiadali umiejętność odróżniania złego i dobrego ryzyka.

Skutkiem negatywnej selekcji jest pokusa nadużycia, ujawniająca się wówczas, gdy priorytetami instytucji finansującej i finansowanej przestaje być naturalna awersja do ryzyka, obawa przed wysokimi kosztami obsługi zadłużenia, a także odpowiedzialność za zaciągnięte zobowiązania i podjęte decyzje<sup>52</sup>. Pokusa nadużycia jest pojęciem wywodzącym się z dziedziny ubezpieczeń, służącym do wyjaśnienia sytuacji, w której ubezpieczony po zawarciu umowy ubezpieczenia mniej troszczy się o uniknięcie szkody objętej ubezpieczeniem. W bankowości pojęcie to odnosi się do podejmowania ryzyka (poprzez zwiększenie dźwigni finansowej lub inwestycję w ryzykowne aktywa) na koszt instytucji wchodzących w skład sieci bezpieczeństwa publicznego. Świadomość ochrony wiarygodności sprawia, że racjonalne dotychczas zachowania, stają się świadomie ryzykowne. Pokusa

---

<sup>48</sup> P. Niedziółka, *Pokusa nadużycia w działalności kredytowej banków a stabilność finansowa*, Bank i Kredyt listopad 2008, s. 20.

<sup>49</sup> F. S. Mishkin, op. cit., s. 56.

<sup>50</sup> F. S. Mishkin, *Preventing Financial Crises: an International Perspective*, Working Paper No 636, National Bureau of Economic Research, Cambridge 1994, s. 10.

<sup>51</sup> H. Żywiecka, *Przyczyny i mechanizmy kryzysów walutowych ze szczególnym uwzględnieniem znaczenia międzynarodowych przepływów kapitału*, Materiały i Studia nr 145, NBP, Warszawa 2002, s. 35.

<sup>52</sup> P. Niedziółka, op. cit., s. 19.



nadużycia pojawia się po zawarciu transakcji i polega na obciążaniu pożyczkodawcy ryzykiem, będącym efektem zaangażowania się pożyczkobiorcy w przedsięwzięcia obarczone ponadprzeciętnym ryzykiem, wykraczającym poza profil ryzyka charakterystyczny dla danego typu instytucji i (lub) przedsięwzięcia, co znacznie obniża prawdopodobieństwo spłaty zaciągniętego zobowiązania. Innymi słowy pożyczkobiorca, angażując się w ryzykowne projekty o potencjalnie wysokiej stopie zwrotu, lecz niskim prawdopodobieństwie powodzenia, naraża pożyczkodawcę na poniesienie straty. Immanentną cechą pokusy nadużycia jest dążenie pożyczkobiorcy do wykorzystania pożyczonych środków na własne cele, dzięki czemu może unikać pracy, względnie inwestuje pozyskane fundusze w projekty nieprzynoszące dochodu, lecz podnoszące jego pozycję i status. Konflikt interesów pomiędzy stronami umowy, wynikający ze zjawiska pokusy nadużycia powoduje, iż wielu pożyczkodawców powstrzymuje się od udzielania pożyczek, w efekcie czego pożyczki i inwestycje spadają poniżej poziomu optymalnego. Katalizatorem pokusy nadużycia w skali makro są pewne uwarunkowania rynkowe, do których zalicza się m.in. nadpłynność sektora bankowego, prowadzącą do liberalizacji polityki kredytowej oraz ustalania cen na poziomie nieodpowiadającym wielkości ponoszonego ryzyka. Pokusie nadużycia sprzyjają również uregulowania prawne na rynku instrumentów pochodnych sprzyjające transferowi ryzyka kredytowego<sup>53</sup>. W celu zminimalizowania niekorzystnego zjawiska hazardu moralnego konieczne jest nałożenie na pożyczkobiorców restrykcji, nakazujących im powstrzymywanie się od udziału w przedsięwzięciach obniżających prawdopodobieństwo spłaty kredytu. Wymaga to od pożyczkodawców stałego monitoringu działalności pożyczkobiorców w celu dostrzeżenia przypadków naruszenia nałożonych ograniczeń<sup>54</sup>.

Kolejną przeszkodą utrudniającą właściwe funkcjonowanie systemu finansowego jest zjawisko określane w literaturze jako problem „gapowicza” (*free rider problem*). Uczestnicy rynku, którzy nie ponieśli nakładów związanych z pozyskaniem informacji, mogą odnieść korzyść z informacji, które pozyskali inni. Problem ten jest szczególnie widoczny na rynku papierów wartościowych. Inwestorzy, którzy znaleźli się w posiadaniu informacji o niedoszacowaniu ceny określonych papierów wartościowych, dokonują ich zakupu. Inni uczestnicy rynku, którzy nie dysponują taką informacją, mogą zawrzeć identyczną transakcję, co dobrze poinformowani inwestorzy. Zwiększony popyt na dane papiery wartościowe

---

<sup>53</sup> Ibidem, s. 26.

<sup>54</sup> F. S. Mishkin, *The Causes and Propagation ...*, op. cit., s. 56.

spowoduje wzrost ich ceny, obniżając zyski uczestników rynku, którzy zadali sobie trud, aby informację pozyskać<sup>55</sup>.

System finansowy narażony jest również na ryzyko systemowe, definiowane jako niebezpieczeństwo wystąpienia zdarzenia, powodującego stratę lub załamanie w całym systemie finansowym, którego skutki odczuwane są w sferze gospodarki realnej. Epizody wywołane przez ryzyko systemowe mogą być nagłe i niespodziewane, lub też prawdopodobieństwo ich wystąpienia może narastać w czasie w związku z brakiem właściwej odpowiedzi ze strony polityki makroostrożnościowej. Ryzyko systemowe najczęściej narasta w wyniku zakłóceń w systemie płatniczym, bądź przepływie kredytu, oraz w związku ze spadkiem cen aktywów<sup>56</sup>. Podatność instytucji finansowych na ryzyko systemowe wynika z różnorodnych uwarunkowań, do których zalicza się m.in. strukturę ich bilansów oraz stopień wykorzystania dźwigni finansowej. Szczególną podatność na kryzysy finansowe wykazuje system bankowy, co wynika z samej natury banków, które dokonują transformacji krótkoterminowych zobowiązań w nie płynne długoterminowe kredyty. Rozbieżność terminów zapadalności pomiędzy depozytami i kredytami czyni banki komercyjne wrażliwymi na ewentualny „run” (szturm) ze strony deponentów, którego celem jest wycofanie gotówki.

Utrzymanie stabilności finansowej jest działaniem wielowymiarowym, wymagającym zaangażowania instytucji zarówno publicznych, jak i prywatnych. Zespół instytucji i regulacji mający na celu ochronę systemu finansowego określa się mianem sieci bezpieczeństwa finansowego (*safety net*), w skład której wchodzi takie podmioty publiczne jak: rządy, banki centralne, instytucje nadzoru finansowego oraz systemy gwarantowania depozytów (por. tabela 1.3.). Celem sieci bezpieczeństwa finansowego jest ochrona i utrzymanie zaufania do całego systemu finansowego, dzięki stosowaniu działań dyskrecjonalnych służących wspieraniu wszystkich banków i instytucji finansowych. Instytucje wchodzące w skład sieci bezpieczeństwa zostały powołane do wczesnego korygowania nierównowag finansowych spowodowanych istnieniem immanentnych usterek rynków finansowych występujących w rozmaitych obszarach. Nieprawidłowe rozpoznanie procesów prowadzących do powstania nierównowag, a także brak odpowiednio wczesnej reakcji, doprowadzić może do załamania systemu finansowego, skutkującego poważnymi konsekwencjami dla gospodarki realnej. Sytuacja taka może być wynikiem błędów pojedynczych instytucji, bądź też całej sieci bezpieczeństwa finansowego, na skutek jej wadliwego kształtu lub wadliwych zasad

---

<sup>55</sup> Ibidem, s. 56.

<sup>56</sup> G. J. Schinasi, *Understanding Financial Stability...*, op. cit., s. 21-22.

działania. Nie istnieje uniwersalny model sieci bezpieczeństwa finansowego możliwy do zastosowania w dowolnych warunkach, bowiem każdy system finansowy charakteryzuje się odmiennym stopniem rozwoju i indywidualnymi uwarunkowaniami<sup>57</sup>.

**Tabela 1.3. Podział funkcji w sieci bezpieczeństwa finansowego**

| <b>Etap</b>                  | <b>Instrumenty</b>                 | <b>Nadzór finansowy</b> | <b>Bank centralny</b> | <b>System gwarantowania depozytów</b> | <b>Rząd</b> |
|------------------------------|------------------------------------|-------------------------|-----------------------|---------------------------------------|-------------|
| <b>Zapobieganie kryzysom</b> | regulacje                          | TAK                     |                       |                                       | TAK         |
|                              | kontrola                           | TAK                     |                       |                                       | TAK         |
|                              | sankcje                            | TAK                     |                       |                                       |             |
|                              | bezpieczeństwo systemu płatniczego |                         | TAK                   |                                       |             |
|                              | analiza makroostrożnościowa        |                         | TAK                   |                                       |             |
| <b>Zarządzanie kryzysem</b>  | pożyczkodawca ostatniej instancji  |                         | TAK                   |                                       |             |
|                              | programy naprawcze                 | TAK                     |                       | TAK                                   |             |
|                              | wypłata gwarantowanych depozytów   |                         |                       | TAK                                   |             |
|                              | pomoc publiczna                    |                         |                       |                                       | TAK         |

Zródło: O. Szczepańska, op. cit., s. 62.

### **1.5. Rola banków centralnych w utrzymywaniu stabilności finansowej**

Celem niniejszej pracy jest analiza i ocena działań banków centralnych w warunkach kryzysu finansowego, zatem w dalszej części rozdziału autorka koncentruje się wyłącznie na zadaniach realizowanych przez władze monetarne, pomijając kompetencje pozostałych członków sieci bezpieczeństwa finansowego.

Banki centralne są instytucjami o najdłuższej tradycji działań na rzecz wspierania stabilności systemu finansowego. Zaangażowanie władz monetarnych w tym zakresie miało swój początek wraz z rozpoczęciem emisji pieniądza papierowego (banknotów), który zastąpił wcześniejszy pieniądz kruszcowy. Wraz ze wzrostem udziału depozytów bankowych w całkowitej podaży pieniądza, nastąpiło wzmocnienie roli banku centralnego w stabilizowaniu systemu finansowego. W Europie model banku centralnego jako jedynego emitenta prawnie obowiązującej waluty został zaadoptowany już w XIX wieku. W Stanach Zjednoczonych proces ten trwał nieco dłużej, ponieważ w obiegu znajdowały się setki walut wyemitowanych przez różnorodne banki komercyjne. Waluty te miały zróżnicowaną wartość, uzależnioną od wiarygodności kredytowej ich emitenta, a także wzajemne kursy wymiany. Wraz z utworzeniem w 1913 r. Systemu Rezerwy Federalnej, ustanowiony został publiczny

<sup>57</sup> J. Osiński, op. cit., s. 71.

monopol emisji obowiązującej waluty, co skutkowało zaangażowaniem banku centralnego w ochronę stabilności pieniądza i całego systemu finansowego. Ukrócone zostały tym samym praktyki nastawionych na osiągnięcie zysku banków komercyjnych, które nagminnie drukowały więcej pieniędzy niż by to wynikało z utrzymywanych zasobów złota i srebra oraz depozytów papierów rządowych, prowadząc do nadużycia zaufania publicznego, a w następstwie kryzysów finansowych. Zwiększenie stabilności finansowej w celu wytworzenia zaufania publicznego do waluty, która sama w sobie nie posiadała żadnej wartości wewnętrznej, było istotnym argumentem na rzecz powierzenia tego zadania bankom centralnym, które jako jedyne były w stanie zapewnić odpowiedni poziom płynności systemowi bankowemu<sup>58</sup>.

Połączenie monopolu banku centralnego w zakresie emisji pieniądza gotówkowego oraz udziału banków komercyjnych w procesie kreacji pieniądza bezgotówkowego spowodowało dalsze zwiększenie zaangażowania banków centralnych w ochronę stabilności systemu finansowego, co wynikało z dwóch przesłanek. Po pierwsze banki centralne stały się bankami banków, ułatwiając rozliczenia międzybankowe poprzez redyskonto aktywów banków komercyjnych oraz gromadzenie rezerw. W celu uniknięcia konfliktu interesów banki centralne stopniowo rezygnowały z obsługi instytucji niebędących bankami. Po drugie, wraz ze wzrostem udziału pieniądza emitowanego przez banki komercyjne w całkowitej wielkości podaży pieniądza, jego wartość ponownie została uzależniona od wiarygodności banków komercyjnych. W takich okolicznościach troska banku centralnego o właściwe funkcjonowanie i stabilność systemu bankowego wynikała z potrzeby zapewnienia stabilnego środka płatniczego, jednostki rozrachunkowej oraz środka tezauryzacji. Zadanie to wymagało niekiedy zaangażowania banku centralnego w roli kredytodawcy ostatniej instancji, w sytuacji gdy banki komercyjne odczuwały napięcia spowodowane niedoborami płynności.

W połowie ubiegłego wieku, tj. w czasach, kiedy waluty wielu krajów powiązane były jeszcze ze złotem (System z Bretton Woods<sup>59</sup>), polityka pieniężna większości banków centralnych nakierowana była na osiągnięcie niskiej inflacji oraz wysokiego zatrudnienia, przy czym istniała gotowość poświęcenia celu pierwszego na rzecz redukcji stopy bezrobocia. Większość banków centralnych kontrolowana była wówczas przez ministerstwa skarbu, które *de facto* decydowały o kształcie prowadzonej polityki pieniężnej. Zdecydowana większość banków centralnych odpowiadała za nadzór bankowy. Kryzysy bankowe zasadniczo nie

---

<sup>58</sup> T. Padoa-Schioppa, op. cit., s. 4-5.

<sup>59</sup> por. *Współczesny pieniądz w teorii i praktyce*, red. Z. Knakiewicz, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Poznaniu, Poznań 2006, s. 215-237.

występowały, tym niemniej banki centralne były gotowe do zapewnienia bankom komercyjnym wysokiej płynności, a nawet wsparcia kapitałowego. W takim otoczeniu ekonomicznym dbałość banków centralnych o zapewnienie stabilności finansowej uznawano za rzecz zupełnie oczywistą i naturalną. Polityka pieniężna, utrzymywanie stabilności finansowej oraz nadzór bankowy stanowiły kombinację działań wzajemnie ze sobą powiązanych i współzależnych. Wraz z upadkiem systemu waluty powiązanej ze złotem, banki centralne zyskały niezależność i podjęły się realizacji misji utrzymywania stabilności cen. Stopniowo coraz więcej banków centralnych przekazywało kompetencje nadzoru bankowego w ręce odrębnych instytucji. Zmiany te wywołały wątpliwość czy stabilność finansowa w dalszym ciągu znajduje się wśród statutowych zadań współczesnego banku centralnego. Wątpliwości te potęgowane były przez zwolenników poglądu, że banki centralne nie powinny brać na siebie odpowiedzialności za utrzymywanie stabilności finansowej, których nie brak zarówno wśród przedstawicieli nauki, jak i praktyków życia gospodarczego<sup>60</sup>.

Analizując ewolucję zaangażowania banków centralnych w ochronę stabilności finansowej można zatem stwierdzić, iż zainteresowanie tym problemem ze strony władz monetarnych jest uwarunkowane historycznie, niejako naturalne i stanowi integralny składnik roli banku centralnego jako banku banków. W ostatnim okresie wiele banków centralnych zostało formalnie zobligowanych do dbałości o stabilność finansową, co znalazło odzwierciedlenie w ich statutach. Tym niemniej jednak nawet te banki, które nie mają wyraźnego wskazania w aktach prawnych do ponoszenia tego rodzaju odpowiedzialności, postrzegają ochronę stabilności finansowej oraz stabilności systemu płatniczego i rozliczeniowego jako jeden ze swoich kluczowych obowiązków<sup>61</sup>.

Trudności w dokładnym zdefiniowaniu roli banku centralnego w obszarze stabilizowania systemu finansowego wynikają z braku jasno wyznaczonych ram operacyjnych i analitycznych pojęcia stabilności finansowej, w przeciwieństwie do zarówno polityki pieniężnej, jak i nadzoru ostrożnościowego. Polityka pieniężna doczekała się bogatego dorobku badań akademickich, a jej ramy operacyjne, cele i wachlarz instrumentów są jasno sprecyzowane. Nadzór ostrożnościowy, choć przez lata pomijany w badaniach naukowych, posiada bogaty dorobek wypracowany przez praktyków oraz ekspertów z dziedziny prawa<sup>62</sup>. Zasadniczym problemem w określeniu roli władz monetarnych w ochronie i przywracaniu

---

<sup>60</sup> T. Padoa-Schioppa, op. cit., s. 2-3.

<sup>61</sup> Ibidem, s. 19

<sup>62</sup> Ibidem, s. 20.

stabilności finansowej są trudności w jej wyrażeniu za pomocą wskaźnika makroekonomicznego, którego poziom mógłby zostać objęty monitoringiem, świadcząc o spełnieniu celu bądź też trudnościach w jego realizacji. Kolejnym problemem jest rozdrobnienie odpowiedzialności za stabilność finansową, która jest przedmiotem zainteresowania wielu instytucji funkcjonujących w ramach sieci bezpieczeństwa finansowego.

Oprócz uwarunkowań historycznych, zainteresowanie banków centralnych osiągnięciem stabilności finansowej wynika również z pełnionej przez nie funkcji nadzorczej nad bezpieczeństwem i efektywnością systemu płatniczego, będącego jednym z ważniejszych elementów infrastruktury rynków finansowych, warunkującego sprawne funkcjonowanie systemu finansowego jako całości. Obowiązek oddziaływania na rzecz zapewnienia bezpieczeństwa systemu płatniczego potwierdzony bywa często stosownym zapisem w ustawie o banku centralnym. Niekiedy bywa on interpretowany szerzej, jako pośredni wkład banku centralnego w działania na rzecz stabilności całego systemu finansowego. Realizując zadania w tym zakresie banki centralne pełnią w systemie płatniczym trzy podstawowe funkcje<sup>63</sup>:

- regulacyjną - jako podmiot wydający szczegółowe regulacje w dziedzinie systemu płatniczego,
- nadzorczą nad systemami płatniczymi – mającą na celu minimalizację ryzyka systemowego oraz poprawę bezpieczeństwa i efektywności poszczególnych systemów płatności poprzez zapewnienie ich zgodności z międzynarodowymi standardami bezpieczeństwa,
- operacyjną - jako właściciel i administrator systemów rozrachunkowych;

Zaangażowanie banków centralnych na polu ochrony stabilności systemu finansowego wynika wreszcie z ich dążenia do jak najlepszego wywiązania się z nadrzędnego zadania, jakim jest utrzymanie inflacji w granicach założonego celu. Stabilność finansowa warunkuje prawidłowe i przewidywalne funkcjonowanie mechanizmu transmisji impulsów monetarnych – kluczowego dla prowadzenia skutecznej polityki pieniężnej. Ze względu na fakt, że polityka ta prowadzona jest głównie za pośrednictwem operacji na rynkach finansowych, jej skuteczność uzależniona jest od prawidłowego funkcjonowania kluczowych instytucji finansowych i rynków.

---

<sup>63</sup> O. Szczepańska i in. *Instytucjonalne uwarunkowania stabilności finansowej na przykładzie wybranych krajów*, Materiały i Studia, Zeszyt nr 173, Warszawa, kwiecień 2004 r., s. 9.

Porównanie warunków prowadzenia polityki publicznej w zakresie utrzymania stabilności monetarnej oraz stabilności finansowej wskazuje na dużo większe trudności w odniesieniu do dbałości o utrzymanie stabilności finansowej (tabela 1.4.).

**Tabela 1.4. Charakterystyka obszarów polityki publicznej w zakresie stabilności cenowej i stabilności finansowej**

| Wyszczególnienie  | Polityka utrzymywania stabilności cen | Polityka utrzymywania stabilności finansowej  |
|---|---------------------------------------|---|
| Definicja obszaru problemowego/zjawiska                     | precyzyjna                            | wielowymiarowa  |
| Pomiar zjawiska   | dobry                                 | trudny  |
| Definicja celu operacyjnego                                 | precyzyjny i liczbowo określony       | wiele możliwych definicji, głównie jakościowych   |
| Identyfikacja instrumentów polityki                         | precyzyjna                            | niejasna, wiele instrumentów o zróżnicowanym charakterze  |
| Horyzont oddziaływania instrumentów                         | zdefiniowany                          | wieloraki   |
| Identyfikacja instytucji odpowiedzialnej za realizację celu | precyzyjna (bank centralny)           | wielość instytucji (bank centralny, instytucje nadzorcze, rząd itp.) o różnych celach i kompetencjach |

Zródło: J. Osiński, op. cit., s. 71.

Funkcja banku centralnego polegająca na utrzymywaniu inflacji na założonym poziomie, przyrównywana jest niekiedy do zawodu piekarza, na którego usługi występuje stałe zapotrzebowanie. Stopy procentowe muszą być bowiem ustalane regularnie, nawet wówczas, gdy polega to na ich utrzymaniu na wcześniejszym poziomie. Dla kontrastu eksperci w dziedzinie utrzymywania stabilności finansowej pełnią rolę strażaka, którego praca sprowadza się do działania w nagłych i ekstremalnych okolicznościach. Bank centralny w roli strażaka zajmuje się nadzorem, projektowaniem systemu płatniczego oraz ustalaniem minimalnych wymogów kapitałowych. Choć monitoring systemu bankowego musi odbywać się w trybie ciągłym, interwencje przeprowadzane są wyłącznie w szczególnie alarmujących okolicznościach<sup>64</sup>.

Wśród ekonomistów coraz częściej pada pytanie, czy dbałość o stabilność finansową powinna być jasno sprecyzowanym mandatem banków centralnych, występującym obok innych celów, takich jak stabilność cen oraz zrównoważony wzrost ekonomiczny. Zdaniem wielu ekonomistów, np. Fergusona, stabilność finansowa, nawet w sytuacji braku prawnego usankcjonowania, należy do kluczowych celów polityki pieniężnej banków centralnych na świecie, również tych, które postrzegane są jako skoncentrowane na celu inflacyjnym. Rozstrzygnięcia wymaga jednak kwestia, jaką wagę należy przypisać dbałości o stabilność

<sup>64</sup> P. Sinclair, op. cit., s. 15-16.

finansową w porównaniu z innymi celami banku centralnego. Innymi słowy należy zatem określić, jak wielką aktywnością na tym polu powinien odznaczać się bank centralny<sup>65</sup>.

Władze monetarne coraz częściej uczestniczą w zarządzaniu sytuacją kryzysową, co odbywa się głównie poprzez realizację funkcji pożyczkodawcy ostatniej instancji (*Lender of Last Resort*). Dyskrecjonalne zasilenie w płynność pojedynczych banków lub całego systemu finansowego, określane bywa również mianem awaryjnego wsparcia płynnościowego (*Emergency Liquidity Assistance*)<sup>66</sup>. W odniesieniu do pojedynczych podmiotów oznacza ono udzielanie kredytu instytucjom finansowym odnotowującym problemy z płynnością, które nie mogą pozyskać finansowania w inny sposób<sup>67</sup>. W odniesieniu do całego systemu finansowego banki centralne, jako pożyczkodawcy ostatniej instancji, w warunkach turbulencji na rynkach finansowych, poprzez zwiększenie podaży pieniądza rezerwowego, zaspokajają zwiększony popyt na pieniądz. Stabilizujący wpływ ma nawet sama deklaracja banku centralnego, że jest w stanie zapewnić systemowi bankowemu odpowiedni poziom płynności. Bank centralny, będąc jedynym uprawnionym emitentem pieniądza gotówkowego, jest bowiem wiarygodnym źródłem płynności.

Warto zauważyć, że specyfika funkcjonowania systemu finansowego nie oznacza zasady unikania lub całkowitej eliminacji zjawiska upadłości (*no-failure regime*). Każdorazowe ratowanie zagrożonych instytucji finansowych groziłoby bowiem wystąpieniem zjawiska pokusy nadużycia, zachęcając instytucje finansowe do podejmowania zbyt dużego ryzyka, które przerzucane byłoby *de facto* na instytucje publiczne. Rynki finansowe dynamicznie się rozwijają, dlatego też zastosowanie nowoczesnych technologii, a także nieustanna konkurencja, deregulacja i globalizacja powodują, że niektóre podmioty, nawet te o dużym znaczeniu rynkowym, mogą upaść w procesie „naturalnej selekcji” lub „twórczej destrukcji”, w której bardziej efektywne modele biznesowe wypierają aktualnie istniejące. W tym kontekście niezwykle istotnym wyzwaniem dla banków centralnych jest odróżnienie, kiedy problemy poszczególnych przedsiębiorstw czy instytucji wynikają z niedoskonałości rynku lub efektów zewnętrznych, powodując konieczność interwencji, a kiedy są następstwem nieuniknionych turbulencji wynikających z normalnej dynamiki rynku<sup>68</sup>.

W tym kontekście warto przytoczyć opinię cytowanego wcześniej Webera, który zwraca uwagę, iż wspólna odpowiedzialność banków centralnych za utrzymywanie stabilności finansowej nie powinna prowadzić do błędnych wniosków nakazujących bankom

---

<sup>65</sup> R. W. Ferguson, op. cit., s. 7.

<sup>66</sup> O. Szczepańska i in. *Instytucjonalne uwarunkowania stabilności...*, op. cit., s. 10.

<sup>67</sup> <http://www.centralbanksguide.com/lender+of+last+resort/> z dnia 8.10.2011 r.

<sup>68</sup> R. W. Ferguson, op. cit., s. 8.



centralnym zbyt szybką reakcją w obliczu zawirowań na rynkach finansowych. Podmiotami w szczególności odpowiedzialnymi za zapewnienie stabilności finansowej są bowiem przede wszystkim uczestnicy rynku<sup>69</sup>.

Można nakreślić kilka możliwych scenariuszy podejścia banku centralnego: od całkowitej koncentracji na stabilności monetarnej po coraz większe zaangażowanie w kwestie ochrony i utrzymania stabilności finansowej. Wariant, w którym bank centralny skupia się niemal wyłącznie na zapewnieniu stabilnego poziomu cen, angażując się w troskę o stabilność finansową jedynie w trakcie kryzysu, rodzi obawy o właściwą reakcję na wypadek zagrożeń dla stabilności systemu finansowego, rozwijających się w okresie osłabionej presji inflacyjnej. Nieznaczna modyfikacja kształtu polityki pieniężnej, pozwalająca na interwencję ze strony banku centralnego nie tylko w sytuacji krótkoterminowej presji inflacyjnej, ale także, przynajmniej okazjonalnie, w odpowiedzi na nierównowagi finansowe, może doprowadzić do lepszej kombinacji realizacji celu w postaci stabilności monetarnej i finansowej. Zastosowanie takiego podejścia uzasadnia decyzje banku centralnego dotyczące podniesienia stóp procentowych w obliczu symptomów niestabilności finansowej, takich jak gwałtowne zwiększenie wolumenu kredytów lub szybki wzrost cen aktywów, pomimo iż z perspektywy kontroli inflacji nie byłoby to konieczne<sup>70</sup>. Banki centralne powinny zatem być przygotowane do podjęcia akcji zapobiegawczej w celu wyeliminowania niestabilności finansowej nawet wówczas, gdy taka polityka nie znajduje uzasadnienia z punktu widzenia inflacji lub wzrostu gospodarczego.

Istnieją przynajmniej trzy podstawowe kwestie decydujące o poziomie zaangażowania banków centralnych w realizację celu polegającego na zapewnieniu stabilności finansowej. Po pierwsze, należy rozstrzygnąć, jak aktywność banku centralnego na tym polu wpłynie na osiągnięcie jego pozostałych celów, w szczególności czy nie doprowadzi do obniżenia skuteczności prowadzonej polityki pieniężnej. Po drugie, należy określić, w jaki sposób polityka nacelowana na osiągnięcie i utrzymanie stabilności finansowej będzie postrzegana przez społeczeństwo oraz inwestorów, w szczególności czy nie spowoduje pokusy nadużycia. Po trzecie wreszcie należy odpowiedzieć na pytanie, czy zbyt aktywna postawa banku centralnego nie przyczyni się do nieprzewidywanych wahań zmiennych ekonomicznych<sup>71</sup>. Wszystkie poruszone kwestie są aktualne w odniesieniu

---

<sup>69</sup> A. Weber, *Financial Market Stability*, Financial Markets Group Public Lecture, FMG Review, Number 78 July 2008, s. 3.

<sup>70</sup> C. Borio and P. Lowe, *Asset prices, financial and monetary stability: exploring the nexus*, BIS Working Paper, no 114, s. 22.

<sup>71</sup> R. W. Ferguson, op. cit., s. 11.

do nadzwyczajnych działań banków centralnych w odpowiedzi na kryzys finansowy zapoczątkowany w 2007 r.

### **1.6. Uwarunkowania prawne oddziaływania banku centralnego na stabilność finansową – przegląd regulacji wybranych banków centralnych**

Większość statutów banków centralnych posiada co najmniej pośrednie odniesienie do stabilności finansowej, a niektóre z nich wskazują na stabilność finansową jako bezpośredni cel oddziaływania banku centralnego. Wśród sześciu banków centralnych objętych analizą w pracy tylko w jednym przypadku akt prawny regulujący działalność banku centralnego nie posiadał zapisu zobowiązującego władze monetarne do ochrony stabilności systemu finansowego. Tym niemniej niezależnie od formalizacji celu banki centralne angażują się we wspieranie stabilności finansowej, co wynika z ich naturalnej skłonności do monitorowania sytuacji na rynkach finansowych, związanej z koniecznością realizacji celu nadrzędnego, jakim jest stabilność monetarna.

W dalszej części rozdziału dokonany zostanie przegląd ustawodawstwa regulującego działalność banku centralnego w Stanach Zjednoczonych, Wielkiej Brytanii, strefie euro, Szwajcarii, Czechach oraz Polsce pod kątem ponoszenia odpowiedzialności za stabilność krajowego systemu finansowego.

#### **System Rezerwy Federalnej**

Celem nadrzędnym polityki pieniężnej Systemu Rezerwy Federalnej jest zapewnienie maksymalnego zatrudnienia, stabilnych cen i umiarkowanych długoterminowych stóp procentowych. Wielość celów stanowi duże wyzwanie dla władz monetarnych, bowiem w krótkim okresie prowadzić może do konfliktu interesów. Poza oddziaływaniem na poziom cen i produkcji oczekuje się, że System Rezerwy Federalnej będzie przyczyniać się również do zapewnienia stabilności finansowej i poprawy efektywności gospodarki, dzięki zapobieganiu zakłóceniom finansowym oraz ich rozprzestrzenianiu się poza sektor finansowy. Fed poprzez politykę regulacyjną w stosunku do instytucji bankowych oraz systemu płatniczego wzmacnia również odporność systemu finansowego na ryzyko systemowe, które może pogrążyć rynek akcji. W sytuacji, gdy niebezpieczne zakłócenia ulegają wzmocnieniu, System Rezerwy Federalnej może łagodzić ich wpływ na rynki finansowe i gospodarkę poprzez agresywną i otwartą politykę zapewniania płynności za pomocą operacji otwartego rynku oraz pożyczek w ramach okna dyskontowego<sup>72</sup>. Wyrazem rosnącej dbałości Systemu Rezerwy Federalnej o stabilność systemu finansowego

---

<sup>72</sup> *Monetary Policy and the Economy*, [http://www.federalreserve.gov/pf/pdf/pf\\_2.pdf](http://www.federalreserve.gov/pf/pdf/pf_2.pdf) z dnia 15.11.2011 r.

jest publikowanie począwszy od lipca 2011 r. raportu na temat stabilności systemu finansowego w Stanach Zjednoczonych.

W ustawie regulującej działalność Systemu Rezerwy Federalnej (*Federal Reserve Act*<sup>73</sup>) brak jednak bezpośrednich odniesień do stabilności finansowej jako celu realizowanej polityki pieniężnej. Art. 13 ust. 3 (*Powers of Federal Reserve*) ww. ustawy zapewnia jednak Systemowi Rezerwy Federalnej możliwość podjęcia w nadzwyczajnych i nagłych okolicznościach działań niestandardowych w stosunku do wybranych podmiotów, które mają trudności z pozyskaniem pożyczek za pośrednictwem rynku, co z pewnością sprzyja utrzymaniu stabilności finansowej.

Zdaniem niektórych ekonomistów System Rezerwy Federalnej powinien mocniej angażować się w działania mające na celu przeciwdziałanie wzrostom cen aktywów nieuzasadnionym czynnikami fundamentalnymi, w stosunku do których istnieje podejrzenie, iż są bańkami (bąblami) spekulacyjnymi (*assets bubbles*). W tym celu należałoby jednak rozszerzyć mandat amerykańskiego banku centralnego o zapisy dotyczące dbałości o stabilność finansową<sup>74</sup>. Niestandardowe działania Systemu Rezerwy Federalnej, podjęte w związku z zapoczątkowanymi w 2007 r. zakłóceniami na rynkach finansowych, daleko wykraczające poza tradycyjne operacje przy użyciu klasycznych instrumentów polityki pieniężnej, świadczą o dużym zaangażowaniu Systemu Rezerwy Federalnej w stabilizowanie systemu finansowego, pomimo braku statutowego celu w tym zakresie.

Bezpośrednim działaniem na rzecz zapewnienia stabilności finansowej w Stanach Zjednoczonych zajmuje się funkcjonująca od lipca 2010 r. Rada Nadzoru nad Stabilnością Finansową (*Financial Stability Oversight Council - FSOC*), która została powołana do życia na podstawie ustawy znanej jako *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act - Dodd-Frank Act*). Nowo powołana instytucja jest powiązana z bankiem centralnym osobą Prezesa Systemu Rezerwy Federalnej, który zasiada w Radzie FSOC z prawem głosu. Wśród trzech podstawowych zadań realizowanych przez FSOC wymienia się<sup>75</sup>:

- identyfikację ryzyk zagrażających stabilności finansowej Stanów Zjednoczonych, które mogą narastać na skutek znaczących zakłóceń finansowych lub upadłości, wynikać

---

<sup>73</sup> *Federal Reserve Act*, (ch. 6, 38 Stat. 251, enacted December 23, 1913, 12 U.S.C. ch.3), pełna nazwa: *An Act to provide for the establishment of Federal reserve banks, to furnish an elastic currency, to afford means of rediscounting commercial paper, to establish a more effective supervision of banking in the United States, and for other purposes*, <http://www.federalreserve.gov/aboutthefed/fract.htm>

<sup>74</sup> M. Labonte, *Changing the Federal Reserve's Mandate: An Economic Analysis*, February 25, 2011 Congressional Research Service, s. 1, <http://www.fas.org/sgp/crs/misc/R41656.pdf> [data dostępu 15.11.2011]

<sup>75</sup> *2011 Annual Report*, Financial Stability Oversight Council, 1500 Pennsylvania Avenue, NW Washington, D.C. 20220, [www.fsoc.gov](http://www.fsoc.gov), s. 3.

z działalności dużych, wzajemnie powiązanych holdingów bankowych lub niebankowych instytucji finansowych, lub też mogą mieć swoje źródło poza rynkiem usług finansowych,

- promowanie dyscypliny rynkowej, poprzez eliminację oczekiwań części udziałowców, kredytodawców i partnerów przedsiębiorstw, że rząd ochroni je przed stratami na wypadek bankructwa,
- odpowiadanie na rosnące zagrożenia stabilności amerykańskiego systemu finansowego.

### **Bank Anglii**

Celem nadrzędnym polityki pieniężnej Banku Anglii jest dbanie o stabilność waluty zarówno w kontekście krajowym, jak i w relacji do walut obcych, w celu zapewnienia warunków dla nieinflacyjnego wzrostu gospodarczego. Cel ten jest osiągany w głównej mierze poprzez oddziaływanie na cenę pieniądza czyli stopę procentową. Cel inflacyjny Banku Anglii ustanawiany jest corocznie przez rząd (aktualnie wynosi 2%), natomiast do banku centralnego należą decyzje w zakresie sterowania stopą procentową<sup>76</sup>.

Począwszy od 1998 r. na mocy art. 2A ustawy *Bank of England Act*<sup>77</sup>, Bank Anglii ma statutowy obowiązek przyczyniania się do ochrony i wzmocnienia systemu finansowego Wielkiej Brytanii. Czyni to poprzez ocenę ryzyka, podejmowanie działań służących jego redukcji, wywiad rynkowy (*market intelligence*), nadzór nad systemem płatniczym, operacje bankowe i rynkowe, a w nadzwyczajnych okolicznościach wypełnianie funkcji pożyczkodawcy ostatecznej instancji oraz działania naprawcze w odniesieniu do banków dotkniętych zakłóceniami<sup>78</sup>. W ramach Banku Anglii powołany został Komitet Stabilności Finansowej (*Financial Stability Committee – FSC*), w skład którego wchodzi Prezes, Wiceprezes oraz 4 dyrektorów wyznaczonych przez Prezesa Kolegium Dyrektorów. Komitet spełnia następujące funkcje:

- sporządza rekomendacje dla Kolegium Dyrektorów, które powinny uwzględniać relacje pomiędzy strategią banku a celem stabilności finansowej,
- udziela wskazówek, zgodnych z celem stabilności finansowej, na temat tego czy Bank powinien reagować na zdarzenie zaistniałe w konkretnej instytucji, a jeśli tak, to w jaki sposób,

---

<sup>76</sup> [http://www.bankofengland.co.uk/about/Pages/corepurposes/monetary\\_stability.aspx](http://www.bankofengland.co.uk/about/Pages/corepurposes/monetary_stability.aspx) [data dostępu 13.09.2012]

<sup>77</sup> <http://www.bankofengland.co.uk/about/Documents/legislation/1998act.pdf> [data dostępu 13.09.2012]

<sup>78</sup> <http://www.bankofengland.co.uk/financialstability/index.htm> [data dostępu 13.09.2012]

- udziela porad w zakresie tego czy w poszczególnych przypadkach bank powinien wykorzystywać instrumenty przywracania stabilności, określone w części 1 ustawy *Banking Act 2009*, a jeśli tak, to w jaki sposób,
- monitoruje wykorzystanie instrumentów przywracania stabilności finansowej,
- kontroluje realizację funkcji związanych z międzybankowym systemem płatniczym,
- wykonuje inne zadania powierzone przez Kolegium Dyrektorów.

Trzy kluczowe instytucje w Wielkiej Brytanii odpowiedzialne za stabilność finansową, tj. Ministerstwo Finansów i Gospodarki Wielkiej Brytanii (*HM Treasury*), Bank Anglii oraz instytucja odpowiedzialna za usługi finansowe - *Financial Services Authority (FSA)*, zawarły porozumienie, zwane *Memorandum of Understanding*<sup>79</sup>, które nakreśla rolę banku centralnego we wspieraniu stabilności systemu finansowego w następujących obszarach: dbałości o stabilność systemu monetarnego, nadzorowania infrastruktury systemu finansowego, monitorowania systemu finansowego jako całości oraz podejmowania w nadzwyczajnych okolicznościach oficjalnych operacji finansowych w celu zredukowania ryzyka zagrażającego poszczególnym instytucjom lub systemowi finansowemu jako całości.

Kryzys finansowy zapoczątkowany w 2007 r. wymusił zmiany w ustawodawstwie brytyjskim, rozszerzające kompetencje Banku Anglii w zakresie odpowiedzialności za stabilność finansową. W wyniku zawirowań na rynkach finansowych w ramach Banku Anglii powołano Komitet Polityki Finansowej (*Financial Policy Committee – FPC*), któremu powierzona zostanie odpowiedzialność za regulacje makroostrożnościowe. Celem FPC będzie ochrona stabilności finansowej dzięki:

- poprawie odporności systemu finansowego w wyniku identyfikacji słabości i ryzyk zagrażających jego stabilności,
- wzmocnieniu stabilności makroekonomicznej poprzez zastosowanie właściwej polityki w odpowiedzi na nierównowagi narosłe w systemie finansowym<sup>80</sup>.

Zgodnie z założeniami w skład FPC ma wchodzić 11 członków, z czego 6 pochodzić będzie z kierownictwa Banku Anglii, a pozostałych 5 spoza struktur Banku. Dodatkowo wśród członków Komitetu zasiadać będzie przedstawiciel Ministerstwa Finansów i Gospodarki. Nowatorskie rozwiązanie umieszcza bank centralny w centrum struktury odpowiedzialnej za utrzymanie stabilności finansowej, czyniąc z niego silną instytucję

<sup>79</sup> *Memorandum of Understanding between HM Treasury, the Bank of England and the Financial Services Authority*, <http://www.bankofengland.co.uk/financialstability/mou.pdf> [data dostępu 30.10.2011 r.]

<sup>80</sup> *A new approach to financial regulation...*, op. cit., s. 12.

z realnym wpływem na brytyjski system finansowy i gospodarkę. W celu przeciwdziałania konfliktowi interesów, wynikającemu z interakcji pomiędzy dwoma celami statutowymi Banku Anglii, tj. stabilnością monetarną i finansową, zastosowano pewne rozwiązania techniczne, które pomogą rozwiązać ten problem, tj. krzyżowe uczestnictwo Prezesa i Wiceprezesa każdego komitetu w obu gremiach, a także sekwencyjne ustalanie terminów posiedzeń umożliwiające zapoznanie się z decyzjami podjętymi przez drugi komitet.

W oczekiwaniu na regulacje mające stworzyć ramy prawne funkcjonowania FPC, co zostało już wstępnie określone w konsultacyjnym dokumencie rządowym *A new approach to financial regulation: judgement, focus and stability*, w dniu 17 lutego 2011 r. rząd Wielkiej Brytanii oraz Bank Anglii ogłosili powołanie w ramach Banku Anglii tymczasowego Komitetu Polityki Finansowej, którego zadaniem jest przyczynianie się do realizacji zadań banku centralnego w zakresie ochrony i wzmocnienia odporności brytyjskiego systemu finansowego<sup>81</sup>.

### **Europejski Bank Centralny**

Zgodnie z art. 127 ust. 1 Traktatu o Unii Europejskiej (*Treaty on the Functioning of the European Union*<sup>82</sup>) celem nadrzędnym polityki pieniężnej Europejskiego Banku Centralnego jest utrzymanie stabilności cen. Artykuł 105 ust. 1 ww. Traktatu mówi dodatkowo, że, o ile nie stoi to w sprzeczności z celem nadrzędnym, EBC powinien również wspierać ogólną politykę gospodarczą Wspólnoty, mając na uwadze przyczynianie się do osiągnięcia celów ustanowionych w art. 2 Traktatu, do których należy wysoki poziom zatrudnienia oraz zrównoważony nieinflacyjny wzrost gospodarczy.

Bezpośrednie odniesienie do dbałości o stabilność systemu finansowego znajduje się w art. 127 ust. 5 ww. Traktatu, z którego wynika, iż Europejski System Banków Centralnych jest współodpowiedzialny za realizację polityki makroostrożnościowej. W artykule tym ESBC został zobowiązany do przyczyniania się do płynnej realizacji polityki prowadzonej przez instytucje odpowiedzialne za nadzór ostrożnościowy nad instytucjami kredytowymi, a także za zapewnienie stabilności systemu finansowego<sup>83</sup>. Można zatem powiedzieć, że odpowiedzialność za stabilność finansową nie jest przypisana EBC oraz narodowym bankom centralnym UE, działającym w ramach ESBC, w sposób bezpośredni, lecz wiąże się

---

<sup>81</sup> <http://www.bankofengland.co.uk/financialstability/fpc/index.htm> z dnia 30.10.2011 r.

<sup>82</sup> *Consolidated Version of The Treaty on The Functioning of The European Union*, 13 December 2007, European Union, 2008/C 115/01, [http://www.ecb.int/ecb/legal/pdf/fxac08115enc\\_002.pdf](http://www.ecb.int/ecb/legal/pdf/fxac08115enc_002.pdf) bin/texis/vtx/refworld/rwmain?docid=4b17a07e2&page=search [data dostępu 13.09.2012]

<sup>83</sup> Art. 127 Ust. 5 *Consolidated Version of The Treaty on The Functioning of The European Union*, [http://www.ecb.int/ecb/legal/pdf/fxac08115enc\\_002.pdf](http://www.ecb.int/ecb/legal/pdf/fxac08115enc_002.pdf) [data dostępu 15.11.2011]

ze zobowiązaniem tej instytucji do wspierania działań innych podmiotów posiadających kompetencje nadzorcze oraz stabilizacyjne.

Europejski Systemem Banków Centralnych systematycznie monitoruje cykliczne i strukturalne zmiany zachodzące w sektorze bankowym i innych sektorach finansowych strefy euro oraz całej Unii Europejskiej w celu zidentyfikowania wszelkich zakłóceń oraz dokonania oceny odporności systemu finansowego. Diagnoza kondycji tego systemu powstaje przy współpracy z europejskimi narodowymi bankami centralnymi oraz instytucjami odpowiedzialnymi za nadzór. Efektem monitoringu i oceny stabilności systemu finansowego dokonywanego w samym EBC są liczne publikacje, wśród których wymienić należy przede wszystkim *Raport o stabilności systemu finansowego* (ukazujący się od 2004 r.), *Stabilność sektora bankowego UE*, *Struktury bankowe UE* oraz *Raport Roczny EBC*<sup>84</sup>.

Będąc ekspertem w dziedzinie analizy stabilności systemu finansowego, EBC, na prośbę zainteresowanych krajów lub z własnej inicjatywy, uczestniczy w tworzeniu regulacji i wymogów nadzoru finansowego<sup>85</sup>. Dbałość EBC o stabilność systemu finansowego UE oraz strefy euro wyraża się również jego uczestnictwem w obradach różnego rodzaju międzynarodowych instytucji nadzorczych. Dobra współpraca pomiędzy instytucjami, owocująca częstą wymianą informacji, stanowi podstawę utrzymania stabilności systemu finansowego zarówno w normalnych okolicznościach, jak i w czasach kryzysu.

EBC jest również bezpośrednio odpowiedzialny za nadzór nad infrastrukturą rynkową, ułatwiającą przepływ kapitału, papierów wartościowych i innych instrumentów pomiędzy kupującymi i sprzedającymi, a także pożyczkodawcami i pożyczkobiorcami. Infrastruktura rynkowa jest kluczowym komponentem systemu finansowego, zatem dbałość o jej sprawne funkcjonowanie przyczynia się również do wzmocnienia stabilności finansowej, a co za tym idzie całej gospodarki.

### **Szwajcarski Bank Narodowy**

Szwajcarski Bank Narodowy jest zobowiązany do prowadzenia polityki pieniężnej w imieniu całej Konfederacji Szwajcarskiej. Mandatem polityki pieniężnej Szwajcarskiego Banku Narodowego (SNB), zgodnie z zapisami ustawy o Narodowym Banku Szwajcarii

---

<sup>84</sup> <http://www.ecb.int/ecb/orga/tasks/html/financial-stability.en.html> [data dostępu 15.11.2011]

<sup>85</sup> Art. 25 Protocol (No 4) *On The Statute of The European System of Central Banks And of The European Central Bank*, [http://www.ecb.int/ecb/legal/pdf/en\\_statute\\_from\\_c\\_11520080509en02010328.pdf](http://www.ecb.int/ecb/legal/pdf/en_statute_from_c_11520080509en02010328.pdf)

(art. 5 par. 1 *of the National Bank Act*<sup>86</sup>), jest zapewnienie stabilności cenowej oraz dbałość o rozwój ekonomiczny, przy czym, w przypadku konfliktu pomiędzy tymi dwoma celami, stabilność cen posiada priorytet w stosunku do wzrostu gospodarczego. Celem bezpośrednim polityki SNB jest zapewnienie stabilności cen w średnim i długim okresie, co rozumiane jest jako utrzymanie tempa inflacji na poziomie 2% .

Zadaniem SNB jest zapewnienie płynności na rynku pieniężnym franka szwajcarskiego przy użyciu instrumentów określonych w art. 9 NBA. Artykuł ten przewiduje, iż, jako kredytodawca ostatniej instancji, SNB może zapewnić uczestnikom rynku tzw. płynność awaryjną (*emergency liquidity*). Przedmiotem pośredniego oddziaływania SNB za pomocą transakcji na zabezpieczonym rynku pieniężnym jest 3-miesięczna stopa LIBOR (*London Interbank Offered Rate*), będąca stopą procentową niezabezpieczonych pożyczek na rynku międzybankowym. Głównym instrumentem polityki pieniężnej są transakcje REPO, za pośrednictwem których SNB zarządza wielkością podaży pieniądza i wysokością stawki LIBOR. W celu zwiększenia płynności i obniżenia stopy LIBOR, SNB skupuje od banków papiery wartościowe, zasilając odpowiednią kwotą ich depozyty na żądanie w banku centralnym. Banki komercyjne zobowiązują się natomiast do odkupu papierów wartościowych w umówionym terminie, płacąc za udostępnione środki odsetki według stopy REPO. W nadzwyczajnych okolicznościach SNB może stosować uzupełniające instrumenty polityki pieniężnej, do których należą swapy walutowe, skup walut obcych oraz skup obligacji wyemitowanych przez sektor prywatny w Szwajcarii. SNB emituje własne oprocentowane certyfikaty dłużne, za pośrednictwem których absorbuje nadmiar płynności z rynku<sup>87</sup>.

Art. 5 ustawy o SNB, obok innych zadań realizowanych przez SNB, precyzuje bardzo wyraźnie nałożony na bank centralny obowiązek przyczyniania się do stabilności finansowej. Kolejne odniesienie do ochrony stabilności finansowej znajduje się w art. 19 ww. ustawy o SNB, w którym na bank centralny nakłada się obowiązek nadzoru nad systemami płatniczymi i rozliczeniowymi, a także transakcjami z udziałem instrumentów finansowych, a w szczególności papierów wartościowych. Nadzór ten powinien obejmować również płatności i rozliczenia dokonywane za granicą, pod warunkiem, że znacząca część transakcji lub wiodący uczestnicy są zlokalizowani w Szwajcarii. Art. 21 ww. ustawy określa ramy współpracy SNB z zagranicznymi instytucjami nadzoru nad systemem finansowym w celu

---

<sup>86</sup> *Federal Act 951.11 on the Swiss National Bank* of 3 October 2003 (as at 1 January 2009), [http://www.snb.ch/en/mmr/reference/snb\\_legal\\_NBG\\_01\\_01\\_07/source](http://www.snb.ch/en/mmr/reference/snb_legal_NBG_01_01_07/source)

<sup>87</sup> *Monetary policy instruments*, [www.snb.ch/en/iabout/monopol/id/monopol\\_strat/15](http://www.snb.ch/en/iabout/monopol/id/monopol_strat/15).



lepszego realizacji zadania polegającego na ochronie systemów płatniczych i rozliczeniowych przed ryzykami zagrażającymi stabilności finansowej. W obszarze nadzoru nad systemem finansowym SNB współpracuje z instytucją odpowiedzialną za nadzór w Szwajcarii (*Swiss Financial Market Supervisory Authority*), przy czym *Memorandum of Understanding* określa ścisły podział kompetencji pomiędzy tymi dwiema instytucjami.

Rola SNB w przyczynianiu się do zapewnienia stabilności finansowej polega w szczególności na<sup>88</sup>:

- analizie zmian zachodzących na rynkach finansowych oraz w obszarze infrastruktury rynkowej, ze szczególnym uwzględnieniem szwajcarskiego sektora bankowego oraz systemu płatniczego i rozliczeniowego,
- wspieraniu właściwej podbudowy dla funkcjonowania systemu finansowego, co na szczeblu narodowym oznacza uczestniczenie, wspólnie z władzami Konfederacji Szwajcarskiej oraz instytucją odpowiedzialną za nadzór w Szwajcarii (*Swiss Financial Market Supervisory Authority - FINMA*), w tworzeniu projektów reform. Na szczeblu międzynarodowym natomiast wsparcie to realizowane jest poprzez członkostwo w Bazylejskim Komitecie Nadzoru Bankowego (*Basel Committee on Banking Supervision*) oraz w Komitecie Systemów Płatniczych i Rozliczeniowych (*Committee on Payment and Settlement Systems - CPSS*) Banku Rozliczeń Międzynarodowych (*Bank of International Settlements - BIS*), a także w udziale w rozmaitych międzynarodowych zespołach zadaniowych powołanych w celu osiągnięcia stabilności systemu finansowego, np. *Financial Stability Board*<sup>89</sup>.
- pomocy w zapewnianiu płynności banków, które mają trudności z pozyskaniem środków za pośrednictwem rynku, co odbywa się poprzez realizację funkcji pożyczkodawcy ostatniej instancji (*Lender of Last Resort - LoLR*),
- nadzorze nad systemem płatności oraz rozliczeń, przy czym SNB koncentruje się w pierwszej kolejności na tym systemie, który ma znaczenie dla stabilności szwajcarskiego systemu finansowego.

Począwszy od 2004 r. SNB prezentuje wyniki analizy stabilności sektora bankowego, infrastruktury rynku finansowego, rynków finansowych oraz otoczenia makroekonomicznego w postaci publikacji *Raportu o stabilności systemu finansowego*, którego celem jest zwrócenie publicznej uwagi na napięcia i nierównowagi, mogące stanowić zagrożenie dla stabilności systemu finansowego w krótkim lub dłuższym okresie. Analiza ta prowadzona

---

<sup>88</sup> <http://www.snb.ch/en/i/about/finstab>

<sup>89</sup> Por. [www.financialstabilityboard.org](http://www.financialstabilityboard.org)

jest z perspektywy makroostrożnościowej i stanowi uzupełnienie podejścia prezentowanego przez *Swiss Financial Market Supervisory Authority* (FINMA), nastawionego na nadzór nad indywidualnymi instytucjami<sup>90</sup>.

### **Narodowy Bank Czeski**

Zgodnie z art. 98 czeskiej Konstytucji oraz zapisami art. 2 ustawy o Narodowym Banku Czeskim (CNB)<sup>91</sup> podstawowym celem jego działalności jest zapewnienie stabilności cen, co oznacza utrzymanie inflacji blisko celu inflacyjnego<sup>92</sup>, który od 2006 r. do 2009 r. znajdował się na poziomie 3% z tolerancją odchyień +/-1%<sup>93</sup>, a począwszy od stycznia 2010 r. ustanowiony został na poziomie 2% z pasmem odchyień +/-1%. O ile nie narusza to celu nadrzędnego, zadaniem CNB jest również wspieranie polityki gospodarczej rządu, prowadzące do osiągnięcia zrównoważonego wzrostu ekonomicznego<sup>94</sup>. Realizacja polityki pieniężnej następuje za pomocą instrumentów tradycyjnie w tym celu wykorzystywanych, na które składają się operacje otwartego rynku, operacje depozytowo-kredytowe oraz rezerwa obowiązkowa. Operacje otwartego rynku odgrywają pierwszoplanową rolę w sterowaniu stopą procentową, oddziałując na płynność systemu bankowego i sygnalizując nastawienie polityki monetarnej. CNB ustanawia trzy rodzaje stóp procentowych: dwutygodniową stopę repo, stopę dyskontową oraz stopę lombardową.

Narodowy Bank Czeski po raz pierwszy skierował uwagę opinii publicznej na znaczenie stabilności systemu finansowego podczas definiowania priorytetów badawczych na lata 2001-2006. W kwietniu 2006 r. dokonano zmian w ustawie regulującej funkcjonowanie banku centralnego w Czechach. Wśród zadań służących wspieraniu stabilności finansowej art. 2 pkt 2c ww. ustawy nakłada na bank centralny obowiązek zarządzania obiegiem pieniężnym, administrowania płatnościami i rozliczeniami pomiędzy bankami, oddziałami banków zagranicznych oraz kasami oszczędnościowo-kredytowymi (*credit unions*), wspierania płynności i efektywności prowadzonych operacji, a także przyczyniania się do bezpieczeństwa, solidności i efektywności systemu płatniczego. Art. 2 pkt 2d czyni bank centralny dodatkowo odpowiedzialnym za nadzór nad podmiotami zawierającymi transakcje na rynku finansowym, analizę zmian zachodzących w systemie finansowym i przyczynianie się do stabilności systemu finansowego jako całości. Celem CNB

---

<sup>90</sup> [http://www.snb.ch/en/i/about/pub/oecpub/id/pub\\_oecpub\\_stabrep](http://www.snb.ch/en/i/about/pub/oecpub/id/pub_oecpub_stabrep)

<sup>91</sup> *Act No. 6/1993 Coll. on the Czech National Bank*

<sup>92</sup> Począwszy od 1998 r. CNB realizuje strategię bezpośredniego celu inflacyjnego.

<sup>93</sup> *Annual Report 2007*, CNB, Czech National Bank, s. 18.

<sup>94</sup> *Monetary Policy of the Czech National Bank*, Fact Sheet, June 2010, Czech National Bank, s. 1.

w kontekście zapewnienia stabilności finansowej jest zatem wzmocnienie stopnia odporności systemu finansowego, co sprzyja redukcji ryzyka niestabilności.

CNB systematycznie monitoruje, analizuje i ocenia zmiany zachodzące we wszystkich obszarach związanych ze stabilnością finansową. Członkowie zarządu CNB spotykają się raz na kwartał z ekspertami z kluczowych departamentów na tak zwanych makrofinansowych panelach dyskusyjnych. Analiza stabilności finansowej obejmuje nie tylko sektor bankowy, ale również niebankowe instytucje finansowe, a jej celem nie jest stabilność poszczególnych instytucji, lecz prawidłowe funkcjonowanie całego sektora finansowego. Raz do roku CNB jest zobowiązany do przedstawiania Parlamentowi raportu o stabilności finansowej. W przeciwieństwie do innych analiz makroekonomicznych prowadzonych przez CNB, analiza stabilności finansowej nie polega na modelowaniu najbardziej prawdopodobnego kierunku rozwoju gospodarki. Jej przedmiotem jest raczej testowanie wpływu mało prawdopodobnych, lecz wiarygodnych negatywnych scenariuszy, które mogą zagrozić stabilności całego systemu finansowego.

Ekspersi CNB zasiadają w międzynarodowych gremiach ustanowionych w celu ochrony stabilności finansowej, np. *European Systemic Risk Board* (ESRB), *Financial Stability Committee* (FSC) and *Macroprudential Research Network* (MaRs). Współpraca odbywa się również na szczeblu regionalnym z krajami Europy Środkowej<sup>95</sup>.

### **Narodowy Bank Polski**

Podstawowym zadaniem Narodowego Banku Polskiego, zapisanym w art. 227 ust. 1 Konstytucji RP jest dbałość o wartość polskiego pieniądza. Nadrzędny cel działalności NBP wymieniony jest również w ustawie o Narodowym Banku Polskim<sup>96</sup>, w której zgodnie z art. 3 podstawowym celem działalności NBP jest utrzymanie stabilnego poziomu cen, przy jednoczesnym wspieraniu polityki gospodarczej rządu, o ile nie stoi to w sprzeczności z celem inflacyjnym. Od 1998 r. NBP stosuje strategię bezpośredniego celu inflacyjnego. Od początku 2004 r. ciągle<sup>97</sup> cel inflacyjny wynosi 2,5% z możliwością symetrycznych odchyień o +/-1 punkt procentowy. Strategia polityki pieniężnej NBP realizowana jest w warunkach płynnego kursu walutowego, przy czym dopuszcza się możliwość interwencji na rynku walutowym w sytuacji zagrożenia celu inflacyjnego.

---

<sup>95</sup> [http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/en/financial\\_stability/fs\\_reports/fsr\\_2010-2011/fsr\\_2010-2011\\_definition.pdf](http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/en/financial_stability/fs_reports/fsr_2010-2011/fsr_2010-2011_definition.pdf)

<sup>96</sup> ustawa z dnia 29 sierpnia 1997 r. o *Narodowym Banku Polskim* (stan prawny na dzień 30 grudnia 2010 r.).

<sup>97</sup> Określenie “ciągle” odnosi się do inflacji mierzonej roczną zmianą cen towarów i usług konsumpcyjnych w każdym miesiącu w stosunku do analogicznego miesiąca poprzedniego roku.

Narodowy Bank Polski realizuje założenia polityki pieniężnej stanowiące przez Radę Polityki Pieniężnej. NBP wpływa na poziom inflacji przede wszystkim poprzez określanie wysokości oficjalnych stóp procentowych, które wyznaczają rentowności instrumentów polityki pieniężnej. W celu kształtowania krótkoterminowych stóp procentowych na rynku pieniężnym NBP wykorzystuje nowoczesne instrumenty, w tym operacje otwartego rynku, operacje depozytowo-kredytowe oraz rezerwę obowiązkową. Operując wymienionymi narzędziami, NBP dąży do kształtowania takiego poziomu stóp procentowych w gospodarce, który maksymalizuje prawdopodobieństwo osiągnięcia celu inflacyjnego<sup>98</sup>.

Stabilność systemu finansowego jest przedmiotem szczególnego zainteresowania NBP ze względu na powierzone bankowi ustawowe zadanie działania na rzecz stabilności krajowego systemu finansowego oraz kształtowania warunków niezbędnych do rozwoju systemu bankowego. W związku z powołaniem w listopadzie 2008 r. Komitetu Stabilności Finansowej, którego celem jest zapewnienie efektywnej współpracy w zakresie wspierania i utrzymania stabilności krajowego systemu finansowego poprzez wymianę informacji, opinii i ocen sytuacji w systemie finansowym w kraju i za granicą oraz koordynację działań w tym zakresie<sup>99</sup>, zadania NBP wzbogacono o działanie na rzecz stabilności krajowego systemu finansowego. Prezes NBP jest jednym z trzech – obok ministra finansów i przewodniczącego Komisji Nadzoru Finansowego – członków Komitetu Stabilności Finansowej. NBP aktywnie uczestniczy w budowie sieci bezpieczeństwa finansowego w Polsce oraz w wypracowywaniu przez Komitet Stabilności Finansowej zasad współdziałania poszczególnych organów państwa w przypadku zaistnienia sytuacji kryzysowych.

Kolejną przesłanką zaangażowania Narodowego Banku Polskiego w prace na rzecz stabilnego funkcjonowania systemu finansowego jest powierzenie bankowi centralnemu zadania organizacji rozliczeń pieniężnych. Warunkiem koniecznym dla sprawnego działania systemów płatniczych jest stabilne funkcjonowanie współtworzących je instytucji finansowych. Narodowy Bank Polski monitoruje i analizuje sytuację systemu finansowego w Polsce, a wyniki tych analiz przedstawia w cyklicznie publikowanych raportach (np. *Raportcie o stabilności systemu finansowego*, *Raportcie o rozwoju systemu finansowego* oraz *Raportcie o sytuacji na krajowym rynku kredytowym*)<sup>100</sup>.

---

<sup>98</sup> [http://www.nbp.pl/home.aspx?f=/polityka\\_pieniezna/polityka\\_pieniezna.html](http://www.nbp.pl/home.aspx?f=/polityka_pieniezna/polityka_pieniezna.html)

<sup>99</sup> Art. 1 ust. 2 ustawy o Komitecie Stabilności Finansowej z dnia 7 listopada 2008 r.

<sup>100</sup> [www.nbp.pl/home.aspx?f=/systemfinansowy/system\\_finansowy.html&navid=0204](http://www.nbp.pl/home.aspx?f=/systemfinansowy/system_finansowy.html&navid=0204)

Podsumowaniem dokonanego przeglądu ustawodawstwa jest tabela 1.5., w której określono, czy w danym kraju sformalizowano odpowiedzialność banku centralnego za stabilność finansową, przytaczając jednocześnie właściwy zapis ustawy<sup>101</sup>.

**Tabela 1.5. Sprecyzowanie obowiązku dbałości o stabilność finansową w ustawach regulujących działalność wybranych banków centralnych**

| Bank centralny            | Obowiązek ustawowy | Deklaracja zaangażowania | Zapis w ustawie  |
|---------------------------|--------------------|--------------------------|--|
| System Rezerwy Federalnej | NIE                | TAK                      | W nadzwyczajnych i nagłych okolicznościach, Rada Gubernatorów Systemu Rezerwy Federalnej, (...) może upoważnić wybrany bank federalny rezerwy do udzielenia pożyczki dyskontowej dowolnym uczestnikom w ramach dowolnego programu lub udogodnienia z szerokim zakresem akceptowanych zabezpieczeń, bonów, czeków, weksli, w sytuacji gdy są one indosowane lub w inny sposób zabezpieczone na rzecz Systemu Rezerwy Federalnej, pod warunkiem, że przed dokonaniem dyskonta powyższych instrumentów, System Rezerwy Federalnej otrzyma dowód, że zainteresowany uczestnik dowolnego programu lub udogodnienia pod zastaw szerokiego zakresu zabezpieczeń nie ma możliwości uzyskania finansowania w innej instytucji bankowej (...). |
| Europejski Bank Centralny | NIE                | TAK                      | Art. 127.2. Do podstawowych zadań realizowanych przez ESBC należy: (...) wspieranie płynnego funkcjonowania systemu płatniczego.<br>Art. 127.5. <b>ESBC przyczynia się do sprawnego prowadzenia polityki realizowanej przez kompetentne podmioty odpowiedzialne za nadzór ostrożnościowy nad instytucjami kredytowymi oraz stabilność systemu finansowego.</b><br>25.1. ESBC może udzielać porad i konsultować się z Radą, Komisją i innymi władnymi instytucjami krajów członkowskich w obszarze wdrożenia prawodawstwa unijnego związanego z nadzorem ostrożnościowym nad instytucjami kredytowymi i stabilnością systemu finansowego.   |
| Bank Anglii               | TAK                | TAK                      | Rozdział 2A ustawy o Banku Anglii:<br>(1) <b>Celem Banku Anglii jest przyczynianie się do ochrony i wzmocnienia stabilności systemu finansowego Wielkiej Brytanii</b> (cel w postaci stabilności finansowej),<br>(2) Dążąc do spełnienia celu w postaci stabilności finansowej Bank współpracuje z innymi odpowiednimi podmiotami (włączając Skarb Państwa oraz <i>Financial Services Authority</i> ),<br>(3) Rada dyrektorów w porozumieniu ze Skarbem Państwa uzależnia i dostosowuje prowadzoną strategię Banku do potrzeb celu w postaci stabilności finansowej.   |
| Szwajcarski Bank Narodowy | TAK                | TAK                      | Art. 5 Zadania e. <b>Bank przyczynia się do stabilności systemu finansowego.</b>   |

<sup>101</sup> H. Żywiecka, *Stabilność finansowa jako cel współczesnego banku centralnego*, Bezpieczny Bank 3 (48) 2012, Bankowy Fundusz Gwarancyjny, s. 68-70.

| Bank centralny       | Obowiązek ustawowy | Deklaracja zaangażowania | Zapis w ustawie  |
|----------------------|--------------------|--------------------------|--|
|                      |                    |                          | Art. 19 Cele i zakres zastosowania:<br>1. <b>W celu ochrony stabilności systemu finansowego</b> Narodowy Bank nadzoruje system płatniczy i rozrachunkowy, a także dotyczący rozliczeń transakcji z udziałem instrumentów finansowych, w szczególności papierów wartościowych (systemy płatnicze, systemy rozliczeń papierów wartościowych).  |
| Narodowy Bank Czeski | TAK                | TAK                      | Art. 2. 2c) (Bank) zarządza obiegiem gotówki, administruje płatnościami i rozliczeniami pomiędzy bankami, oddziałami banków zagranicznych, kasami, wspiera płynne i efektywne ich działanie oraz przyczynia się do bezpieczeństwa, dobrej kondycji i efektywności systemów płatniczych oraz do ich rozwoju.<br>Art. 2. 2d) (Bank) nadzoruje aktywność podmiotów funkcjonujących na rynku finansowym, analizuje ewolucję systemu finansowego, dba o właściwe funkcjonowanie i rozwój rynku finansowego w Republice Czeskiej, a także <b>przyczynia się do stabilności całego systemu finansowego.</b> |
| Narodowy Bank Polski | TAK                | TAK                      | Art. 3 ust. 2 Do zadań NBP należy także:<br>1) organizowanie rozliczeń pieniężnych; (...)<br>5) regulowanie płynności banków oraz ich refinansowanie;<br>6) kształtowanie warunków niezbędnych dla rozwoju systemu bankowego;<br>6a) <b>działanie na rzecz stabilności krajowego systemu finansowego</b> , o którym mowa w art. 2 pkt 1 ustawy z dnia 7 listopada 2008 r. o Komitecie Stabilności Finansowej (Dz. U. Nr 209, poz. 1317);   |

Źródło: opracowanie własne, na podstawie stron internetowych banków centralnych, tj.:

www.federalreserve.gov, www.bankofengland.co.uk, www.ecb.int, www.snb.ch, www.cnb.cz, www.nbp.pl., tłumaczenie własne.

## Podsumowanie

Banki centralne posiadają najdłuższą tradycję działania na rzecz ochrony stabilności systemu finansowego. We współczesnej gospodarce rynkowej pierwotnym celem realizowanej polityki pieniężnej jest najczęściej utrzymywanie niskiej inflacji w długim okresie, a zaangażowanie władz monetarnych w utrzymanie stabilności systemu finansowego wynika w dużej mierze z dążenia do właściwego wywiązania się z realizacji celu nadrzędnego. Zainteresowanie banków centralnych utrzymaniem stabilności finansowej wynika również z pełnionej przez nie funkcji nadzorczej nad bezpieczeństwem i efektywnością systemu płatniczego. W krajach, w których funkcje nadzorcze nad sektorem bankowym są wydzielone z zadań banków centralnych i powierzone instytucjom sprawującym zintegrowany nadzór nad systemem finansowym, władze monetarne nie rezygnują z analizy zagrożeń funkcjonowania systemu finansowego jako całości,

koncentrując się w szczególności na badaniu jego odporności na potencjalne szoki. Banki centralne coraz częściej uczestniczą także w zarządzaniu sytuacją kryzysową, co odbywa się głównie poprzez realizację funkcji pożyczkodawcy ostatniej instancji zarówno w stosunku do pojedynczych instytucji, jak i całego systemu finansowego.

Przegląd aktów prawnych wybranych banków centralnych wskazuje, iż kryzys finansowy zapoczątkowany w 2007 r. skłonił wiele krajów do nowelizacji aktów prawnych regulujących działalność banków centralnych, w następstwie czego w wielu z nich obok dotychczasowych zadań w zakresie dbałości o prawidłowe funkcjonowanie systemów płatniczych oraz rozliczeniowych, pojawiły się również zapisy zobowiązujące banki centralne do ochrony stabilności systemu finansowego.

Destabilizacja rynków finansowych, będąca konsekwencją zarówno zawirowań na rynku kredytów hipotecznych w Stanach Zjednoczonych, jak również kryzysu finansów publicznych, dotyczącego w ciągu ostatnich kilku lat wybrane gospodarki strefy euro, skłoniła banki centralne do aktywnego zaangażowania na polu przywracania stabilności finansowej. Wyjątkowe okoliczności sprawiły, iż banki centralne podjęły nadzwyczajne działania w kierunku przywrócenia prawidłowego funkcjonowania rynków finansowych, w celu zapewnienia właściwego przepływu kapitałów w gospodarce, a w szczególności zapobieżenia deficytowi płynności na wybranych segmentach rynku finansowego. Działania banków centralnych służyć miały również pobudzeniu popytu zagregowanego, dzięki innowacyjnemu oddziaływaniu na poziom długoterminowych stóp procentowych. W kolejnym rozdziale dokonana zostanie charakterystyka nadzwyczajnych instrumentów polityki pieniężnej uruchomionych w odpowiedzi na zachwianie stabilności systemu finansowego w obliczu braku skuteczności instrumentów tradycyjnych. W dalszej części pracy, w kontekście nakreślonych przesłanek kryzysu finansowego, przedstawione zostaną konkretne programy interwencyjne zastosowane przez wybrane banki centralne, podejmujące coraz bardziej niestandardowe i kontrowersyjne działania w celu złagodzenia przebiegu i skutków panującego kryzysu. Aktywne zaangażowanie analizowanych banków centralnych w przywracanie stabilności finansowej miało miejsce niezależnie od ustawowego przypisania celu w postaci przyczyniania się do stabilności finansowej.

## **ROZDZIAŁ II**

### **METODY ODDZIAŁYWANIA BANKU CENTRALNEGO NA PŁYNNOŚĆ SEKTORA BANKOWEGO**

Kryzys finansowy, zapoczątkowany w 2007 r. na amerykańskim rynku kredytów hipotecznych o obniżonej jakości, wywołał wiele negatywnych skutków w systemie finansowym, do których należał m.in. kryzys płynności spowodowany awersją instytucji finansowych do zawierania transakcji na rynku międzybankowym. Niechęć do podejmowania ryzyka wynikała z braku wzajemnego zaufania uczestników rynku oraz dążenia do tworzenia buforów bezpieczeństwa na wypadek dalszego zaostrzenia turbulencji na rynkach finansowych. Różnorodne rynki (m.in. pieniądza, papierów dłużnych, papierów sekurytyzowanych itp.) w wielu krajach przestały normalnie funkcjonować. W obliczu spadku zaufania do systemu finansowego inwestorzy przypuścili szturm (*run*) na wiele instytucji o bogatych tradycjach funkcjonowania na rynkach finansowych, m.in. Bear Stearns, Lehmann Brothers i Northern Rock. Instytucje finansowe, a także przedsiębiorstwa przemysłowe w poszukiwaniu gotówki dokonywały wyprzedaży aktywów po zaniżonych cenach<sup>102</sup>.

W obawie przed niekorzystnymi następstwami wyschnięcia rynku międzybankowego dla sfery realnej, banki centralne zmuszone zostały do zasilenia systemów bankowych w płynność na niespotykaną dotąd skalę, wspierając jednocześnie napływ kredytu do gospodarki w celu przeciwdziałania recesji. Banki centralne stanęły niejako na pierwszej linii frontu w walce z kryzysem, ponieważ jako jedyne były w stanie zapewnić płynność w nieograniczonej ilości. Banki centralne jako kredytodawcy ostatniej instancji dla indywidualnych podmiotów, we współpracy z sektorem publicznym, brały udział w operacjach dokapitalizowania banków, przeciwdziałając tym samym upadłościom instytucji finansowych oraz destrukcji całego systemu bankowego, do którego mogłoby dojść na skutek działania efektu zarażania brakiem płynności<sup>103</sup>.

Celem niniejszego rozdziału jest dokonanie systematyki niestandardowych instrumentów polityki pieniężnej wykorzystywanych w celu przywracania płynności systemu bankowego, a także stymulowania gospodarki, dzięki oddziaływaniu na długoterminowe stopy procentowe. Punktem wyjścia będzie wyjaśnienie pojęcia płynności systemu bankowego, a następnie omówienie czynników wywołujących kryzys płynności oraz metod

---

<sup>102</sup> J. Tirole, *Illiquidity and all its Friends*, Notta di Lavoro 78.2010, Toulouse School of Economics, s. 1.

<sup>103</sup> B. Allen, *The financial crisis and central banking*, w: *Monetary and financial stability – lessons from the crisis*, Bank of Albania's 8<sup>th</sup> International Conference, 17 September 2009, s. 23.



jej przywracania. Innowacyjne instrumenty polityki pieniężnej ukazane zostaną na tle tradycyjnych narzędzi banku centralnego, które w trakcie omawianego kryzysu podlegały licznym modyfikacjom, czyniącym je instrumentami coraz bardziej niestandardowymi.

## 2.1. Pojęcie płynności sektora bankowego oraz płynności banku komercyjnego

Warunkiem koniecznym utrzymania stabilnego systemu finansowego jest płynność całego sektora bankowego i wypłacalność pojedynczych banków. Pojęcia płynności systemu bankowego i wypłacalności banków nie należy stosować zamiennie, gdyż niosą one ze sobą odmienne treści ekonomiczne. Płynność finansowa jest terminem określającym zdolność podmiotu gospodarczego do natychmiastowego regulowania zobowiązań płatniczych, natomiast wypłacalność to zdolność podmiotu do pokrywania ewentualnych strat<sup>104</sup>.

Podmiot można uznać za płynny, jeśli w jego posiadaniu znajdują się tytuły majątkowe w formie gotówki, pieniądza żywego (bezgotówkowego), substytutów pieniądza lub lokat majątkowych, względnie, gdy w każdej chwili rozporządzać może on dostępnym kredytem. Stopień płynności posiadanych tytułów majątkowych uzależniony jest od możliwości ich zamiany na gotówkę w celu zastosowania w roli środka płatniczego. Im trudniejsza i bardziej ryzykowna jest zamiana substytutów pieniądza na pieniądz, tym mniejszy jest ich stopień płynności. Trudności w upłynnieniu substytutu pieniądza rosną wraz z jego malejącym dostosowaniem do potrzeb rynku, malejącym realnym oprocentowaniem, dłuższym terminem i rosnącym ryzykiem<sup>105</sup>.

Płynność banku komercyjnego określa się jako jego zdolność do realizacji potrzeb gotówkowych bez ponoszenia strat<sup>106</sup>, bądź też jako stan, w którym bank posiada zdolność do realizacji bez zakłóceń dyspozycji płatniczych klientów<sup>107</sup>. Ryzyko płynności banku definiuje się jako zagrożenie utratą zdolności do wywiązywania się z bieżących zobowiązań oraz niezakłóconego prowadzenia działalności operacyjnej, kredytowej i inwestycyjnej, a także jako zagrożenie z tytułu niedopasowania kwot należności i zobowiązań w poszczególnych przedziałach terminów zapadalności, w tym z tytułu nieterminowej spłaty wierzycelności banku oraz przedterminowego wycofania depozytów<sup>108</sup>. Płynność płatnicza

---

<sup>104</sup> M. Zaleska, *Płynność to nie to samo co wypłacalność*, Gazeta Bankowa 1/2008, <http://www.bankier.pl/wiadomosc/Plynnosc-to-nie-to-samo-co-wyplacalnosc-1685202.html>

<sup>105</sup> P. Schaal, *Pieniądz i polityka pieniężna*, Państwowe Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 1996, s. 41.

<sup>106</sup> J. Guttentag, R. Herring, *Emergency liquidity assistance for international banks*, w: *Threats to international financial stability*, red. R. Portes, A. K. Swoboda, Cambridge University Press, Cambridge 1987, s. 151.

<sup>107</sup> *Zarządzanie ryzykiem i płynnością banku komercyjnego*, red. W. Przybylska-Kapuścińska, Poznań 2003, s. 158.

<sup>108</sup> E. Rutkowska-Tomaszewska, *Zasady racjonalnego zarządzania ryzykiem płynności banków w zaleceniach Komitetu Bazylejskiego*, w: *Wyzwania regulacyjne wobec doświadczeń globalnego kryzysu finansowego*, red. J. Szambelańczyk, Oficyna wydawnicza, Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, Warszawa 2011, s. 149.

banku jest tym wyższa, im większymi zasobami pieniądza rezerwowego, na który składa się gotówka oraz środki zgromadzone na rachunku w banku centralnym, dysponują banki. O poziomie płynności decyduje również wielkość posiadanych substytutów pieniądza gotówkowego w postaci aktywów krótkoterminowych, które w każdej chwili mogą zostać zamienione na pieniądź rzeczywisty.

Banki trwale utrzymują gotowość do krótkoterminowego refinansowania na rynku międzybankowym, będącym miejscem zaopatrywania się w pieniądź banku centralnego, niezbędny do utrzymania zdolności do regulowania zobowiązań. Wobec braku własnych środków banki refinansują się na rynku międzybankowym, angażując wolne środki pieniężne innych banków. Czynnikiem niezbędnym do zachowania równowagi rynku międzybankowego jest wzajemne zaufanie banków, dzięki któremu są one skłonne do podejmowania transakcji.

Sytuacją niekorzystną dla banków jest zarówno deficyt płynności, jak i jej nadmiar określany jako nadpłynność. Deficyt płynności naraża banki na poniesienie<sup>109</sup>:

- rzeczywistych kosztów odsetkowych od pożyczonych funduszy,
- rzeczywistych kosztów transakcyjnych w postaci czasu i środków wydatkowanych na pozyskanie płynnych funduszy,
- alternatywnych kosztów w postaci przyszłych dochodów, z których należy zrezygnować, w związku ze sprzedażą aktywów na zapewnienie bieżącej płynności.

Nadmiar płynności wiąże się natomiast z koniecznością rezygnacji z ulokowania wolnych środków w inwestycje, które mogłyby przynieść znaczący dochód. Kosztem alternatywnym wysokiej płynności jest zatem spadek rentowności posiadanych aktywów, któremu przeciwdziałać może odpłatne użyczenie płynności w operacjach z innymi bankami na rynku międzybankowym.

W przeszłości, w celu utrzymania płynności, banki kierowały się złotą regułą bankową, zgodnie z którą utrzymanie stałej gotowości płatniczej banku zagwarantowane jest tylko wówczas, gdy okresy udzielanych kredytów bankowych odpowiadają okresom, na jakie klienci złożyli swoje depozyty. Współcześnie restrykcyjne przestrzeganie tej reguły uniemożliwiłoby bankom osiągnięcie znacznej części zysków, dlatego też obecnie ograniczają się one do utrzymania stałej zdolności płatniczej, dzięki uwzględnieniu

---

<sup>109</sup> I. Pyka, *Bank centralny na współczesnym rynku pieniężnym: dyscyplina regulacyjna, skuteczność, instrumenty*, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 2010, s. 83.

potwierdzonej doświadczeniem faktycznej zapadalności wkładów oraz maksymalnej zdolności do refinansowania w banku centralnym lub innych bankach<sup>110</sup>.

W nowoczesnych gospodarkach środkiem płatniczym powszechnie akceptowanym jest emitowany przez bank centralny pieniądz gotówkowy, na który składają się banknoty i monety. W dwuszczeblowym systemie bankowym bank centralny posiada pozycję uprzywilejowaną w stosunku do innych banków tworzących ten system. Siła oddziaływania banku centralnego na procesy monetarne oparta jest na jego monopolu kreacji pieniądza rezerwowego, dzięki czemu ma on możliwość utrzymywania kontroli nad wzrostem wielkości kredytów i ilości pieniądza w obiegu. Podmioty niebankowe, chcąc zawierać określone transakcje, zmuszone są bowiem korzystać z kredytów bankowych oraz środków płatniczych, co skłania instytucje kredytowe do dokonywania operacji z bankiem centralnym<sup>111</sup>.

**Tabela 2.1. Źródła powstania i kierunki wykorzystania pieniądza banku centralnego**

| Elementy polityki pieniężno-kredytowej | Aktywa (źródła powstania pieniądza banku centralnego)   | Pasywa (sposoby wykorzystania pieniądza banku centralnego)   | Elementy polityki pieniężno-kredytowej  |
|--|---|--|---|
| Polityka refinansowania                | 1. Rezerwy walutowe, kredyty i pozostałe należności od zagranicy<br>2. Kredyty dla krajowych instytucji kredytowych<br>2.1. Kredyt dyskontowy<br>2.2. Zakupione w ramach operacji otwartego rynku weksle krajowe, papiery wartościowe<br>2.3. Kredyt lombardowy | 7. Pieniądz gotówkowy w obiegu<br>8. Wkłady instytucji kredytowych<br>9. Wkłady podmiotów sektora publicznego<br>10. Zobowiązania wobec instytucji kredytowych | Polityka rezerw obowiązkowych<br><br>Polityka depozytowo-kredytowa<br>Warunkowe transakcje dewizowe |
| Polityka depozytowo-kredytowa          | 3. Kredyty i należności od podmiotów sektora publicznego  | 11. Zobowiązania tytułu wydanych papierów wartościowych rynku pieniężnego  | Operacje otwartego rynku  |
| Operacje otwartego rynku               | 4. Papiery wartościowe  | 12. Pozostałe pasywa   |   |
| Polityka refinansowania                | 5. Pozostałe aktywa<br>6. Kontyngenty refinansowania  | 13. Kontyngenty refinansowania   | Polityka refinansowania   |

Źródło: D. Duwendag i in., *Teoria pieniądza i polityka pieniężna*, Poltext, Warszawa 1995, s. 295.

Pieniądz rezerwowy powstaje w wyniku aktywnych operacji banku centralnego, zatem poszczególne pozycje aktywnej strony jego bilansu wskazują na źródła pochodzenia

<sup>110</sup>P. Schaal, op. cit., s. 51.

<sup>111</sup>D. Duwendag i in., *Teoria pieniądza i polityka pieniężna*, Poltext, Warszawa 1995, s. 291.

pieniądza. Pasywna strona bilansu banku centralnego informuje natomiast o sposobach wykorzystania wyemitowanego pieniądza, inaczej mówiąc o formach jego przechowywania. Tabela 2.1. ukazuje w syntetyczny sposób źródła powstania i sposoby wykorzystania pieniądza banku centralnego. Instrumenty polityki pieniężnej umieszczone zostały w tabeli obok odpowiednich pozycji bilansu banku centralnego, na które instrumenty te mają wpływ. Pozycje, którym nie został przypisany żaden instrument nie podlegają kontroli banku centralnego lub zależą od procesów rynkowych<sup>112</sup>.

Najszersza definicja łącznej płynności bankowej obejmuje rezerwy płynności banków tworzone poprzez udostępnienie pieniądza banku centralnego, zbywalne papiery rynku pieniężnego i kapitałowego w posiadaniu banków, zaciągnięte kredyty i linie kredytowe w innych bankach krajowych i zagranicznych oraz lokaty instytucji publicznych<sup>113</sup>. Pomiar poziomu płynności sektora bankowego odbywa się zazwyczaj przez określenie stanu środków pieniężnych utrzymywanych na rachunkach prowadzonych przez bank centralny. Wyraża się go również poprzez średnie dzienne saldo operacji otwartego rynku lub dynamikę spreadów stóp procentowych rynku międzybankowego<sup>114</sup>. Płynność sektora bankowego może być wysoka lub niska niezależnie od poziomu płynności reprezentowanej przez każdy z banków oddzielnie. O poziomie płynności decyduje wielkość zapotrzebowania na płynność.

Niedoborem płynności sektora bankowego określa się sytuację, gdy łączna kwota środków stawianych do dyspozycji banków komercyjnych na rynku międzybankowym jest niższa niż ich zapotrzebowanie na pieniądź banku centralnego. Niedobór płynności w sektorze bankowym skutkuje wzrostem ceny pieniądza na rynku międzybankowym, a w konsekwencji pogorszeniem zdolności banków do realizacji swoich zobowiązań. Rozwiązaniem takiej sytuacji może być pozyskanie środków w banku centralnym, który jako jedyny podmiot uprawniony do emisji pieniądza gotówkowego jest niemal nieograniczonym źródłem płynności, pełniąc funkcję pożyczkodawcy ostatniej instancji<sup>115</sup>.

Do nadmiaru płynności dochodzi wówczas, gdy ilość środków stawianych do dyspozycji banków komercyjnych na rynku międzybankowym jest wyższa niż ich zapotrzebowanie na pieniądź banku centralnego. Sytuacja taka może skutkować zwiększeniem aktywności instytucji kredytowych na rynku międzybankowym, a w konsekwencji dalszą kreacją pieniądza<sup>116</sup>.

---

<sup>112</sup>Ibidem, s. 294.

<sup>113</sup>P. Schaal, op. cit., s. 42.

<sup>114</sup>I. Pyka, op. cit., s. 88.

<sup>115</sup>Ibidem, s. 84.

<sup>116</sup>Ibidem, s. 85.

Banki centralne, będąc ostatecznym źródłem płynności dla banków komercyjnych, regulują płynność systemu bankowego, zgodnie z potrzebami realizowanej polityki pieniężnej. Skuteczność zarządzania płynnością sektora bankowego wiąże się z precyzyjną identyfikacją luki płynności, co w praktyce bywa trudne do przeprowadzenia z uwagi na brak odpowiednich metod jej pomiaru. Aktywność banku centralnego sprowadza się do regulowania płynności operacyjnej, czyli przeprowadzania operacji zasilających lub absorbujących na krótki okres, zwykle nieprzekraczający jednego miesiąca. W sytuacji niedoboru płynności operacyjnej, dzięki możliwości szybkiej kreacji pieniądza rezerwowego, banki centralne zasilają sektor bankowy w pieniądź gotówkowy. Istnieją dwie grupy instrumentów wsparcia płynnościowego, przy czym podział ten związany jest z wielkością grupy uzyskującej wsparcie. W sytuacji narastania niebezpieczeństwa destabilizacji całego systemu finansowego, banki centralne mogą podejmować działania korygujące i naprawcze, których adresatem są wszyscy uczestnicy systemu finansowego, wykorzystując w tym celu instrumenty równego dostępu. W sytuacji braku płynności indywidualnej instytucji, a także w przypadku zagrożenia jej niewypłacalnością, banki centralne udzielają wsparcia indywidualnego. W związku z niebezpieczeństwem wystąpienia pokusy nadużycia, wspieranie pojedynczych instytucji za pośrednictwem banku centralnego powinno ulec stopniowej marginalizacji. Nadpłynność systemu bankowego, utrudniająca prowadzenie polityki pieniężnej, skłonić może banki centralne do uruchomienia instrumentów służących jej absorpcji<sup>117</sup>.

Nierównowaga monetarna na rynku międzybankowym przejawiać się może również w stanach płynności strukturalnej, wyznaczonej przez wielkość długoterminowego zadłużenia banku centralnego w bankach komercyjnych, powstającego w wyniku działania czynników autonomicznych, niezależnych od władz monetarnych. Strukturalna nadpłynność oznacza, iż w długim okresie w sektorze bankowym znajdują się niezagospodarowane wolne środki obniżające rentowność kapitałową banków. Strukturalna nadpłynność nie wyklucza możliwości wystąpienia niedoboru płynności operacyjnej, skłaniającego banki centralne do podjęcia krótkookresowych operacji zasilających. Skuteczność banku centralnego w regulowaniu płynności sektora bankowego jest najniższa w warunkach strukturalnej i operacyjnej nadpłynności sektora bankowego. Strukturalnemu deficytowi płynności sektora bankowego towarzyszy zwykle niedobór płynności operacyjnej, słabo reagujący na operacje

---

<sup>117</sup> A. Matysek-Jędrych, *Instrumenty stabilizowania systemu finansowego ( przyczynek do analizy kryzysu zapoczątkowanego w 2007 roku)*, w: *Globalny kryzys finansowy i jego konsekwencje w opiniach ekonomistów polskich*, red. J. Szambelańczyk, Związek Banków Polskich, Warszawa, marzec 2009, s. 42.

banku centralnego zwiększające podaż pieniądza. Wobec przeszkód w uzyskaniu środków na rynku międzybankowym banki walczą o depozyty, konkurując między sobą wysokością oprocentowania. Wyższy koszt pozyskania pieniądza blokuje kanał kredytowy na bankowym rynku pieniężnym<sup>118</sup>.

## 2.2. Źródła kryzysów płynności sektora bankowego i indywidualnych banków

Banki komercyjne mogą doznać tzw. szoku płynności (*liquidity shock*), który definiuje się jako niespodziewany wzrost zapotrzebowania na gotówkę, prowadzący do utraty płynności<sup>119</sup>. Wsparcie płynnościowe ze strony banku centralnego jako kredytodawcy ostatecznej instancji pozwala bankom na zredukowanie straty spowodowanej koniecznością wyprzedazy aktywów po zaniżonych cenach (*fire sale prices*) w celu pilnego zaspokojenia potrzeb gotówkowych.

Skrajną sytuacją deficytu płynności jest kryzys płynności systemu finansowego występujący wówczas, gdy zarówno osoby fizyczne, jak i przedsiębiorstwa, dążą do zgromadzenia oszczędności w postaci płynnych aktywów, tworząc tzw. bufor płynności. Wzrost popytu na płynne aktywa spowodowany jest faktycznym zwiększeniem ryzyka, bądź też samym przekonaniem ze strony uczestników rynku, że ryzyko uległo zwiększeniu. Gromadzenie oszczędności prowadzi do redukcji podaży płynnych aktywów dostępnych w normalnych transakcjach, prowadząc w ostatecznym rozrachunku do spadku produkcji oraz redukcji zatrudnienia<sup>120</sup>.

Wśród źródeł kryzysu płynności wymienia się m.in.:

- szturm na banki (*bank run*),
- efekt zarażania (*contagion effect*),
- pokusę nadużycia spowodowaną systemem gwarantowania depozytów.

Pierwsze próby wyjaśnienia przyczyn kryzysu płynności i szturmu (runu) na banki podjęte zostały w szeroko wykorzystywanym modelu D. Diamonda oraz P. Dybviga, skonstruowanym w 1983 r. Model ten ukazuje, jak usługi pośrednictwa finansowego świadczone przez banki, polegające na akceptowaniu aktywów z natury niepłynnych i oferowaniu pasywów dużo bardziej płynnych, zwiększają podatność banków na masowe wycofywanie wkładów ze strony klientów. Diamond and Dybvig wskazują, że zapotrzebowanie banków na depozyty może doprowadzić do istnienia wielu równowag.

---

<sup>118</sup> I. Pyka, op. cit., s. 89-90.

<sup>119</sup> J. Guttentag, R. Herring, op. cit., s. 151.

<sup>120</sup> R. E. Lucas Jr., N. L. Stokey, *Liquidity Crises. Understanding sources and limiting consequences: a theoretical framework*, Economic Policy Papers, The Region, June 2011, s. 6.

W sytuacji pełnego zaufania ze strony uczestników rynku, depozyty będą wycofywały wyłącznie te podmioty, dla których będzie to w danym momencie właściwe. W warunkach paniki motywacja klientów ulega zakłóceniu, skutkując nieracjonalną masową wypłatą depozytów. Depozyty te mogą osiągnąć potencjalnie niepożądaną równowagę, kiedy wszyscy deponenti ulegną panice i wycofają swoje wkłady.

W sytuacji, gdy znaczna część deponentów będzie próbowała zrealizować operację wypłaty gotówki w tym samym czasie, bank nie będzie w stanie obsłużyć wszystkich zainteresowanych z uwagi na brak wystarczającej rezerwy gotówkowej. Jeśli znaczna część deponentów zdecyduje się wypłacić środki, i będzie to zdarzenie spodziewane przez innych klientów banku, wówczas każdy indywidualny deponent będzie także odczuwał impuls do wycofania swoich własnych funduszy. Ze względu na fakt, iż banki będą w stanie obsłużyć tylko część klientów, każdy z nich będzie chciał znaleźć się na początku kolejki. Sytuacja taka doprowadzić może do samospełniającej się paniki wśród deponentów, nawet tych, którzy preferowaliby pozostawienie wkładów w bankach, gdyby nie obawa przed ich niewypłacalnością. Masowe wypłaty gotówki mogą doprowadzić do upadłości każdy bank, nawet charakteryzujący się zdrowymi podstawami finansowymi. Następstwem szturm na banki jest istotna redukcja płynności w gospodarce, a w efekcie dalszy rozwój kryzysu<sup>121</sup>.

Warto zaznaczyć, że szturm na bank nie wynika wyłącznie z niewłaściwego zarządzania bankiem lub też z nadmiernej ekspozycji na ryzyko portfela banku. Warunkiem wystarczającym do wywołania takiego efektu jest podążanie za działaniami pozostałych uczestników rynku (efekt stadny). Źródłem kryzysu płynności upatruje się również w nieistotnych zmiennych losowych (*extrinsic random variables*), określanych mniej technicznym pojęciem „plam na słońcu” (*sunspot*), uosabiających czynniki, które nie oddziałują bezpośrednio na fundamenty ekonomiczne. Twórcy pojęcia *sunset equilibrium* – D. Cass i K. Shell – wskazują, że choć uczestnicy rynku generalnie zachowują się racjonalnie i zgodnie z własnym interesem, zasada ta nie jest wystarczająca do wyjaśnienia wszystkich zdarzeń ekonomicznych. Pojęcie *sunset equilibrium* oznacza, że istotne są nie tylko przesłanki ekonomiczne, ale również pewne zmienne losowe, które odgrywają kluczową rolę, ponieważ istnieje powszechne przekonanie o ich znaczeniu. Zgodnie z poglądami cytowanych ekonomistów, jeśli społeczeństwo oczekuje określonych wyników, wyniki te zostaną osiągnięte, jeśli natomiast oczekiwania są inne, rezultaty ekonomiczne również będą podążały za oczekiwaniami. Ukute przez Cassa i Shella pojęcie ma wskazywać, że koordynacja

---

<sup>121</sup> D. W. Diamond, P. H. Dybvig, *Bank runs, deposit insurance, and liquidity*, *Journal of Political Economy* 91 (3), 1983, s. 401–419, za: [http://en.wikipedia.org/wiki/Liquidity\\_crisis](http://en.wikipedia.org/wiki/Liquidity_crisis).

przekonań nie musi wynikać z jakiś logicznych przesłanek. Jeżeli wystarczająca liczba ludzi jest przekonana, że przysłowiowe plamy na słońcu sygnalizują masowe wycofywanie gotówki z banków, stanie się tak w rzeczywistości. Zasadniczą kwestią jest zatem rozpoznanie czynników determinujących panujące przekonania<sup>122</sup>.

Niebagatelne znaczenie dla genezy kryzysów płynności ma również zjawisko określane mianem zarażania (*contagion*) lub efektu domina braku płynności, polegające na przenoszeniu się problemów pomiędzy bankami. Brak terminowej realizacji zobowiązania danego banku wobec banku-wierzyciela może skutkować trudnościami w regulowaniu zobowiązań banku-wierzyciela wobec jego kredytodawców, wywołując problemy z płynnością u kolejnych podmiotów<sup>123</sup>.

Czynnikiem całkowicie eliminującym zachętę do masowego wycofywania wkładów jest system gwarantowania depozytów. Nie podważając zasadności istnienia tego systemu jako elementu sieci bezpieczeństwa finansowego, z jego funkcjonowania wynikają również pewne patologie. Z systemem tym wiąże się bowiem niebezpieczeństwo podejmowania przez banki zbyt ryzykownej działalności, która wynika z pokusy nadużycia. System gwarantowania depozytów sprawia, że ubezpieczony bank, który podejmuje ryzykowne przedsięwzięcia, może dzięki temu osiągnąć wyższy zysk, a dodatkowy przychód przekazać deponentom i udziałowcom bez jednoczesnego obciążania ich zwiększonym ryzykiem. Jednocześnie bank nie musi obawiać się utraty klientów z powodu nadmiernej ekspozycji na ryzyko, a wręcz przeciwnie, może zyskać nowych deponentów dzięki możliwości zaoferowania wyższego oprocentowania niż bardziej ostrożna konkurencja<sup>124</sup>.

Deponenci również ulegają pokusie nadużycia, gdyż nie oceniają banku z perspektywy bezpieczeństwa lokowania środków, lecz opłacalności inwestycji, transferując lokaty do instytucji oferujących najwyższe oprocentowanie. Dzieje się tak, ponieważ ryzyko niewypłacalności banku spoczywa na instytucji gwarantującej depozyty, nie obciążając w żadnym stopniu deponenta. W rezultacie pomiędzy bankami dochodzi do wojny cenowej na rynku depozytowym.

Pewne niedoskonałości systemu gwarantowania depozytów występują również w obszarze konkurencji transgranicznej. Korzystniejsze warunki gwarantowania depozytów w jednym kraju mogą skutkować odpływem depozytów z krajów, gdzie gwarancje są niższe.

---

<sup>122</sup>R. E. Lucas Jr., N. L. Stokey, op. cit., s. 10.

<sup>123</sup>G. Hałaj, *Przegląd metod badania płynności banków*, Bank i Kredyt nr 7/2008, s. 23.

<sup>124</sup>R. E. Lucas Jr., N. L. Stokey, op. cit., s. 11.



Banki z krajów o niższym poziomie gwarantowania depozytów tracą zatem pozycję konkurencyjną na rynku pozyskiwania depozytów<sup>125</sup>.

## **2.3. Instrumenty banku centralnego w zarządzaniu płynnością sektora bankowego**

### **2.3.1. Tradycyjne narzędzia polityki pieniężnej**

Władze monetarne wywierają wpływ na kształtowanie warunków gospodarczych, w szczególności na popyt wewnętrzny i inflację, dzięki wykorzystaniu odpowiedniego zestawu instrumentów polityki pieniężnej, pozwalających na zarządzanie płynnością systemu bankowego oraz pełniących funkcje sygnałne. Narzędzia polityki pieniężnej podzielić na dwie podstawowe grupy<sup>126</sup>:

- instrumenty kontroli administracyjnej (bezpośrednie), za pomocą których banki centralne mogą dokonywać bezpośredniej regulacji cen instrumentów finansowych (stóp procentowych, kursów walutowych) lub wolumenu (depozytów lub kredytów) poprzez odgórne nakładanie ograniczeń na instytucje finansowe,
- instrumenty rynkowe (pośrednie, parametryczne), których zadaniem jest oddziaływanie na zachowania i decyzje instytucji finansowych poprzez zmiany w bilansie banku centralnego bądź wpływ na cenę pieniądza lub innych aktywów finansowych metodami rynkowymi.

Dzięki odpowiednio dobranym instrumentom polityki pieniężnej banki centralne mają możliwość kształtowania krótkoterminowych stóp rynku międzybankowego, stanowiących wskaźnik operacyjny prowadzonej polityki pieniężnej. Uwzględniając zależność przedstawioną w modelu Mundella-Fleminga, określaną pojęciem niemożliwej trójcy (*impossible trinity*), wskazującą na niemożność jednoczesnej kontroli kursu walutowego oraz stóp procentowych w warunkach swobodnego przepływu kapitału, można stwierdzić, że w systemie płynnego kursu walutowego stopy procentowe są jedyną wielkością podlegającą efektywnej kontroli banku centralnego. Wpływając na poziom stóp rynku międzybankowego, banki centralne pośrednio oddziałują na wysokość oprocentowania depozytów i kredytów, a także ceny i rentowność innych instrumentów depozytowo-kredytowych, a w konsekwencji również na sferę realną i inflację poprzez wpływ na decyzje dotyczące konsumpcji i inwestycji<sup>127</sup>. Zmiany poziomu stóp procentowych mają ponadto efekt sygnałny, wskazując na kierunek prowadzonej polityki pieniężnej.

---

<sup>125</sup> Z. Jagiełło, L. Pawłowicz, *Hazard moralny i wojny depozytowe*, Rzeczpospolita z 8 lutego 2012 r., s. B8.

<sup>126</sup> P. Szpunar, op. cit., s. 59.

<sup>127</sup> Ibidem, s. 125.

Klasyczna triada celów polityki pieniężnej obejmuje system rezerw obowiązkowych, operacje otwartego rynku oraz operacje depozytowo-kredytowe, przy czym pierwszy instrument ma charakter administracyjny, a pozostałe dwa stanowią narzędzia o charakterze rynkowym. Z uwagi na cel niniejszej pracy, którym jest analiza niestandardowych działań banków centralnych w odpowiedzi na kryzys, w dalszej części podrozdziału omówione zostaną wyłącznie te narzędzia klasycznej polityki pieniężnej, które zostały aktywnie wykorzystane podczas ostatniego kryzysu, ulegając licznym modyfikacjom, które przekształciły je w instrumenty coraz bardziej niekonwencjonalne. Charakterystyka tradycyjnych instrumentów polityki pieniężnej doczekała się licznych opracowań w literaturze, dlatego też omówienie konwencjonalnych narzędzi wykorzystanych w trakcie kryzysu przeprowadzone zostanie w sposób bardzo syntetyczny.

Największe znaczenie dla współczesnej polityki pieniężnej mają **operacje otwartego rynku**. Banki centralne systematycznie analizują zmiany stanu rachunków bieżących banków komercyjnych wywołane czynnikami autonomicznymi, podejmując na ich podstawie decyzje odnośnie skali operacji otwartego rynku (OOR). Istotą tych operacji jest wyrównywanie wahań płynności w systemie bankowym, poprzez oddziaływanie na podaż rezerw bankowych, co pozwala na stabilizowanie stóp procentowych rynku międzybankowego. Bank centralny jako kredytodawca ostatniej instancji, za pośrednictwem operacji otwartego rynku wyznacza krańcowy poziom rynkowych stóp procentowych. Żaden uczestnik rynku nie zdecyduje się bowiem na zaciągnięcie kredytu oprocentowanego powyżej stopy oferowanej przez bank centralny, jak również nie będzie skłonny założyć lokaty oprocentowanej poniżej oferty banku centralnego.

Operacje otwartego rynku polegają na zawieraniu przez bank centralny transakcji skupu lub sprzedaży papierów wartościowych, przy czym stroną inicjującą jest zawsze bank centralny, a partnerem transakcji uprawnione banki komercyjne. Banki centralne nie mogą jednak zmusić banków do przystąpienia do transakcji, a ich autonomiczna decyzja uzależniona jest wyłącznie od poziomu rentowności proponowanych transakcji.

Celem operacji otwartego rynku jest kształtowanie płynności sektora bankowego, a w konsekwencji jego zdolności do kreacji pieniądza. W sytuacji nadmiaru płynności w sektorze bankowym, w celu jej ograniczenia, banki centralne sprzedają papiery wartościowe bankom komercyjnym. W sytuacji niedoboru płynności banki centralne

dokonują skupu papierów wartościowych, dążąc do zwiększenia poziomu rezerw w sektorze bankowym<sup>128</sup>.

Przedmiotem operacji otwartego rynku są najczęściej papiery wartościowe emitowane przez rząd w celu finansowania długu publicznego (bony skarbowe, obligacje skarbowe), a także papiery emitowane przez same banki centralne (bony pieniężne, certyfikaty dłużne). Niektóre banki centralne dopuszczają również obrót papierami emitowanymi przez jednostki samorządu terytorialnego oraz przedsiębiorstwa. Doświadczenia kryzysu finansowego zapoczątkowanego w 2007 r. pokazały, że zakres uprawnionych papierów wartościowych w wielu krajach uległ znacznemu rozszerzeniu.

Operacje otwartego rynku, jak sama nazwa wskazuje, są instrumentem o charakterze rynkowym, co oznacza, że podlegają działaniu mechanizmu rynkowego. Ich cechą charakterystyczną jest występowanie banku centralnego w roli równorzędnego partnera pozostałych uczestników transakcji. Operacje te powodują zmiany w bilansie banku centralnego, jako że w ich wyniku następują zmiany w wolumenie papierów wartościowych wchodzących w skład aktywów banku centralnego, a także w wielkości podaży pieniądza rezerwowego stanowiącego składnik pasywów. Instrument ten stanowi środek oddziaływania banków centralnych nawet wówczas, gdy nie dojdzie do zawarcia transakcji. Sama oferta złożona bankom komercyjnym, może bowiem wywołać ich pożądane zachowania<sup>129</sup>, jako że operacje otwartego rynku sygnalizują nastawienie w polityce pieniężnej. Transakcje zawierane są z reguły na dość krótkie terminy, bowiem przedmiotem oddziaływania banków centralnych są krótkoterminowe stopy procentowe. W przypadku oddziaływania na dłuższe rynkowe stopy procentowe, uczestnicy rynku mogą wyciągnąć wnioski na temat pożądanego poziomu pozostałych stóp procentowych. W sytuacji, gdy bank centralny nie ma pewności czy wymagająca interwencji zmiana płynności ma charakter trwały czy jedynie przejściowy, podejmuje z reguły operacje krótkoterminowe, których efekt zawsze może zostać wydłużony poprzez „rolowanie” operacji<sup>130</sup>.

Operacje otwartego rynku można klasyfikować pod kątem charakteru transakcji, uwzględniając ich wpływ na płynność sektora bankowego. Klasyfikacja ta pozwala na wyodrębnienie operacji zasilających, czyli przyczyniających się do zwiększenia płynności sektora bankowego, oraz absorbujących, czyli powodujących redukcję płynności sektora

---

<sup>128</sup>A. Kaźmierczak, *Pieniądz i bank w kapitalizmie. Zarys problematyki*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1997, s. 137-141.

<sup>129</sup>M. Skopowski, M. Wiśniewski, *Współczesna polityka pieniężna – instrumenty. Materiały dydaktyczne*, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Poznaniu, Poznań 2009, s. 71.

<sup>130</sup>P. Szpunar, op. cit., s. 97.

bankowego. Innym kryterium podziału jest konstrukcja transakcji, pozwalająca na wyodrębnienie operacji bezwarunkowych oraz warunkowych. Cechą operacji bezwarunkowych jest zawarcie natychmiastowej transakcji kupna/sprzedaży papierów wartościowych od uprawnionych banków. Inicjowanie operacji bezwarunkowych ma na celu wywołanie długoterminowych, trwałych zmian płynności sektora bankowego, bowiem nie towarzyszą im jednoczesne transakcje odwrotne na rynku terminowym. W przeciwieństwie do transakcji bezwarunkowych, operacje warunkowe służą czasowym zmianom płynności sektora bankowego, bowiem po ustalonym w umowie okresie następuje zawarcie transakcji przeciwstawnej<sup>131</sup>.

Chcąc zachęcić banki komercyjne do przystąpienia do operacji otwartego rynku banki centralne muszą ustalić cenę papierów wartościowych na atrakcyjnym poziomie. W sytuacji nadpłynności sektora bankowego banki centralne podejmują działania w kierunku podniesienia wysokości rynkowych stóp procentowych. W tym celu sprzedają papiery wartościowe po cenie niższej od obowiązującej na rynku. Operacja taka jest równoznaczna z ofertą lokaty po stopie procentowej wyższej od notowanej na rynku, zatem stanowiącej bardziej atrakcyjną formę depozytu niż oferuje rynek. Oprocentowanie tych lokat stanowi różnicę pomiędzy ceną sprzedaży i późniejszego odkupu papierów wartościowych stanowiących przedmiot operacji. Zachęczone opłacalnością transakcji banki decydują się na zakup papierów wartościowych oferowanych przez bank centralny, zmniejszając tym samym wielkość płynnych środków w obiegu, a zatem i zdolność do kreacji pieniądza bezgotówkowego. Mniejsza dostępność pieniądza na rynku, a także konkurencyjność lokat oferowanych przez bank centralny, skutkuje podwyższeniem rynkowych stóp procentowych depozytów, a w konsekwencji również kredytów, przyczyniając się do ograniczenia podaży pieniądza. W sytuacji niedoboru płynności sektora bankowego, która była cechą charakterystyczną kryzysu finansowego zapoczątkowanego w 2007 r., banki centralne inicjują zasilające operacje otwartego rynku, których celem jest obniżenie oprocentowania rynkowego. Oferując bankom przystąpienie do transakcji skupu papierów wartościowych po cenach wyższych od oferowanych przez rynek, władze monetarne w rzeczywistości kredytują banki komercyjne na warunkach bardziej konkurencyjnych od oferty rynku międzybankowego. Oprocentowanie kredytu udzielonego przez bank centralny w wyniku operacji otwartego rynku jest równe różnicy pomiędzy ceną zakupu, a ceną późniejszej odsprzedaży papierów wartościowych stanowiących przedmiot transakcji. W wyniku

---

<sup>131</sup> M. Skopowski, M. Wiśniewski, op. cit., s. 73.

sprzedaży papierów wartościowych bankowi centralnemu, wielkość płynnych środków w obiegu zwiększa się, rozszerzając tym samym możliwość kreacji pieniądza wkładowego przez banki komercyjne. Zwiększona dostępność pieniądza na rynku, a także konieczność dostosowania się do konkurencyjnej oferty banku centralnego, powoduje spadek rynkowych stóp procentowych kredytów, a w konsekwencji również depozytów<sup>132</sup>.

Zawieranie operacji otwartego rynku, z uwagi na ich rynkowy charakter, odbywa się w drodze zorganizowanych przetargów, dzięki czemu wyeliminowana jest możliwość uznaniowej, pozaparametrycznej selekcji partnerów i ich ofert. W praktyce banków centralnych spotyka się dwie formy przetargu: kwotowy (ilościowy ze stałą stopą procentową) oraz procentowy (ze zmienną stopą procentową). W przypadku przetargu kwotowego bank centralny ustala kwotę transakcji i stopę procentową, natomiast banki, potencjalnie uczestniczące w transakcji deklarują kwotę transakcji po ustalonej przez bank centralny jednolitej stopie procentowej, po której uzyskają lub zdeponują środki. W sytuacji nadwyżki popytu nad podażą bank centralny dokonuje redukcji zleceń. Stopa przetargu, nazywana niezależnie od rodzaju transakcji stopą *repo*, stanowi parametr rynku pieniężnego o dużej sile oddziaływania, co sprawia, iż ten typ przetargu wykorzystywany jest najczęściej w okresach wzmożonej niestabilności rynku oraz w sytuacji widocznego rozwoju stóp procentowych w kierunku niepożądanym z punktu widzenia polityki pieniężnej.

Przetarg procentowy, w odróżnieniu od kwotowego, charakteryzuje się tym, że banki składające kontroferty muszą podawać nie tylko kwotę transakcji, ale również cenę, po której chciałyby jej dokonać. Bank centralny wyznacza pewien poziom stopy procentowej w wyniku zaakceptowania danej ceny maksymalnej (przy operacjach zasilających) lub minimalnej (przy operacjach absorbujących). W przypadku nadwyżki popytu nad podażą bank centralny wybiera oferty z najlepszą z jego punktu widzenia stopą procentową<sup>133</sup>.

Uczestnikami operacji otwartego rynku są najczęściej banki spełniające określone wymagania i, posiadające status dilerów rynku pieniężnego. Rozwiązanie takie umożliwia sprawne przeprowadzanie i rozliczanie transakcji. Banki uczestniczące w transakcji dokonują następnie dystrybucji pozyskanych środków w systemie bankowym.

Szczególnym rodzajem operacji otwartego rynku są operacje typu *swap*, których przedmiotem nie są papiery wartościowe, tak jak w klasycznych OOR, lecz waluty obce. Operacje te polegają zatem na pierwotnym zakupie lub sprzedaży walut obcych na rynku

---

<sup>132</sup>Polityka pieniężna. Cele, strategie i instrumenty, red. W. Przybylska-Kapuścińska, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Poznaniu, Poznań 2002, s. 97.

<sup>133</sup> P. Szpunar, op. cit., s. 92-93.

kasowym z jednoczesną ich odsprzedażą lub odkupem na rynku terminowym. Operacje te mają tożsamy efekt monetarny co operacje z udziałem papierów wartościowych, przy czym banki centralne, oprócz oddziaływania na płynność krajowego systemu bankowego, mogą również efektywnie wykorzystywać posiadane rezerwy dewizowe, przyczyniając się jednocześnie do rozwijania krajowych rynków finansowych. Operacje swapowe służyć mogą również sterylizowaniu efektów monetarnych będących rezultatem interwencji banku centralnego na rynku walutowym<sup>134</sup>. Swapy walutowe stały się istotnym narzędziem w walce z niedoborem walut obcych (m.in. dolara amerykańskiego i franka szwajcarskiego), zaistniałym na skutek upośledzenia funkcjonowania rynku pieniężnego spowodowanego kryzysem płynności zapoczątkowanym w 2007 r.

Ostatnim rodzajem operacji mieszczących się w ramach pojęcia operacji otwartego rynku są emisje własne papierów wartościowych dokonywane przez banki centralne, mające na celu absorpcję środków z systemu bankowego dotkniętego nadpłynnością. Najczęściej banki centralne dokonują emisji papierów dyskontowych z terminem zapadalności do roku.

Drugim elementem klasycznej triady celów polityki pieniężnej, aktywnie wykorzystywanym podczas ostatniego kryzysu finansowego, są **operacje depozytowo-kredytowe**, znane w literaturze jako *standing facilities*. Operacje depozytowo-kredytowe powstały z połączenia dwóch instrumentów, tj. kredytu refinansowego oraz oprocentowanego depozytu terminowego składanego przez banki komercyjne w banku centralnym. Warunki refinansowania i limity transakcji ustala bank centralny, jednak decyzja o wykorzystaniu tego instrumentu oraz skali zaangażowania należy do banków komercyjnych.

Znamienną cechą kredytu refinansowego jest jego wykorzystywanie do regulowania płynności wyłącznie w sytuacji jej nagłego zachwiania, w przeciwieństwie do zwykłego sterowania płynnością w sektorze bankowym odbywającego się za pośrednictwem operacji otwartego rynku. Wolumen operacji kredytowych ulega znacznemu zwiększeniu po godzinach działania rynku międzybankowego, a także w ostatnim dniu utrzymywania rezerwy obowiązkowej w systemie rezerwy opóźnionej i uśrednionej. Bank centralny z racji udzielania kredytu refinansowego, będącego ostatecznym źródłem płynności w sytuacji, gdy inne źródła finansowania są niedostępne, określany bywa mianem kredytodawcy ostatniej instancji (*lender of last resort*). Realizując tę funkcję bank centralny minimalizuje ryzyko utraty płynności przez system bankowy oraz umożliwia bankom komercyjnym wywiązanie się z obowiązku utrzymywania rezerwy minimalnej.

---

<sup>134</sup>Ibidem, s. 95.

Najpopularniejszą formą krótkoterminowego refinansowania w banku centralnym jest **kredyt lombardowy**, udzielany pod zastaw określonych papierów wartościowych. Kredyt lombardowy nie tylko zabezpiecza płynność systemu bankowego, ale również wyznacza górną granicę oprocentowania na rynku międzybankowym (tzw. „sufit”), równoznaczny z krańcowym kosztem pozyskania pieniądza. Oprocentowanie kredytu refinansowego jest bowiem wyższe od oprocentowania pożyczek na rynku międzybankowym, co ma zachęcić banki do korzystania z alternatywnych form pozyskiwania środków.

Bank centralny jest instytucją z zasady wypłacalną, dlatego też drugi element operacji depozytowo-kredytowych, czyli **depozyty w banku centralnym**, nie wymagają od niego przedkładania zabezpieczeń. Instrument ten służy absorpcji nadwyżek płynności, działając podobnie jak operacje otwartego rynku. Lokowanie środków w banku centralnym odbywa się w drodze przetargu na przyjęcie środków w oprocentowany depozyt lub też w trybie bezaukcyjnym, gdy bank centralny oferuje wszystkim deponentom stałą stopę procentową. Znamiennej cechą depozytu w banku centralnym jest to, że jego oprocentowanie wyznacza dolną granicę wahań stóp procentowych na rynku międzybankowym (tzw. *market floor*).

Operacje depozytowo-kredytowe są instrumentem wspomagającym zarządzanie płynnością w sytuacji, gdy z powodu braku możliwości precyzyjnego planowania płynności systemu bankowego, zastosowanie operacji otwartego rynku mogłoby okazać się chybione. Służą one do wyznaczenia korytarza wahań rynkowych stóp procentowych, ograniczonego od dołu przez oprocentowanie operacji absorbujących, czyli depozytu w banku centralnym (*standing deposit facility*), od góry natomiast przez oprocentowanie operacji zasilających, czyli kredytu refinansowego (*standing credit facility*).

Istotnym elementem prowadzonej polityki pieniężnej jest także polityka informacyjna wzmacniająca wiarygodność banku centralnego, nastawiona na wywołanie przekonania wśród uczestników życia gospodarczego, że władza monetarna trafnie diagnozuje sytuację i podejmuje właściwe decyzje. Głównym celem polityki informacyjnej jest zakotwiczenie oczekiwań inflacyjnych, czyli umacnianie zaufania, że władze monetarne będą skutecznie stabilizowały inflację, przeciwdziałając znacznym jej odchyleniom od celu. Gdy analiza sytuacji w gospodarce wskazuje, że może nastąpić przegrzanie koniunktury oraz znaczny i względnie trwały wzrost inflacji powyżej przyjętego celu, wówczas bank centralny daje do zrozumienia, iż rośnie prawdopodobieństwo podniesienia stóp procentowych. W sytuacji znacznego pogorszenia koniunktury oraz spadku inflacji poniżej założonego celu, bank

centralny jest zainteresowany komunikowaniem podmiotom gospodarczym, że możliwa jest obniżka stóp procentowych<sup>135</sup>.

Wzrost znaczenia polityki informacyjnej nastąpił w związku z rozpowszechnieniem się strategii bezpośredniego celu inflacyjnego, bowiem kontrolowanie inflacji nie opierało się już na ocenie odchyłań jednej zmiennej (tj. podaży pieniądza), lecz wymagało wszechstronnej analizy sytuacji ekonomicznej, której wyniki powinny zostać zaprezentowane uczestnikom życia gospodarczego w celu wyjaśnienia przesłanek podjętych decyzji. Polityka informacyjna służy zwiększeniu przejrzystości prowadzonej polityki pieniężnej, a w konsekwencji wzmocnieniu efektu prowadzonych działań. Publikowanie informacji na temat przesłanek towarzyszących prowadzeniu polityki pieniężnej przyczynia się do zmniejszenia asymetrii informacji pomiędzy bankiem centralnym a otoczeniem<sup>136</sup>.

Reasumując wykorzystanie standardowych instrumentów polityki pieniężnej można stwierdzić, iż w normalnych warunkach rynkowych banki centralne realizują wyznaczony cel poprzez sterowanie oficjalną stopą procentową oraz wyjaśnianie opinii publicznej przełożenia zastosowanej polityki pieniężnej na osiąganie przyjętego celu. Decyzje odnośnie prowadzonej polityki pieniężnej, a także ogłaszane komunikaty, dzięki monopolowi banku centralnego w zakresie dostarczania płynnych rezerw bankowych, pozwalają na skuteczne sterowanie krótkoterminową stopą rynku międzybankowego. W okresie stabilności finansowej banki centralne koncentrują się wyłącznie na dostarczaniu odpowiedniej ilości płynnych rezerw do systemu bankowego, pozwalając na ich dowolną dystrybucję za pośrednictwem rynku międzybankowego. Impulsy monetarne są transmitowane poprzez różnorodne kanały na inne rynki finansowe, oddziałując na warunki kredytowe oraz wysokość długoterminowych stóp procentowych, a co za tym idzie decyzje podmiotów gospodarczych odnośnie podejmowanych inwestycji i konsumpcji, czego ostatecznym efektem jest wpływ na wysokość inflacji oraz wzrost gospodarczy<sup>137</sup>.

### **2.3.2. Wsparcie płynności za pomocą polityki bilansu banku centralnego**

Zakłócenia mechanizmu transmisji impulsów monetarnych, pojawiające się w trakcie kryzysu finansowego, znacznie utrudniają prowadzenie skutecznej polityki pieniężnej w jej tradycyjnej postaci. Wzrost zmienności popytu na rezerwy bankowe, jak również zakłócenia w redystrybucji płynności pomiędzy instytucjami depozytowymi, istotnie ograniczają

---

<sup>135</sup> M. Rozkrut, *Polityka informacyjna banków centralnych*, w: *Polityka pieniężna*, red. A. Sławiński, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 2011, s. 144.

<sup>136</sup> M. Skopowski, M. Wiśniewski, op. cit., s. 10-11.

<sup>137</sup> M. Cecioni, G. Ferrero, A. Secchi, *Unconventional monetary policy in theory and in practice*, BANCA D'ITALIA EUROSISTEMA, Occasional Papers, September 2011, Number 102, s. 5.



zdolność banku centralnego do kontroli krótkoterminowych stóp rynkowych. Turbulencje rynku międzybankowego przenikają do innych segmentów rynku finansowego, utrudniając właściwą transmisję impulsów polityki pieniężnej. Dodatkowym problemem, zaistniałym podczas omawianego kryzysu finansowego, jest niemożność dalszego oddziaływania banku centralnego za pomocą redukcji stóp procentowych w obliczu ich niemal zerowych wartości (*zero lower bound* – ZLB).

Doświadczenia ostatniego kryzysu finansowego pokazały, iż w nadzwyczajnych okolicznościach banki centralne są zdolne do zastosowania szeregu instrumentów znacznie wykraczających poza kanon tradycyjnie wykorzystywanych narzędzi polityki pieniężnej. Deficyt płynności na rynkach międzybankowych, spowodowany nadmierną skłonnością banków do utrzymywania buforów płynności, obniżający ich zdolność do kredytowania gospodarki, zagrażał destabilizacją systemu finansowego. Banki centralne, niezależnie od posiadania mandatu polityki pieniężnej do dbania o stabilność systemu finansowego, zdecydowały się na aktywną reakcję, mając świadomość wzajemnych zależności pomiędzy stabilnością finansową i monetarną. Władze monetarne znalazły się niejako na pierwszej linii frontu w walce z kryzysem finansowym, ponieważ, posiadając monopol emisji pieniądza rezerwowego, były jedynymi instytucjami, które mogły dostarczyć płynności awaryjnej w nieograniczonej ilości. Działania banków centralnych miały na celu przeciwdziałanie wybuchowi paniki, a także służyły podtrzymaniu nadszarpniętego wizerunku instytucji finansowych. Przywrócenie płynności i stabilności systemu finansowego stało się dla władz monetarnych istotnym wyzwaniem pomimo awersji do podejmowania ryzyka w zakresie działań interwencyjnych, wynikającej z ich obawy przed wystąpieniem zjawiska pokusy nadużycia.

Turbulencje na globalnym rynku finansowym objawiły niedostateczną skuteczność standardowych instrumentów polityki pieniężnej, zmuszając banki centralne do poszukiwania nowych niekonwencjonalnych rozwiązań. W odpowiedzi na znaczne zachwianie płynności na rynku finansowym spowodowane drastycznym spadkiem zaufania do instytucji finansowych, banki centralne uruchomiły szereg niekonwencjonalnych narzędzi, określanых potocznie pojęciem tzw. *quantitative easing*, czyli poluzowania ilościowego.

W literaturze nie istnieje jedna uniwersalna definicja niestandardowych instrumentów polityki pieniężnej (określanых również jako niekonwencjonalne czy nadzwyczajne), a, jak zauważają niektórzy ekonomiści, różnica pomiędzy narzędziami konwencjonalnymi i niekonwencjonalnymi jest niekiedy bardzo niewyraźna. Warto zauważyć, że niekonwencjonalność polityki pieniężnej nie wynika z samej istoty stosowanych

instrumentów, lecz wiąże ze specyfiką segmentu rynku, który jest adresatem działań banku centralnego. Wiele z rozwiązań uznanych obecnie za nowatorskie, w latach 60-tych i 70-tych należałoby do kanonu działań zmierzających do zmiany struktury bilansu sektora prywatnego<sup>138</sup>.

W szerokim rozumieniu niestandardowe instrumenty polityki pieniężnej to wszelkie działania interwencyjne władz monetarnych, mające na celu przywrócenie prawidłowej transmisji impulsów polityki pieniężnej oraz dostarczenie bodźców do stymulowania gospodarki w sytuacji zerowych stóp procentowych. Do niestandardowych instrumentów polityki pieniężnej zalicza się wszelkie narzędzia uruchomione w celu zlikwidowania niedoborów płynności zarówno wśród instytucji depozytowych, jak i w innych istotnych segmentach rynków finansowych, bezpośredni skup papierów wartościowych sektora prywatnego i publicznego oraz szczególne formy polityki komunikacyjnej, służące przywróceniu normalnego funkcjonowania rynku oraz oddziałujące na oczekiwania odnośnie poziomu przyszłych oficjalnych stóp procentowych<sup>139</sup>.

Poluzowanie ilościowe bywa niekiedy błędnie określane jako *money printing*, czyli działanie banku centralnego polegające na dodruku pustego pieniądza, nieposiadającego odzwierciedlenia w sferze realnej i skutkującego wzrostem inflacji<sup>140</sup>. W rzeczywistości nie następuje jednak faktyczny wzrost pieniądza gotówkowego, lecz przyrost podaży rezerw bankowych. Bank centralny nie wprowadza bowiem do obiegu pieniądza w formie zmaterializowanej, lecz dokonuje jego kreacji za pośrednictwem zapisów elektronicznych na rachunkach podmiotów dokonujących transakcji z bankiem centralnym<sup>141</sup>.

Niekonwencjonalne operacje banków centralnych podejmowane są w sytuacji, gdy dalsze cięcia stóp procentowych okazują się niemożliwe do przeprowadzenia, z uwagi na ich zerową wartość, a sytuacja na rynku finansowym wymaga działań służących zwiększeniu płynności. W tych szczególnych okolicznościach banki centralne podejmują działania służące zwiększeniu wielkości podaży pieniądza, uznając, że przywrócenie płynności rynku finansowego jest zadaniem priorytetowym nawet w stosunku do troski o stabilność waluty

---

<sup>138</sup> L. B. Smaghi, *Conventional and unconventional monetary policy*, Keynote lecture at the International Center for Monetary and Banking Studies (ICMB), Geneva, 28 April 2009, s. 1.

<sup>139</sup> M. Cecioni, G. Ferrero, A. Secchi, op. cit., s. 6.

<sup>140</sup> por. T. Prusek, *Helikopterowy Ben i Mario drukarz rządzą światem*, Gazeta Wyborcza nr 217 z 17 września 2012 r., s. 25.

<sup>141</sup> J. Murray, *When the unconventional becomes conventional – monetary policy in extraordinary times*, Bank of International Settlements Review 61/2009, s. 1, [www.bis.org/reviw/r090522d.pdf](http://www.bis.org/reviw/r090522d.pdf)

czy utrzymanie inflacji na wyznaczonym poziomie. W sytuacji zerowych stóp procentowych dodatkowe impulsy monetarne osiągnane są na trzy komplementarne sposoby, tj. poprzez<sup>142</sup>:

- oddziaływanie na oczekiwania odnośnie długoterminowych stóp procentowych,
- zmianę struktury bilansu banku centralnego,
- zwiększenie sumy bilansowej banku centralnego.

Wykorzystanie niekonwencjonalnych narzędzi polityki pieniężnej jest uzasadnione również w sytuacji dodatnich stóp procentowych, pod warunkiem, że transmisja impulsów monetarnych jest znacznie upośledzona. W takiej sytuacji banki centralne mogą dokonać głębszych redukcji krótkoterminowych stóp procentowych niż miałyby to miejsce w normalnych warunkach lub też oddziaływać bezpośrednio na proces transmisji monetarnej poprzez wykorzystanie narzędzi polityki niekonwencjonalnej<sup>143</sup>.

Cechą charakterystyczną niekonwencjonalnej polityki pieniężnej jest zatem oddziaływanie na rynki finansowe z pominięciem kanału krótkookresowej stopy procentowej (*decoupling principle*) oraz w warunkach niesprawności mechanizmów transmisyjnych. W następstwie wspomnianej zasady rozłączności polityka bilansu banku centralnego może być zastosowana niezależnie od istniejącego poziomu stóp procentowych, przy czym władze monetarne muszą dysponować środkami do rozdzielenia obu tych polityk. W celu zagwarantowania braku wpływu zmian rezerw bankowych na rynkową stopę referencyjną wykorzystane zostają operacje sterylizujące oddziaływanie zastosowanych narzędzi na podaż rezerw bankowych. Przykładowym instrumentem do osiągnięcia powyższego celu jest emisja bonów banku centralnego<sup>144</sup>.

Zdaniem autorki najbardziej spójna klasyfikacja niestandardowych narzędzi polityki pieniężnej, wykorzystywanych przez banki centralne podczas minionego kryzysu, zaproponowana została przez Smagiego<sup>145</sup>, który wyróżnił ich następujące odmiany<sup>146</sup>:

- bezpośrednie poluzowanie ilościowe (*direct quantitative easing*), polegające na ekspansji monetarnej w drodze skupu przez banki centralne papierów publicznych na rynku wtórnym w transakcjach z bankami komercyjnymi,
- bezpośrednie łągodzenie kredytowe (*direct credit easing*), polegające na ekspansji monetarnej w drodze skupu lub finansowania skupu przez bank centralny, zarówno

---

<sup>142</sup> L. B. Smaghi, op. cit., s. 2.

<sup>143</sup> Ibidem, s. 2.

<sup>144</sup> C. Borio, P. Disyatat, *Unconventional monetary Policy: an appraisal*, BIS Working Papers No 292, November 2009, s. 5.

<sup>145</sup> członek Zarządu Europejskiego Banku Centralnego.

<sup>146</sup> L. B. Smaghi, op. cit., s. 3.

na rynku pierwotnym, jak i wtórnym, wybranych papierów wartościowych wyemitowanych przez podmioty prywatne np. papierów komercyjnych, obligacji przedsiębiorstw oraz papierów zabezpieczonych aktywami (*asset-backed securities* - ABS-ów),

- pośrednie (wewnętrzne) poluzowanie ilościowe/kredytowe (*indirect endogenous quantitative/credit easing*), polegające na udzielaniu przez bank centralny finansowania bankom komercyjnym na dłuższe niż standardowo terminy, pod zastaw szerszego zakresu zabezpieczeń, z dopuszczeniem do transakcji większej liczby partnerów.

Idea *direct quantitative easing* polega zasadniczo na zwiększaniu rozmiarów sumy bilansowej banków centralnych za pomocą operacji skupu przez władze monetarne długoterminowych papierów rządowych znajdujących się w posiadaniu banków komercyjnych. Działanie to ma podwójne znaczenie. Po pierwsze krzywa zysku z operacji z użyciem papierów rządowych staje się punktem odniesienia (*benchmarkiem*) dla wyceny ryzyka papierów wartościowych emitowanych przez sektor prywatny<sup>147</sup>. Ponadto, osiągnięty dzięki działaniu kanału portfelowego spadek długoterminowych stóp procentowych stymuluje długoterminowe inwestycje, a więc i zagregowany popyt, wspierając jednocześnie stabilizację cen. Operacje te powinny również przyczynić się do zmniejszenia różnicy pomiędzy stopą banku centralnego a ceną kredytów w gospodarce.

Celem bezpośredniego poluzowania ilościowego jest dostarczenie płynności do sektora prywatnego, jednak powodzenie operacji uzależnione jest od autonomicznych decyzji banków komercyjnych, dotyczących przeznaczenia pozyskanych rezerw. Zasadniczą kwestią pozostaje pytanie, co stanie się ze środkami ze sprzedaży aktywów bankowi centralnemu. Cel polityki *quantitative easing* zostanie osiągnięty wówczas, gdy pozyskana płynność przeznaczona zostanie na zakup innych aktywów, przyczyniając się do podwyższenia ich cen oraz spadku rentowności. Polityka pozostanie bezskuteczna, jeśli dodatkowe środki zatrzymane zostaną w postaci bufora płynności<sup>148</sup>. Nawet jednak jeśli banki komercyjne nie zdecydują się na ekspansję kredytów dla przedsiębiorstw oraz gospodarstw domowych, dodatkowe rezerwy, które zgromadzą w wyniku transakcji z bankiem centralnym, przyczynią się do obniżenia stopy procentowej na rynku międzybankowym.

W okresie ostatniego kryzysu zakupy skarbowych papierów wartościowych na otwartym rynku osiągnęły dużą skalę. Wobec rosnących potrzeb pożyczkowych rządu

---

<sup>147</sup> W sytuacji gdy rosną zakupy papierów rządowych, oczekuje się, że zyski z prywatnie emitowanych papierów wartościowych spadną równoległe do spadków odnotowywanych przez papiery rządowe.

<sup>148</sup> *Inflation Report May 2009*, Bank of England, s. 16.

wielu krajów zwiększały emisję obligacji. Jednocześnie banki centralne, realizując politykę *quantitative easing*, nabywały te papiery od banków komercyjnych na rynku wtórnym. Dzięki zakupom bonów i obligacji skarbowych przez banki centralne, rządy mogły plasować kolejne emisje, przy niewielkim wpływie na bilanse banków komercyjnych. W wyniku takich operacji rosła natomiast suma bilansowa banków centralnych, której efektem był wzrost podaży pieniądza rezerwowego. Analizując ten rodzaj oddziaływania banku centralnego należy mieć na uwadze fakt, iż szereg banków centralnych napotyka ograniczenia ustawowe w postaci zakazu finansowania długu publicznego ze środków pochodzących z banku centralnego<sup>149</sup>. Chociaż nabywanie obligacji skarbowych na rynku wtórnym jest dozwolone, istnieje ryzyko przejęcia przez bank centralny roli *market makera* dla długu publicznego, co pozostawałoby w sprzeczności z zakazem finansowania długu publicznego. Nabywanie przez banki centralne obligacji skarbowych na rynku wtórnym jest w rzeczywistości monetyzacją długu i stanowi swoistą formę omijania zakazu finansowania deficytu budżetowego przez władze monetarne. Warto dodać również, że banki komercyjne, mające problemy z utrzymaniem kapitału na poziomie regulacyjnego minimum, środki pozyskane z transakcji sprzedaży obligacji skarbowych przeznaczają nie na akcję kredytową, która zwiększyłaby obowiązujący je wymóg kapitałowy, lecz na zakupy aktywów z zerową wagą ryzyka, czyli *de facto* kolejne papiery skarbowe<sup>150</sup>.

Innym sposobem niekonwencjonalnego oddziaływania władz monetarnych na płynność jest polityka *direct credit easing*, w ramach której banki centralne rozpoznają niedobory płynności w określonych segmentach prywatnych rynków hurtowych i likwidują je poprzez bezpośredni skup papierów sektora prywatnego lub finansowanie skupu dokonywanego przez inne podmioty. Wśród papierów objętych skupem znajdują się m.in. papiery komercyjne (*commercial papers*), obligacje korporacyjne (*corporate bonds*) i papiery wartościowe zabezpieczone wierzytelnościami (*asset-backed securities*). Pojęcie to zostało ukute przez Prezesa Rezerwy Federalnej – Bena Bernanke, który posłużył się nim dla opisanego szeregu programów pożyczkowych, adresowanych zarówno do banków, jak i podmiotów niebankowych, oraz operacji skupu prywatnych papierów wartościowych,

---

<sup>149</sup> Przykładowo w Unii Europejskiej kwestię tę reguluje art. 104 Traktatu z Maastricht, który mówi, iż „Stwarzanie możliwości przekraczania stanu rachunków lub jakiegokolwiek inne formy kredytu EBC lub banków centralnych państw członkowskich (zwanym dalej "narodowymi bankami centralnymi") na rzecz instytucji lub organów Wspólnoty, władz centralnych regionalnych, lokalnych lub innych władz publicznych, instytucji lub przedsiębiorstw publicznych państw członkowskich są zabronione; zabroniony jest również bezpośredni zakup od nich przez EBC lub narodowe banki centralne instrumentów zadłużenia”. Traktat Lizboński nie przyniósł zmian w tym zakresie.

<sup>150</sup> D. Tymoczko, *Reakcje wybranych banków centralnych (FED i EBC) na kryzys*, w: *Banki centralne wobec kryzysu ekonomicznego*, red. J. Osiński, Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, Warszawa 2010, s. 114.

podejmowanych przez Rezerwę Federalną w odpowiedzi na ostatni kryzys finansowy. Nabywanie przez banki centralne papierów wartościowych emitowanych przez podmioty prywatne ma zasadniczo ten sam wpływ na wielkość podaży pieniądza i bazy monetarnej co zakupy papierów rządowych. Należy jednak pamiętać, że, dokonując bezwarunkowego skupu papierów wartościowych emitowanych przez podmioty prywatne, banki centralne wchodzi w obszar ryzyka kredytowego na takich samych zasadach, jakby były podmiotami prywatnymi. Dodatkowo należy wziąć pod uwagę kwestię zakłóceń w funkcjonowaniu rynku, jakie mogą mieć miejsce w sytuacji udzielania wsparcia wybranym gałęziom przemysłu, pojedynczym firmom lub regionom, bądź też wyłącznie dużym przedsiębiorstwom<sup>151</sup>.

Trzecia metoda powiększania sumy bilansowej banku centralnego określana jest mianem *indirect (endogenous) quantitative/credit easing*. Polega ona na udzielaniu pożyczek bankom komercyjnym na dłuższe okresy niż przewidują to warunki standardowe oraz pod zastaw szerszego zakresu zabezpieczeń, który rozszerzony zostaje o czasowo nie płynne aktywa. Rozwiązanie takie pozwala na uniknięcie ryzyka po stronie banku centralnego z tytułu utrzymywania we własnym portfelu przejmowanych aktywów do czasu ich wykupu lub odsprzedaży. W okresie prowadzenia polityki *indirect quantitative/credit easing* bank centralny wpływa bezpośrednio na krzywą dochodowości (*yield curve*), tzn. oddziałuje na ceny papierów wartościowych o takim terminie zapadalności, na jaki finansowanie oferuje bank centralny<sup>152</sup>.

Uzasadnieniem zastosowania polityki *quantitative easing* jest konieczność dostarczenia gospodarce dodatkowych środków pieniężnych w celu stworzenia bodźców do zwiększenia zagregowanego popytu i spełnienia wyznaczonego celu inflacyjnego. Polityka nabywania aktywów za pomocą środków wyasygnowanych przez bank centralny jest naturalnym rozszerzeniem konwencjonalnej polityki pieniężnej, przy czym w normalnych okolicznościach banki centralne dostarczają płynność zgodnie z popytem zgłaszanym przez banki w oparciu o obowiązującą stopę procentową. W ramach polityki *quantitative easing*, banki centralne sterują wielkością podaży pieniądza w gospodarce poprzez dostarczanie dodatkowych rezerw w wyniku prowadzonego skupu aktywów finansowych. Nie oznacza to jednak rezygnacji z oddziaływania za pomocą stopy procentowej banku centralnego, która w dalszym ciągu wpływa na wysokość rynkowych stóp procentowych, chociaż ich poziom

---

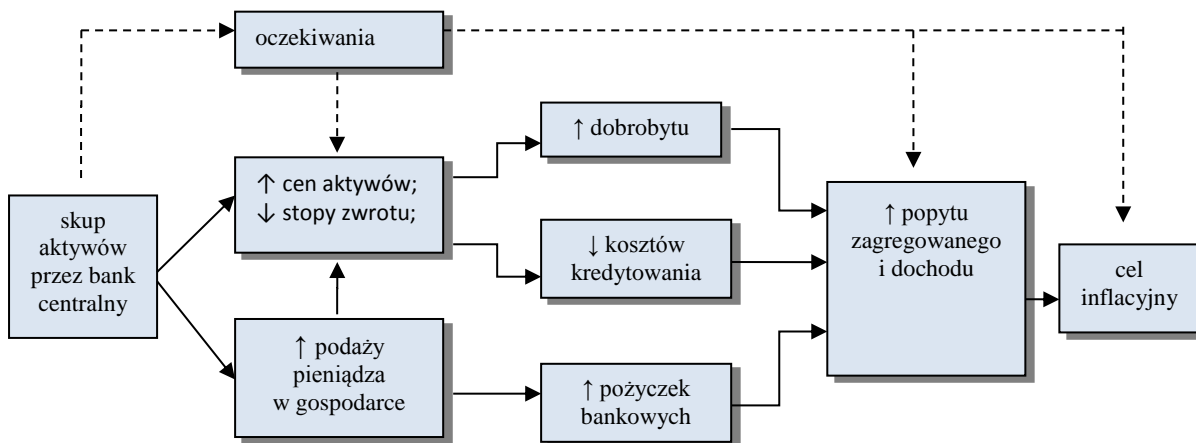
<sup>151</sup>L. B. Smaghi, op. cit., s. 5.

<sup>152</sup>Ibidem, s. 6-7.

jest również wypadkową dodatkowej podaży pieniądza „wstrzykiwanej” do gospodarki za pośrednictwem polityki *quantitative easing*<sup>153</sup>.

Nabywanie aktywów finansowych sektora prywatnego za pomocą nowo wyemitowanych środków banku centralnego przyczynia się nie tylko do zwiększenia rezerw utrzymywanych przez banki komercyjne, ale również zwiększa wielkość depozytów należących do przedsiębiorstw oraz gospodarstw domowych. W sytuacji gdy bank centralny kupuje aktywa bezpośrednio od banku komercyjnego, następuje zasilenie rachunku tego banku dodatkowymi rezerwami, co skutkuje ekspansją podaży pieniądza banku centralnego. Jeśli bank centralny dokonuje zakupu aktywów od instytucji niebankowej, zapłata następuje za pośrednictwem banku sprzedawcy. Realizacja transakcji polega na zasileniu rachunku banku sprzedawcy, który następnie zasila rachunek klienta, będącego sprzedawcą aktywów. Oznacza to, że o ile zakup aktywów bezpośrednio od banków komercyjnych zwiększa bazę monetarną (podaż pieniądza w wąskim ujęciu), to dokonywanie transakcji z instytucjami niebankowymi powoduje jednocześnie zwiększenie bazy monetarnej oraz podaży pieniądza w szerszym ujęciu. Właśnie ekspansja szerszych agregatów monetarnych decyduje o skuteczności mechanizmu transmisji za pomocą polityki *quantitative easing*, dzięki niej bowiem możliwa jest redukcja cen aktywów oraz powrót inflacji na ścieżkę wyznaczoną przez cel inflacyjny<sup>154</sup>.

**Schemat 2.1. Mechanizm transmisji impulsów wywołanych skupem aktywów przez bank centralny**



Źródło: *Inflation Report May 2009*, Bank of England, s. 17.

Następstwem zakupu aktywów finansowych przez bank centralny powinna być wyższa ich cen, a w konsekwencji redukcja stopy zwrotu z określonego rodzaju aktywów,

<sup>153</sup> J. Benford i in., *Quantitative easing*, Quarterly Bulletin 2009 Q2, s. 91, <http://www.bankofengland.co.uk/publications/quarterlybulletin/qb090201.pdf>.

<sup>154</sup> Ibidem, s. 91.

a co za tym idzie obniżenie kosztów kredytowania przedsiębiorstw oraz gospodarstw domowych, prowadzące w efekcie końcowym do zwiększenia popytu zagregowanego. Tańszy i łatwiejszy dostęp do kapitału dla firm pomaga im utrzymać poziom produkcji, poprawiając jednocześnie perspektywy zatrudnienia. Wyższe ceny aktywów pomnażają również zyski posiadaczy majątku. Opisane zależności prezentuje schemat 2.1.

Analiza zaobserwowanych efektów skupu aktywów przez bank centralny doprowadziła do zidentyfikowania następujących kanałów transmisji<sup>155</sup>:

- komunikacyjnego (*macro-policy news channel*) – komunikaty władz monetarnych informujące o podjęciu przedsięwzięcia polegającego na skupie aktywów z rynku prywatnego, dostarczają informacji na temat stanu gospodarki i podejścia banku centralnego do ewentualnych zmian parametrów makroekonomicznych,
- portfelowego (*portfolio rebalancing channel*) – wzrost popytu na obligacje, będące przedmiotem skupu ze strony banku centralnego, powoduje wzrost ich ceny oraz obniżenie dochodowości; sprzedawcy obligacji pozyskane ze sprzedaży aktywów środki finansowe inwestują w inny rodzaj papierów wartościowych, oddziałując tym samym na wzrost ich ceny (pod warunkiem, że nie są one idealnymi substytutami aktywów sprzedanych bankowi centralnemu),
- poprawy funkcjonowania rynku (*market functioning effect*) – obietnica skupu aktywów przez bank centralny wpływa na redukcję premii za ryzyko płynności (*liquidity premium*), oczekiwanej przez inwestorów w stosunku do aktywów, których sprzedaż w przyszłości może okazać się utrudniona.

Nowa koncepcja polityki monetarnej po raz pierwszy zastosowana została przez Bank Japonii w nadziei na przezwycięzenie frustrującego okresu stagflacji oraz recesji w latach 2001-2006. Zwiększenie wielkości podaży pieniądza odbywało się poprzez rozszerzenie wachlarza nabywanych papierów wartościowych, który obejmował długoterminowe papiery skarbowe (*long-term treasuries*), papiery wartościowe zabezpieczone wierzytelnościami (*asset-backed securities*), akcje (*equities*), oraz papiery komercyjne (*commercial papers*). Bank Japonii starał się w ten sposób zmusić banki komercyjne do pożyczania na normalnych warunkach rynkowych. W pierwszym roku realizacji polityki *quantitative easing* kurs jena japońskiego w stosunku do dolara amerykańskiego obniżył się o 18,5%, natomiast indeks Nikkei spadł o 28%. W latach 2002-2004 kurs USD/JPY osłabił się o dalsze 22%, jednak

---

<sup>155</sup> M. Joyce, A. Lasasosa, I. Stevens, M. Tong, *The Financial Market Impact of Quantitative Easing*, Bank of England Working Paper No. 393/2010, July 2010, revised August 2010, s. 7-8.



sytuacja gospodarcza Japonii powoli się stabilizowała, o czym świadczył wzrost indeksu Nikkei o 20%<sup>156</sup>. Pomimo prawie dwukrotnego zwiększenia bazy monetarnej Bankowi Japonii nie udało się jednak zwiększyć akcji kredytowej japońskich banków, która zmalała o 20%<sup>157</sup>. Choć toczą się zacięte spory na temat tego, czy *quantitative easing* spowodowało w Japonii poprawę sytuacji ekonomicznej, większość analityków wyraża pogląd, że polityka ta pomogła przeciwdziałać deflacji.

Z lekcji japońskiej można wyciągnąć następujące wnioski<sup>158</sup>:

- Nie należy zakładać, że wzrost bazy monetarnej będzie skutkował zwiększeniem akcji kredytowej, bowiem mnożnik pieniężny w ostatniej dekadzie uległ znacznemu obniżeniu;
- Postawa banków komercyjnych jest kluczowym warunkiem powodzenia polityki *quantitative easing*;
- Wzrost podaży pieniądza powinien implikować oczekiwania wzrostu przyszłego poziomu cen, jednak polityka *quantitative easing* wywołuje zwiększone oczekiwania inflacyjne tylko w sytuacji, gdy wzrost rozmiarów sumy bilansowej banków centralnych jest znaczny oraz, gdy postrzegany jest jako stały;
- Zwiększanie oczekiwań inflacyjnych przy jednoczesnym unikaniu wzrostu długoterminowej nominalnej stopy procentowej wydaje się niemożliwe do osiągnięcia. Dlatego też ustanawianie długoterminowej realnej stopy procentowej jako celu operacyjnego polityki pieniężnej zdaje się być dużym wyzwaniem w środowisku rozwiniętych rynków finansowych;
- Jeśli działanie polityki *quantitative easing* jest odbierane przez uczestników rynku jako zaplanowane na długi okres, wówczas należy spodziewać się rozluźnienia polityki fiskalnej;
- Nie należy zapominać, że program zakupów papierów rządowych niesie ze sobą ryzyko poniesienia straty przez bank centralny. Skup papierów rządowych odbywa się po stosunkowo wysokich cenach. Powodzenie zastosowanej polityki *quantitative easing* spowoduje poprawę sytuacji gospodarczej, pociągającą za sobą stopniowy wzrost długoterminowej stopy procentowej, co spowoduje spadek rentowności papierów wartościowych znajdujących się w posiadaniu banków centralnych, a co za tym idzie wygeneruje stratę po stronie banku centralnego.

---

<sup>156</sup>K. Lien, *Jak quantitative easing może wpłynąć na dolara amerykańskiego*, GFT / EFIX Polska, <http://wiadomosci.onet.pl/wiadomosci/jak-quantitative-easing-moze-wplynac-na-dolara-me,1,3492582,wiadomosc.html>,

<sup>157</sup> A. Sławiński, *Gdy koń nie chce pić*, Rzeczpospolita z 13 czerwca 2012 r., s. B10.

<sup>158</sup>L. B. Smaghi, op. cit., s. 4.

Wyróżniającą cechą niestandardowej polityki pieniężnej jest aktywne wykorzystanie przez bank centralny jego bilansu w celu wywierania wpływu na ceny i warunki panujące na rynku, niezależnie od polityki prowadzonej w oparciu o sterowanie poziomem stóp procentowych. Polityka bilansowa banku centralnego bywa często konfrontowana z tradycyjną polityką opartą na oddziaływaniu na krótkookresową stopą procentową, zwykle stopę *overnight*. W odróżnieniu od polityki stóp procentowych, aktywne wykorzystanie polityki bilansu banku centralnego skutkuje zmianami w rozmiarach i strukturze bilansu banku centralnego, a także profilu ryzyka, na które narażony jest bank centralny. W warunkach normalnie funkcjonującego rynku finansowego suma bilansowa banku centralnego posiada rozmiary, które zapewniają równowagę pomiędzy stopą *overnight* oraz stopą refinansowania krótkoterminowego w banku centralnym. W warunkach napięć na rynku finansowym zwiększone zapotrzebowanie na rezerwy ze strony banków komercyjnych powoduje stopniowe podwyższanie sumy bilansowej banków centralnych, która będzie rosła tak długo, aż stopa oprocentowania jednodniowego na rynku międzybankowym spadnie poniżej oprocentowania krótkookresowego w banku centralnym. Wpływ polityki bilansu banku centralnego na rozmiary sumy bilansowej jest w dużej mierze uzależniony od sposobu finansowania przeprowadzanych operacji. Rozmiary bilansu nie ulegną zmianie, jeśli wzrostowi określonych należności banku centralnego towarzyszyć będzie spadek innych należności. Rozmiary sumy bilansowej ulegną zwiększeniu jeśli finansowane będą za pomocą ekspansji zobowiązań banku centralnego<sup>159</sup>.

Stosowanie niekonwencjonalnych instrumentów polityki pieniężnej powoduje zmiany w wielkości i strukturze bilansu banku centralnego, zatem niektórzy ekonomiści rozróżniają rozluźnienie ilościowe (*quantitative easing*) oraz jakościowe (*qualitative easing*). Polityka *quantitative easing*, skutkuje znacznym przyrostem sumy bilansowej banków centralnych. Po stronie aktywnej wzrost ten objawia się zwiększoną ilością aktywów skupionych przez bank centralny. Po stronie pasywnej odnotowywany jest natomiast przyrost rezerw bankowych, którego następstwem jest zwiększenie ilości pieniądza w obiegu. Rozluźnienie jakościowe (*qualitative easing*) powoduje zmiany w strukturze bilansu władzy monetarnej poprzez zwiększenie udziału mniej płynnych i bardziej ryzykownych aktywów, które do tej pory w ogóle nie występowały w bilansie banku centralnego.

---

<sup>159</sup> C. Borio, P. Disyatat, *Unconventional monetary Policy: an appraisal*, BIS Working Papers No 292, November 2009, s. 8.

Systematyka niekonwencjonalnej polityki pieniężnej może zostać dokonana również w oparciu o następujące kryteria, tj.:

- kryterium wpływu na strukturę bilansu sektora prywatnego,
- oraz kryterium segmentu rynku będącego przedmiotem bezpośredniego oddziaływania banku centralnego.

Według klasyfikacji zaproponowanej przez Borio i Disyatat, uwzględniającej powyższe kryteria, wyróżnia się cztery szerokie kategorie polityki bilansowej: politykę kursu walutowego, politykę zarządzania quasi-długiem, politykę kredytu oraz politykę rezerw bankowych (tabela 2.2.).

**Tabela 2.2. Typologia polityki bilansowej**

| CEL                                | Wpływ na bilans sektora prywatnego  |  |  |
|------------------------------------|-------------------------------------|--|--|
|                                    | Zmiana ekspozycji na ryzyko kursowe | Zmiana w strukturze wierzytelności sektora publicznego | Zmiana rodzaju wierzytelności sektora prywatnego i /lub struktury wierzytelności sektora publicznego względem prywatnego |
| Kurs walutowy                      | polityka kursu walutowego           |  |  |
| Dług publiczne/papiery wartościowe |                                     | polityka zarządzania quasi-długiem                     |  |
| Dług prywatny/papiery wartościowe  |                                     |  | polityka kredytowa   |
| Rezerwy bankowe                    | polityka rezerw bankowych           |  |  |

Źródło: C. Borio, P. Disyatat, *Unconventional monetary Policy: an appraisal*, BIS Working Papers No 292, November 2009, s. 7.

W przypadku polityki kursu walutowego bank centralny zmienia ekspozycję sektora prywatnego na ryzyko kursowe za pośrednictwem operacji na zagranicznych rynkach walutowych. Intencją tych transakcji jest oddziaływanie na poziom i zmienność kursu walutowego, niezależnie od aktualnej wysokości stóp procentowych<sup>160</sup>.

W ramach polityki zarządzania quasi-długiem działania banku centralnego przyczyniają się do zmiany struktury zobowiązań sektora publicznego w stosunku do sektora prywatnego, a ich bezpośrednim celem jest oddziaływanie na poziom dochodowości papierów skarbowych, a w dalszej perspektywie na koszt finansowania i ceny aktywów. Zobowiązania sektora publicznego obejmują nie tylko papiery skarbowe, ale również rezerwy bankowe utrzymywane w banku centralnym<sup>161</sup>.

<sup>160</sup>Ibidem, s. 7.

<sup>161</sup>Ibidem, s. 7.

Bezpośrednim celem polityki kredytowej jest zmiana warunków finansowania sektora prywatnego. Operacje banku centralnego nakierowane są na określony segment sektora prywatnego i przyczyniają się do zmiany struktury bilansu tego sektora w wyniku zwiększenia ekspozycji władz monetarnych na roszczenia sektora prywatnego. Zmiany takie mogą zostać wdrożone w wyniku rozszerzeniu listy akceptowanych zabezpieczeń oraz modyfikacji ograniczeń w odniesieniu do partnera (strony) transakcji, a także okresu zapadalności operacji polegających na udzielaniu pożyczek lub nabywaniu wierzytelności sektora prywatnego<sup>162</sup>.

Ostatni rodzaj polityki bilansu banku centralnego, czyli polityka rezerw bankowych, polega na jasnym wyznaczeniu przez władze monetarne celu, który ma zostać spełniony dzięki zwiększeniu podaży rezerw bankowych. Cel ten jest niezależny od sposobu w jaki przyrost rezerw bankowych zostanie zrównoważony po aktywnej stronie bilansu banku centralnego, a więc niezależny od tego czy dodatkowe rezerwy przeznaczone zostaną na finansowanie wierzytelności krajowych czy zagranicznych, a także czy dotyczyć będą sektora publicznego, czy też prywatnego<sup>163</sup>.

**Tabela 2.3. Klasyfikacja narzędzi polityki bilansowej banku centralnego**

| Rodzaje polityki bilansu banku centralnego | Narzędzia   |
|--|---|
| Polityka kredytowa                         | <p>Oddziaływanie na rynek międzybankowy:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• modyfikacja okna dyskontowego,</li> <li>• nadzwyczajne operacje długoterminowe,</li> <li>• rozszerzenie listy akceptowanych zabezpieczeń,</li> <li>• dopuszczenie nowych uczestników do transakcji,</li> <li>• linie swapowe pomiędzy bankami centralnymi,</li> <li>• wprowadzenie lub złagodzenie warunków pożyczania papierów wartościowych.</li> </ul> <p>Oddziaływanie na niebankowy rynek kredytowy:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• skup papierów komercyjnych (<i>commercial papers – CP</i>) lub ich akceptowanie jako zabezpieczenie transakcji,</li> <li>• skup papierów sekurytyzowanych (<i>asset backed securities – ABS</i>) lub ich akceptowanie jako zabezpieczenie transakcji,</li> <li>• skup obligacji korporacyjnych (<i>corporate bonds</i>) lub ich akceptowanie jako zabezpieczenie transakcji,</li> <li>• skup innych papierów wartościowych.</li> </ul> |
| Polityka zarządzania długiem               | Skup papierów skarbowych  |
| Polityka rezerw bankowych                  | Wyznaczanie celów dla rezerw bankowych  |
| Polityka kursu walutowego                  | Skup walut obcych   |

Źródło: C. Borio, P. Disyatat, *Unconventional monetary Policy: an appraisal*, BIS Working Papers No 292, November 2009, s. 10.

<sup>162</sup>Ibidem, s. 7.

<sup>163</sup>Ibidem, s. 8.

Tabela 2.3. zawiera specyfikację narzędzi, którymi dysponuje bank centralny w poszczególnych rodzajach polityki bilansowej, z uwzględnieniem obszaru rynku będącego przedmiotem oddziaływania.

Warto zauważyć, że zastosowanie niestandardowych instrumentów polityki pieniężnej w czasie ostatniego kryzysu finansowego było nierównomierne w różnych krajach i uzależnione od struktury systemu finansowego, stopnia zakłóceń rynku, jak również uznaniowej oceny sytuacji dokonanej przez bank centralny.

Zastosowanie niestandardowych instrumentów polityki pieniężnej wymaga opracowania tzw. „strategii wyjścia”, tzn. stopniowego wycofywania się z ich wykorzystywania m.in. poprzez bezpośrednią odsprzedaż aktywów.

Ograniczanie bazy monetarnej, równoznaczne z zacieśnianiem polityki pieniężnej, może nastąpić w drodze następujących strategii wyjścia (*exit strategies*)<sup>164</sup>:

- zamiana rezerw bankowych na depozyty,
- odsprzedaż aktywów z przyrzeczeniem odkupu (operacje *reverse repo*),
- bezpośrednia sprzedaż aktywów, względnie utrzymywanie papierów wartościowych na rachunkach w banku centralnym do osiągnięcia terminu ich zapadalności.

Proces wycofywania się z ekspansywnej polityki pieniężnej może w niektórych przypadkach przebiegać w sposób automatyczny. W przypadku *endogenous quantitative easing* operacje banku centralnego zostają wstrzymane automatycznie, jako że wraz z normalizowaniem się sytuacji banki komercyjne redukują swoje zapotrzebowanie na dodatkowy pieniądź i poszukują źródeł finansowania na rynku międzybankowym. Do samolikwidujących się instrumentów należą przykładowo nadzwyczajne programy płynnościowe uruchomione przez System Rezerwy Federalnej. Cechą charakterystyczną tych programów było zastosowanie oprocentowania pożyczek na poziomie niższym niż na rynku dotkniętym zawirowaniami, ale jednocześnie wyższym niż w sytuacji normalnego funkcjonowania rynku. Rozwiązanie to pozwoliło na automatyczną likwidację programu w sytuacji uzyskania poprawy warunków rynkowych, co wynikało z faktu, iż oferowane oprocentowanie przestało być konkurencyjne. Inną automatyczną formą likwidacji instrumentów polityki niekonwencjonalnej jest spłata niestandardowych pożyczek refinansujących o dłuższym terminie zapadalności. Dzięki spłacie pożyczek po stronie aktywnej bilansu zmniejsza się należności banków centralnych wobec instytucji kredytowych

---

<sup>164</sup> I. Morawski, *Banki są na kropłowie niskich stóp – jak ją odłączyć*, 11 kwietnia 2012 r., <http://www.obserwatorfinansowy.pl/2012/04/11/banki-sa-na-kroplowce-niskich-stop-jak-ja-odlaczyc/> [data dostępu 03.05.2012 r.]

z tytułu operacji polityki pieniężnej, a po stronie pasywnej obniży się wielkość rezerw bankowych. Model taki powinien wystąpić w przypadku zacieśniania polityki pieniężnej Europejskiego Banku Centralnego.

W nieco inny sposób przebiegać będzie wycofywanie się z polityki *quantitative easing* w krajach, w których banki centralne aktywnie zaangażowały się w operacje skupu aktywów. Wzrost bazy monetarnej nastąpił tam przede wszystkim w wyniku skupu długoterminowych papierów wartościowych, utrzymywanych obecnie w portfelu banku centralnego, który może podjąć decyzję o ich przechowywaniu aż do momentu upływu terminu zapadalności lub też postanowić o ich wcześniejszej odsprzedaży. Istotne znaczenie ma również zaprzestanie reinwestowania zysków z odsetek z utrzymywanych papierów wartościowych w nowe obligacje. Procesowi zmniejszania wielkości portfela aktywów towarzyszyć będzie redukcja rezerw bankowych, likwidowanych w związku ze sprzedażą aktywów. Wycofywanie się z ekspansji bilansu banku centralnego wynikającej z operacji skupu aktywów nie przebiega zatem automatycznie, a zwiększone rozmiary bazy monetarnej rodzą obawy o wzrost inflacji w przyszłości<sup>165</sup>.

### **2.3.3. Instrumenty przywracania płynności indywidualnych banków**

Jak już powiedziano w rozdziale 1, jednym z nadrzędnych celów realizowanych przez banki centralne, zapisanym w wielu przypadkach w aktach prawnych regulujących ich działalność, jest dbanie o stabilność systemu finansowego. Utrzymanie zaufania do całego systemu finansowego nie oznacza jednak wspierania wszystkich banków na zasadach dyskrecjonalnych. W sytuacji zagrożenia dla prawidłowego funkcjonowania systemu finansowego banki centralne podejmują działania mające na celu przeciwdziałanie ujawnieniu się ryzyka systemowego. Władze monetarne są jednak zwykle bardzo powściągliwe w formułowaniu oficjalnych deklaracji na temat pełnionej przez siebie funkcji pożyczkodawcy ostatecznej instancji, starając się w ten sposób uniknąć wystąpienia pokusy nadużycia ze strony uczestników życia gospodarczego.

Mając na uwadze ryzyko eskalacji kryzysu, pomimo generalnej akceptacji idei przejrzystego prowadzenia polityki pieniężnej, banki centralne często stosują odstępstwa od zasady pełnej transparentności w odniesieniu do kwestii związanych z udzielaniem nadzwyczajnego wsparcia płynnościowego pojedynczym bankom. Podejmując tego typu działania władze monetarne kierują się zasadą „konstruktywnej niejednoznaczności”

---

<sup>165</sup> F. S. Mishkin, *Monetary Policy Strategy: Lessons from the Crises*, Working Paper 16755, National Bureau of Economic Research, February 2011, s. 28.

(*constructive ambiguity*), sformułowaną przez G. E. Corrigan. Zgodnie z tym podejściem, w celu ograniczania pokusy nadużycia, instytucje tworzące sieć bezpieczeństwa finansowego prowadzą swoją politykę tak, aby banki komercyjne nie oczekiwały automatycznego wsparcia płynnościowego w przypadku wystąpienia sytuacji kryzysowej<sup>166</sup>. Ograniczenie informacji na temat pełnionej funkcji pożyczkodawcy ostatniej instancji sprzyja dyscyplinie rynkowej, zapobiegając kreowaniu oczekiwań ze strony banków, że w razie trudności finansowych bank centralny pospieszy im z pomocą.

Wsparcie finansowe ze strony banku centralnego kierowane jest do pojedynczych instytucji tylko wówczas, gdy istnieje duże prawdopodobieństwo rozprzestrzenienia się kryzysu jednego podmiotu na innych uczestników rynku. Pomoc finansowa udzielana jest tylko tym bankom, które posiadają zdrowe fundamenty finansowe, uznanym za wypłacalne. Płynie stąd potrzeba zapewnienia bankom centralnym dostępu do zebranej przez nadzór bankowy informacji na temat banków. Jeżeli w tarapaty finansowe popada bank znaczący systemowo, co do którego istnieje pewność, że nie jest wypłacalny, bank centralny stoi przed dylematem czy ewentualna interwencja nie nadszarpnie jego wizerunku oraz nie spowoduje strat, a jej zaniechanie nie przyczyni się do rozprzestrzenienia się kryzysu finansowego.

W celu zabezpieczenia interesu banku centralnego, ewentualne wsparcie finansowe udzielane jest pod zastaw adekwatnego zabezpieczenia, choć trzeba zaznaczyć, że w ramach awaryjnego wsparcia płynnościowego akceptowane są aktywa niższej jakości niż w przypadku operacji refinansujących dostępnych dla całego sektora bankowego. Uwzględniając wyższy poziom ryzyka, banki centralne stosują jednak wyższe redukcje wartości zabezpieczeń (*haircut*)<sup>167</sup>. Kredyt finansowy udzielany w ramach funkcji pożyczkodawcy ostatniej instancji oprocentowany jest według stawki wyższej niż najwyższa stopa procentowa stosowana w zwyczajnych operacjach kredytowych banku centralnego, co służyć ma zniechęceniu banków komercyjnych do korzystania z tej formy pomocy<sup>168</sup>.

Interwencja banku centralnego w odniesieniu do pojedynczego banku może również polegać na zasileniu podmiotu problemowego w kapitał kompensujący straty (rekapitalizacja). Ten typ interwencji wynika często z nacisków o charakterze politycznym i podejmowany jest w warunkach braku pełnej niezależności banku centralnego. Ten rodzaj

---

<sup>166</sup> A. Jurkowska-Zajdler, *Bezpieczeństwo rynku finansowego w świetle prawa Unii Europejskiej*, Wolters Kluwer Polska Sp. z o.o., Warszawa 2008, s. 200.

<sup>167</sup> *Haircut* to procentowa wartość, o jaką zostaje umniejszona wartość rynkowa aktywów przyjętego jako zabezpieczenie. Wielkość *haircutu* zależy od ryzyka inwestycyjnego danego składnika aktywów, zatem jest najniższa w przypadku bonów i obligacji skarbowych (opracowano na podstawie <http://finansopedia.forsal.pl/wiki/Haircut>).

<sup>168</sup> O. Szczepańska, *Stabilność finansowa jako cel banku centralnego*, op. cit., s. 102-103.

reakcji naraża bank centralny na koszty nie tylko finansowe, ale również w postaci utraty wiarygodności. Przykładowo kilkakrotnie pomoc w tej formie udzielona została dotkniętej kryzysem finansowym belgijskiej grupie kapitałowej KBC<sup>169</sup>. Swoistą formą dokapitalizowania banku przeżywającego trudności finansowe jest jego nacjonalizacja, w wyniku której rząd staje się „właścicielem ostatniej instancji”. W czasie ostatniego kryzysu finansowego w obliczu zagrożenia upadłością wielu instytucji finansowych podjęto decyzję o nacjonalizacji, czyli przejęciu zarządu nad bankiem przez państwo m.in. w odniesieniu do islandzkich banków: Glitnir Bank, Straumur-Burdars Investment Bank oraz Landsbanki, a także belgijskiego Fortis Banku oraz brytyjskiego Northern Rock, Royal Bank of Scotland, Halifax/Bank of Scotland, Bradford & Bingley oraz grupy bankowej Lloyds<sup>170</sup>.

Pewną formą pomocy publicznej zapobiegającej upadłości banku są także gwarancje rządowe, jednak nie jest to wsparcie wymagające aktywnych działań ze strony banku centralnego.

Wśród nadzwyczajnych form zarządzania sytuacją kryzysową w pojedynczych bankach wspomnieć należy również o tworzeniu przez banki centralne specjalnych instytucji na potrzeby zarządzania aktywami niskiej jakości (*Special Purpose Vehicles*). Podstawowym zadaniem takich spółek jest przejmowanie złych kredytów z banków komercyjnych.

Działania antykryzysowe banków centralnych podejmowane są zazwyczaj w stosunku do banków uznanych za ważne systemowo, określanych najczęściej pojęciem *too big to fail* (TBTF). O poziomie istotności danego banku dla systemu finansowego świadczy udział aktywów tego banku w aktywach sektora bankowego ogółem oraz udział na rynku pożyczek międzybankowych<sup>171</sup>. Doktryna TBTF rodzi jednak pewne nadużycia, bowiem banki o dużym znaczeniu dla sektora bankowego podejmują zbyt duże ryzyko, mając świadomość, że z uwagi na negatywne konsekwencje ich ewentualnej upadłości, banki centralne nie pozostawią ich bez pomocy. Analizując doświadczenia ostatniego kryzysu wielu ekonomistów przedstawia postulaty reform, które pozwoliłyby na uniknięcie skutków ubocznych towarzyszących udzielaniu pomocy bankom określanym jako TBTF. Propozycje te kładą nacisk na ograniczenie oczekiwań co do pomocy publicznej oraz wzmocnienie dyscypliny rynkowej dzięki przekonaniu nieubezpieczonych wierzycieli, iż w obliczu trudności finansowych banków będą ponosili straty. G. H. Stern proponuje nadzór

---

<sup>169</sup>

[http://wiadomosci.gazeta.pl/wiadomosci/1,114873,6602246,Belgia\\_\\_\\_Pogloski\\_o\\_trzeciej\\_akcji\\_ratunkowej\\_banku.html](http://wiadomosci.gazeta.pl/wiadomosci/1,114873,6602246,Belgia___Pogloski_o_trzeciej_akcji_ratunkowej_banku.html) z dnia 1.03.2012 r.

<sup>170</sup> <http://news.money.pl/artykul/europa;ratuje;banki,155,0,373659.html> z dnia 29.02.2012 r.

<sup>171</sup> O. Szczepańska i in., *Banki centralne wobec kryzysów w systemie bankowym*, op. cit., s. 16.



skoncentrowany na monitorowaniu ryzyka systemowego (*systemic focused supervision*), opierający się na trzech filarach: wczesnej identyfikacji (*early identification*), wzmocnionej natychmiastowej akcji korygującej (*enhanced prompt corrective action*) oraz komunikacji (*stability-related communication*). Dwa pierwsze elementy koncentrują się na zwiększeniu dyscypliny rynkowej dzięki ograniczeniu motywacji decydentów do ochrania interesów wierzycieli. Odpowiednia komunikacja ma natomiast na celu właściwe informowanie wierzycieli skutkujące zmianą ich oczekiwań co do spodziewanego wsparcia publicznego na wypadek trudności finansowych. Inna propozycja polega na ograniczeniu ryzyka systemowego dzięki redukcji rozmiarów instytucji określanych jako TBTF, ponieważ to właśnie ich rozmiar jest źródłem potencjalnych problemów. Rozwiązanie to wzbudza jednak wiele kontrowersji, a jego efektywność budzi obawy<sup>172</sup>.

Swoistą formą reakcji władz monetarnych wobec kryzysu płynności indywidualnych banków jest również zaniechanie interwencji, czyli odmowa udzielenia pomocy bankowi zgłaszającemu problemy z utrzymaniem bieżącej płynności. Decyzja taka podejmowana jest zawsze po uprzedniej wnikliwej analizie przyczyn kryzysu, skali zagrożenia oraz ewentualnych następstw dla systemu finansowego. Działania antykryzysowe podejmowane są najczęściej w oparciu o kryterium optymalizacji korzyści i kosztów. Zaniechanie interwencji w stosunku do pojedynczego banku stanowi swoistą lekcję dla pozostałych podmiotów sektora bankowego, ukazującą, że nie w każdej sytuacji można liczyć na wsparcie rządu lub władz monetarnych. Upadłość banku, któremu bank centralny odmówił pomocy finansowej, ogranicza zatem pokusę nadużycia ze strony innych banków, dyscyplinując je do właściwego zarządzania ryzykiem oraz pozyskiwania finansowania za pośrednictwem metod rynkowych. Spektakularnym zaniechaniem działania ze strony banku centralnego była reakcja Systemu Rezerwy Federalnej na trudności finansowe, które dotknęły Lehman Brothers, co w efekcie doprowadziło do jego upadku. Zdaniem wielu finansistów brak interwencji ze strony władzy publicznej okazał się błędem. Najprawdopodobniej zawiniły trudności komunikacyjne na najwyższym szczeblu pomiędzy Stanami Zjednoczonymi i Wielką Brytanią. W Londynie zarówno przedstawiciele ministerstwa finansów, Banku Anglii, jak i *The Financial Services Authority* (FSA) byli przekonani, że amerykański rząd wkroczy do akcji, oferując pograżonemu w tarapatkach bankowi swoje gwarancje. Interwencja ze strony amerykańskich władz publicznych stanowiła warunek przejęcia Lehman Brothers lub jego części przez

---

<sup>172</sup> G. H. Stern, *Better Late Than Never: Addressing Too-Big-to-Fail*, The Region, June 2009, s. 3-4.

Barclays Bank. Strona amerykańska zbyt późno dowiedziała się o stanowisku Brytyjczyków<sup>173</sup>.

### **Podsumowanie**

Celem niniejszego rozdziału było zaprezentowanie różnorodnych form wsparcia płynnościowego oferowanego zarówno w odniesieniu do całego sektora bankowego, jak i pojedynczych banków w sytuacji kryzysu finansowego. Banki centralne mają do dyspozycji zarówno standardowe instrumenty polityki pieniężnej, jak również narzędzia niekonwencjonalne służące zapewnieniu wsparcia płynnościowego w nadzwyczajnych okolicznościach. Doświadczenia ostatniego kryzysu finansowego pokazały, iż wobec braku skuteczności tradycyjnych instrumentów polityki pieniężnej, spowodowanej niemal zerowym poziomem stóp procentowych, banki centralne, opierając się na zasadzie rozłączości (*decoupling policy*), zdecydowały się na politykę określaną potocznie mianem *quantitative easing* (QE), polegającą na bezpośrednim zwiększaniu podaży pieniądza poprzez podnoszenie poziomu rezerw bankowych. Działania z zakresu *quantitative easing* przybierały różnorodne formy, jednak ich wspólnym celem było pobudzenie popytu zagregowanego na skutek dostarczenia gospodarce dodatkowego pieniądza. Nabywając mniej płynne i bardziej ryzykowne aktywa, a także udzielając pożyczek na warunkach atrakcyjniejszych niż oferta rynkowa, banki centralne zmieniały poziom ryzyka prywatnych portfeli. Uruchomienie niekonwencjonalnych instrumentów polityki pieniężnej spowodowało zmiany w strukturze i rozmiarach sumy bilansowej banku centralnego, a także zwiększyło ekspozycję banków centralnych na ryzyko ponoszone dotychczas wyłącznie przez sektor prywatny. Wśród ekonomistów nie ma zgody co do oceny efektywności i następstw zastosowania narzędzi niekonwencjonalnych. Charakterystyka narzędzi zastosowanych przez System Rezerwy Federalnej oraz wybrane banki centralne w Europie dokonana zostanie w rozdziale 4 i 5. Próba oceny skuteczności zastosowanych instrumentów podjęta zostanie w rozdziale 6.

---

<sup>173</sup> [http://wyborcza.pl/1,75248,7034238,Upadek\\_Lehman\\_Brothers\\_byl\\_wypadkiem\\_przy\\_pracy\\_.html#ixzz1nqc3YQK7](http://wyborcza.pl/1,75248,7034238,Upadek_Lehman_Brothers_byl_wypadkiem_przy_pracy_.html#ixzz1nqc3YQK7) z dnia 1.03.2012 r.

## **ROZDZIAŁ III**

### **GLOBALNE UWARUNKOWANIA KRYZYSU FINANSOWEGO LAT 2007-2012**

Kryzys finansowy lat 2007-2012, stanowiący najpoważniejsze od niemal wieku załamanie globalnej gospodarki w czasach pokojowych, miał swój początek kilkanaście miesięcy przed spektakularnym upadkiem amerykańskiego banku inwestycyjnego Lehmann Brothers, w związku z zaburzeniami na rynku kredytów hipotecznych w Stanach Zjednoczonych. W szybkim tempie, wynikającym z integracji rynków finansowych oraz działania efektu zarażania, nastąpiło jego rozprzestrzenianie się na pozostałe segmenty rynku amerykańskiego, rynki innych krajów rozwiniętych, a następnie gospodarek wschodzących. Szok spowodowany upadkiem Lehman Brothers spowodował, że począwszy od połowy września 2008 r. rynki finansowe w wielu miejscach na świecie doświadczyły silnego spadku wzajemnego zaufania ze strony inwestorów. Odnotowano ponadto bankructwa wielu podmiotów finansowych, gwałtowny spadek płynności na rynku międzybankowym oraz szybki spadek wartości aktywów finansowych i kapitalizacji rynków<sup>174</sup>. Skala załamania na rynkach finansowych, nieporównywalnie większa od zaburzeń, do których dochodziło na przestrzeni ostatnich kilkudziesięciu lat, doprowadziła do częściowego paraliżu światowego systemu finansowego oraz najpotężniejszej od dekad globalnej recesji. W wielu obszarach funkcjonowania coraz bardziej zglobalizowanych rynków kapitału i czynników produkcji, kryzys wywołał konieczność uruchomienia procesów dostosowawczych korygujących narastające od wielu lat tzw. globalne nierównowagi<sup>175</sup>.

Celem niniejszego rozdziału jest ukazanie kanałów i mechanizmów rozprzestrzeniania się analizowanego kryzysu finansowego w skali światowej, co zadecydowało o jego globalnym charakterze. Dla pełniejszego zrozumienia przesłanek uruchomienia nadzwyczajnych instrumentów polityki pieniężnej przez kilka wiodących banków centralnych, zaprezentowano genezę załamania na amerykańskim rynku kredytów hipotecznych oraz syntetyczne kalendarium omawianego kryzysu finansowego.

#### **3.1. Globalizacja jako czynnik zwiększający ryzyko wybuchu kryzysu finansowego**

Globalizacja jest pojęciem stosunkowo młodym, nieposiadającym jednoznacznej definicji. Najczęściej mianem tym określa się ogół procesów prowadzących do coraz większej

---

<sup>174</sup> *Raport na temat pełnego uczestnictwa Rzeczypospolitej Polskiej w trzecim etapie unii Gospodarczej i Walutowej*, NBP, Warszawa 2009, s. 346.

<sup>175</sup> Nierównowagi te odzwierciedlone są m. in. zróżnicowaniem proporcji pomiędzy przyrostem w ciągu ostatnich 25 lat produktu krajowego brutto w różnych częściach globu (dla porównania 2,5-krotny wzrost globalnego PKB kontrastujący z 7-krotnym wzrostem PKB w Chinach, 4-krotnym wzrostem PKB w Indiach oraz relatywnie tylko 2-krotnym wzrostem PKB w USA i Europie Zachodniej).

współzależności i integracji państw, społeczeństw, gospodarek i kultur, czego efektem jest tworzenie się społeczeństwa światowego, przy jednoczesnym zanikaniu kategorii państwa narodowego. Globalizacja stwarza bardzo silną presję na homogeniczność zarówno w sferze produkcyjnej (stosunkowo łatwo akceptowaną), jak i kulturowej (budzącą często duży sprzeciw). Zdaniem wielu badaczy globalizacja to najbardziej fundamentalny proces zmian dokonujących się obecnie na świecie, niekiedy określany metaforycznie jako „największy ruch tektoniczny naszej ery lub wstrząs podstaw ogólnoswiatowej społeczności, zmieniający trajektorię jej rozwoju na przyszłość”<sup>176</sup>.

Ekonomiczny aspekt globalizacji uwypukla definicja określająca ją jako proces wzrastających, niesymetrycznych zależności i powiązań gospodarek państwowych, powodujących nasilenie wolnego przepływu towarów, usług, kapitału, ludzi, idei przez granice państwowe i ponad nimi, którego siłą napędową jest rozwój technologii<sup>177</sup>.

Często przyjmuje się, że globalizacja jest integracją o zasięgu światowym. Postępująca integracja gospodarek narodowych dokonuje się w rezultacie rozwoju handlu oraz zwiększenia wielkości przepływających pomiędzy krajami strumieni finansowych, osób i wiedzy. Pozytywne skutki zaawansowanej integracji są tym większe, im jednostki (kraje, regiony) integrujące się, są do siebie bardziej zbliżone pod względem rozwoju gospodarczego, podobieństwa systemów politycznych oraz kultury i położenia geograficznego. Żaden z tych warunków nie jest jednak zachowany w odniesieniu do integracji w skali globalnej. Jedyne część gospodarki światowej, najsilniej włączona w międzynarodową wymianę handlową i kapitałową, spełnia te warunki, zatem globalna integracja, jeśli kiedyś nastąpi, będzie zwieńczeniem procesu globalizacji. Globalizację należy zatem bardziej utożsamiać z procesem narastających zależności pomiędzy państwami, dużymi regionami, korporacjami transnarodowymi i małymi krajowymi firmami. Należy przy tym pamiętać, że kraje najbiedniejsze, na ogół peryferyjne także pod względem położenia geograficznego, mają duże trudności z włączeniem się w procesy zachodzące w skali światowej<sup>178</sup>.

Bezpośrednim efektem globalizacji jest poprawa rentowności kapitału, dzięki możliwości kierowania funduszy na rynki, na których mogą zostać one najefektywniej wykorzystane. Abstrahując od sprawiedliwości podziału korzyści w skali międzynarodowej,

---

<sup>176</sup> A. Zorska, *Ku globalizacji*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1998, s. 7.

<sup>177</sup> A. Moraczewska, *Korporacje transnarodowe w procesach globalizacji*, w: *Oblicza procesów globalizacji*, pod. red. M. Pietrasia, Wydawnictwo UMCS, Lublin 2002, s. 88.

<sup>178</sup> A. Lubbe, *Globalizacja i regionalizacja we współczesnej gospodarce światowej*, w: *Rozwój w dobie globalizacji*, pod. red. A. Bąkiewicz i U. Żuławskej, PWE, Warszawa 2010, s. 40.

bez wątpienia pozytywną stroną procesu globalizacji jest zatem możliwość korzystniejszego lokowania środków finansowych oraz pozyskiwania funduszy za granicą przy ograniczonych zasobach krajowego rynku finansowego. Kolejną wymienianą w literaturze korzyścią jest poprawa efektywności funkcjonowania rynków finansowych, następująca dzięki pozytywnemu oddziaływaniu międzynarodowej konkurencji zarówno na bogactwo oferty, jak i samą płynność rynku. Zaletą globalizacji jest także geograficzny podział ryzyka, dzięki jego rozproszeniu pomiędzy inwestorów z różnych krajów. Inwestowanie w skali międzynarodowej zwiększa wybór możliwości lokacyjnych, a dzięki dywersyfikacji pomaga w osiągnięciu pożądaney równowagi pomiędzy rentownością lokat i towarzyszącym im ryzykiem<sup>179</sup>. Uzyskany dzięki globalizacji dostęp do licznych płynnych rynków finansowych ułatwia także absorpcję szoków, która przebiega dużo sprawniej niżby to miało miejsce na rynku pojedynczym.

Niezależnie od licznych pozytywnych efektów, globalizacja wywołała również szereg następstw, zwieszających ryzyko wybuchu kryzysu finansowego. Przyczyniając się do dalszej ekspansji kapitalizmu, zmieniła ona wewnętrzną strukturę akumulacji, w której kapitał handlowy i przemysłowy przestał odgrywać główną rolę, a jego funkcje przejęły produkty niematerialne, w tym kapitał finansowy oraz informacja<sup>180</sup>. Wzrost udziału sektora finansowego w generowaniu produktu krajowego brutto określany bywa często mianem „finansjalizacji” gospodarki (*financialisation*)<sup>181</sup>. Rosnącej roli sektora finansowego towarzyszy bowiem swoista autonomizacja sfery finansowej w relacji do sfery realnej, przy czym sfera finansowa coraz częściej uzyskuje nadrzędność<sup>182</sup>. Finansjalizacja prowadzi do wzrostu ekspozycji na ryzyko na skutek wzmocnienia roli właścicieli instytucjonalnych ze sfery finansowej, kojarzonych z tzw. kapitałem niecierpliwym, czyli szukającym możliwości uzyskania wysokich zysków w krótkim czasie<sup>183</sup>.

Wśród negatywnych konsekwencji procesu globalizacji wskazuje się najczęściej na zagrożenie destabilizacją gospodarki w wyniku błyskawicznego rozprzestrzeniania się zaburzeń finansowych na rynki w innych krajach. Globalizacja przepływów kapitałowych, umożliwiając inwestorom dostęp do rynków na całym świecie, skutkuje bowiem powstaniem

---

<sup>179</sup> L. Oręziak, *Globalizacja rynków finansowych*, w: *Globalizacja od A do Z*, Narodowy Bank Polski, Warszawa 2004, s. 161.

<sup>180</sup> J. Jagas, *Ekonomia kryzysu globalizacji*, Wydawnictwo “Ekonomia” – Józef Jagas, Opole 2010, s. 313.

<sup>181</sup> *Finansjalizacja – kłeska urodzaju w gospodarce*, wywiad z prof. Paulem Dembinskim, <http://www.obserwatorfinansowy.pl/forma/debata/finansjalizacja-kleska-urodzaju-w-gospodarce> [data dostępu 15.09.2012]

<sup>182</sup> M. Ratajczak, *Kryzys finansowy a rozwój ekonomii jako nauki*, w: *Studia z bankowości centralnej i polityki pieniężnej*, red. W. Przybylska-Kapuścińska, Difin, Warszawa 2009, s. 19.

<sup>183</sup> M. Ratajczak, *Finansyzacja gospodarki*, *Ekonomista* nr 3/2012, s. 287.

mechanizmu rozmnażania się szoków, określanego mianem efektu zarażania (*contagion effect*), którego nie można wyjaśnić działaniem czynników fundamentalnych<sup>184</sup>. Zjawisko to definiuje się jako efekt równoczesnych zmian dochodowości aktywów, dotyczący kolejne kraje, na skutek szeregu czynników o zróżnicowanym charakterze (czynniki regionalne, powszechne, specyficzne). Efekt zarażania modeluje się zatem poprzez obserwację zmian ruchów cen aktywów w zależności od czynników je warunkujących<sup>185</sup>. Przykładem rozlewania się kryzysu w skali międzynarodowej jest efekt domina w krajach azjatyckich w 1997 r., upadek funduszu arbitrażowego *Long Term Capital Management (LTCM)* na skutek kryzysu rosyjskiego czy też ostatni globalny kryzys finansowy, będący następstwem załamania na amerykańskim rynku kredytów *subprime*.

Rozprzestrzenianie się finansowej epidemii jest następstwem zachowań stadnych (*herding behavior*), do których dochodzi w wyniku asymetrii informacji. W literaturze tematu odnaleźć można dwa sposoby wyjaśnienia tego zjawiska. Oprócz tzw. efektu przyłączania się do grupy, wynikającego z przekonania, że inni inwestorzy dysponują pewnymi poufnymi informacjami, do których pozostali nie mają dostępu, przyczyn zachowań stadnych upatruje się również w skłonności menadżerów zarządzających funduszami, do unikania strat w obawie przed niższym dochodem własnym, co wynika ze specyfiki systemu ich wynagradzania<sup>186</sup>.

Finansowe epidemie rozprzestrzeniają się m.in. w wyniku upłynniania lokat zagranicznych (*firesale*) przez inwestorów dotkniętych trudnościami płatniczymi, w celu uzyskania szybkiej poprawy sytuacji finansowej w obliczu nadszarpniętego kryzysu. Wycofywanie się kapitału zagranicznego przyczynia się do załamania notowań kursu waluty krajowej, a w następstwie pogorszenia nastrojów, i poprzez sam efekt psychologiczny, do załamania notowań na giełdach. Spadek kursów na giełdach kapitałowych o znaczeniu międzynarodowym odbija się natychmiastowym echem na giełdach w innych krajach, nawet wówczas, gdy powiązania kapitałowe z krajem pierwszych turbulencji są względnie słabe. Wzrost udziału majątku finansowego w zasobach podmiotów gospodarczych może,

---

<sup>184</sup> K. Forbes, R. Rigobon, *Contagion In Latin America: Definitions, Measurement and Policy Implications*, NBER Working Paper, 7885, September 2000, s. 3.

<sup>185</sup> M. Dungey, R. A. Fry, B. Gozales-Hermosillo, V. L. Martin, *Transmission of Financial Crises and Contagion. A Latent Factor Approach*, Oxford University Press, New York 2011, s. 11.

<sup>186</sup> W. Małecki, A. Sławiński, *Wnioski z kryzysów walutowych w krajach wschodzących*, w: W. Małecki, A. Sławiński, Piasecki R., U. Żuławska, *Kryzysy walutowe*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2001, s. 185.

za pośrednictwem negatywnego efektu bogactwa (tzw. *wealth effect*), istotnie zmniejszyć wielkość zagregowanych wydatków, przyczyniając się do wystąpienia światowej recesji<sup>187</sup>.

W okresie powszechnego stosowania ograniczeń dewizowych, a więc do wczesnych lat dziewięćdziesiątych, mechanizm przenoszenia zakłóceń o charakterze gospodarczo-finansowym w skali międzynarodowej odbywał się za pośrednictwem międzynarodowych powiązań handlowych, w wyniku zazębiania się mnożników handlu zagranicznego poszczególnych krajów. Recesja jednego kraju, skutkująca ograniczeniem importu, przyczyniała się bowiem do obniżenia eksportu w innym kraju, pociągając za sobą mnożnikowe obniżenie dochodu z negatywnym wpływem na import, co ponownie oddziaływało na spadek eksportu pierwszego kraju i pogłębienie jego recesji. Mechanizm ten w dalszym ciągu występuje, jednak z uwagi na znacznie groźniejsze następstwa perturbacji na rynku finansowym, większa uwaga analityków skierowana została na obroty kapitałowe<sup>188</sup>.

Obawy budzi zatem rosnąca skala międzynarodowych przepływów kapitałowych, w szczególności krótkoterminowych, cechujących się dużą zmiennością (*volatility*), wynikającą z niepewności inwestorów co do przyszłego kształtowania się sytuacji gospodarczej w kraju inwestycji. Zmienność kapitałów wynika również z dążenia niektórych inwestorów (np. funduszy hedgingowych) do osiągnięcia szybkiego zysku na operacjach spekulacyjnych. Kapitał portfelowy w odróżnieniu od inwestycji *green-field* jest bardzo mobilny i w zależności od sytuacji (makroekonomicznej lub politycznej) ma zdolność szybkiego przemieszczania się między rynkami lokalnymi. Zbyt pochopne zniesienie restrykcji w stosunku do kapitału krótkoterminowego jest szczególnie niebezpieczne dla krajów rozwijających się, nieposiadających zabezpieczeń chroniących je przed skutkami recesji wywołanej przez kryzys bankowy. Liberalizacja przeprowadzona przedwcześnie, zanim powstaną silne instytucje finansowe, zwiększa niestabilność, która niesie negatywne implikacje dla wzrostu gospodarczego<sup>189</sup>.

Procesy globalizacyjne wywołały także zmiany w strukturze krajowych i międzynarodowych rynków finansowych, doprowadzając do obniżenia roli banków jako pośredników finansowych, przy jednoczesnym zwiększeniu aktywności instytucji niebankowych w absorbowaniu dostępnych na rynku oszczędności. Wzrost zaangażowania inwestorów instytucjonalnych (tj. m. in. towarzystw ubezpieczeniowych, funduszy inwestycyjnych, funduszy emerytalnych), oferujących alternatywnie do bankowych

---

<sup>187</sup>Ibidem, s. 197.

<sup>188</sup> K. Lutkowski, *Mechanizm przepływów kapitałowych w epoce globalizacji*, w: *Globalizacja od A do Z*, Narodowy Bank Polski, Warszawa 2004, s. 196.

<sup>189</sup> J. E. Stiglitz, *Globalizacja*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2004, s. 72.

możliwości lokowania środków, przyczynił się do wzrostu podaży środków finansowych. Dążenie do jak najbardziej opłacalnego lokowania wolnych funduszy skutkowało wzrostem wolumenu lokat ryzykownych, charakteryzujących się najwyższą stopą zwrotu.

Efektom zjawiska odpośredniczenia (*desintermediation*), czyli spadku znaczenia banków jako instytucji pośrednictwa finansowego, była konieczność poszukiwania przez nie nowych źródeł dochodów. Banki handlowe uzyskały możliwość wejścia na zupełnie nowe obszary działalności typowej dla banków inwestycyjnych, obejmujące<sup>190</sup>:

- uczestnictwo w obrocie papierami wartościowymi, zarówno na rachunek własny, jak i na rachunek klienta,
- zarządzanie na zlecenie klientów ich portfelami aktywów finansowych,
- wsparcie przedsiębiorstw w pozyskiwaniu środków finansowych, w tym doradztwo i uczestnictwo w przeprowadzaniu emisji papierów wartościowych.

W kontekście omawianego kryzysu finansowego dążenie do maksymalizacji zysków ze strony instytucji bankowych skłoniło je do nabywania wysoko opłacalnych papierów wartościowych będących produktem sekurytyzacji, opartych na kredytach hipotecznych niskiej jakości z rynku amerykańskiego. Załamanie w tym segmencie rynku spowodowało, że papiery wartościowe wyemitowane na bazie utraconych wierzytelności z rynku hipotecznego, nie prezentowały żadnej wartości, a fakt ich przechowywania w bilansach wielu banków na świecie stał się poważną przesłanką wybuchu kryzysu bankowego.

### **3.2. Kryzys finansowy w Stanach Zjednoczonych i jego konsekwencje dla stabilności globalnego systemu finansowego**

#### **3.2.1. Źródła napięć na rynku kredytów hipotecznych w Stanach Zjednoczonych**

Dynamiczny rozwój rynku kredytów hipotecznych w Stanach Zjednoczonych umożliwił milionom ludzi realizację, lansowanej przez kolejne rządy, wizji *American Dream*, której spełnienie polegać miało na posiadaniu domu przez każdego obywatela amerykańskiego. Załamanie na rynku kredytów *subprime*<sup>191</sup> dało początek kryzysowi finansowemu obfitującemu w wydarzenia, których skala bywa często porównywana

<sup>190</sup>190 L. Oręziak, op. cit., s. 159.

<sup>191</sup> W praktyce bankowości hipotecznej w Stanach Zjednoczonych wyróżnia się trzy segmenty kredytów: *prime* (o najwyższej wiarygodności kredytowej), *Alt-A* (poniżej standardu) oraz *subprime* (według definicji Międzynarodowego Funduszu Walutowego - udzielone pomimo złej historii kredytowej, braku dochodu, słabego ratingu kredytowego lub wysokiego wskaźnika długu do dochodu *DTI* (*debt-to-income*); według definicji Systemu Rezerwy Federalnej – określenie *subprime* stosuje się, gdy zachodzi jedna z następujących przesłanek: zła historia kredytowa uwarunkowana przekraczającymi miesiąc zaległościami w spłatach w ostatnim roku lub dwa miesiące w ciągu ostatnich dwóch lat, niski stosunek kosztu obsługi kredytu do dochodu, niski wskaźnik modelu scoringowego *FICO*, tj. poniżej 660 pkt., ogłoszenie upadłości konsumenckiej do 60 miesięcy wstecz lub znacząca różnica pomiędzy sumą kredytu a wartością nieruchomości, tj. wysoki wskaźnik *LTV* – *loan to value*).



do Wielkiego Kryzysu lat 30. ubiegłego wieku<sup>192</sup>. Nie należy jednak sądzić, iż przyczyną pęknięcia bańki na rynku nieruchomości były wyłącznie kredyty hipoteczne wysokiego ryzyka. Źródła napięć, które doprowadziły do kryzysu były znacznie głębsze i wykraczały poza zasięg segmentu kredytów *subprime*. Winowajcami kryzysu były przede wszystkim innowacyjne instrumenty finansowe, które w połączeniu z polityką łatwego pieniądza, słabością ładu korporacyjnego i rozwojem alternatywnego systemu bankowego (*shadow banking*<sup>193</sup>) przyczyniły się do załamania najpierw na rynku nieruchomości, a następnie na rynku finansowym. W dalszej części podrozdziału przedstawiono najważniejsze mechanizmy, które przyczyniły się do powstania, a następnie pęknięcia bańki spekulacyjnej na rynku nieruchomości w Stanach Zjednoczonych.

Wcześniejszy kryzys w sektorze kas oszczędnościowo-kredytowych na rynku amerykańskim, mający miejsce w latach osiemdziesiątych ubiegłego wieku, spowodował konieczność wzmocnienia nadzoru finansowego. W tym celu uchwalono dwa akty prawne: *The Financial Institutions Reform, Recovery and Enforcement Act* z 1989 r. (Ustawa o reformie, naprawie i umocnieniu instytucji finansowych) oraz *Federal Deposit Insurance Corporation Improvement Act* z 1991 r. (Ustawa o Federalnej Korporacji Ubezpieczeń Depozytów – FDICIA). Ustawy te z jednej strony wzmocniły nadzór nad bankami, zapewniając im motywację do działania na wyższych poziomach kapitałowych przy zmniejszonym ryzyku, z drugiej jednak paradoksalnie stanowiły zachętę do rozwoju usług finansowych poza sektorem objętym nadzorem<sup>194</sup>.

W ciągu 20 lat od wprowadzenia w życie ww. aktów prawnych nieregulowana działalność bankowa rozwijała się znacznie szybciej niż działalność podlegająca nadzorowi. Alternatywny system bankowy obejmował instytucje finansowe prowadzące działalność zbliżoną do bankowej, z tą różnicą, że nie podlegały one regulacjom obowiązującym sektor bankowości tradycyjnej. Wśród parabanków szczególnie mocno rozwinęły się instytucje udzielające kredytów hipotecznych, domy maklerskie zarabiające na jednodniowych operacjach warunkowego odkupu (*repo*), fundusze rynku pieniężnego, a także fundusze hedgingowe i inwestycyjne lokujące papiery wartościowe nienotowane na rynkach regulowanych (*private equity funds*). Cechą wspólną większości banków alternatywnych była duża rozbieżność w horyzoncie czasowym zobowiązań finansowych. Parabanki zaciągały bowiem na płynnych rynkach krótkoterminowe pożyczki, które następnie lokowały

---

<sup>192</sup> M. Thlon, *Proces sekuryzacji aktywów w kontekście kryzysu na rynku kredytów subprime*, Uniwersytet Ekonomiczny w Krakowie, [http://www.e-finanse.com/artykuly\\_eng/112.pdf](http://www.e-finanse.com/artykuly_eng/112.pdf)

<sup>193</sup> Określeniem tym posłużył się po raz pierwszy Paul McCulley z Pacific Investment Management Company.

<sup>194</sup> S. C. Bair, *Przyczyny kryzysu finansowego i diagnoza sytuacji na rynkach*, Bezpieczny Bank 1/2010, s. 37.

w długoterminowych nie płynnych aktywach. Warto zaznaczyć, że panika bankowa, do której doszło w 2008 r. miała swój początek w amerykańskich parabankach<sup>195</sup>.

Przed 1980 r. pożyczki hipoteczne udzielane były przez kasy oszczędnościowo-pożyczkowe S&L (tzw. *savings and loans*), które utrzymywały je w swoich aktywach, a także prowadziły bieżącą obsługę zadłużenia. W późniejszym okresie kluczowe znaczenie zaczęły odgrywać podmioty finansowane przez rząd, tzw. GSE (*Government Sponsored Enterprises*)<sup>196</sup>, działające w oparciu o mechanizmy rynkowe, lecz w ramach limitów kredytowych gwarantowanych przez budżet państwa. Podstawowym celem działania tych instytucji było powiększenie dostępności kredytów hipotecznych oraz rozwój budownictwa mieszkaniowego traktowanego wówczas jako „koło zamachowe” gospodarki<sup>197</sup>.

Model finansowania pożyczek hipotecznych oprocentowanych według stałej stopy procentowej z puli środków zgromadzonych na rachunkach depozytowych nie był w stanie zaspokoić rosnących potrzeb rynku, zgłaszanych przez pokolenie powojennego wyżu demograficznego. Począwszy od lat 80-tych nastąpił zasadniczy postęp technologiczny w dotychczasowym procesie pośrednictwa finansowego. Kluczową innowacją, umożliwiającą pozyskanie dodatkowych środków była sekurytyzacja, polegająca na emisji papierów wartościowych w oparciu o zgrupowany portfel aktywów zapisanych w bilansie danej instytucji.

Sekurytyzację najczęściej definiuje się jako proces polegający na scalaniu wierzytelności, a następnie ich zamianie na papiery wartościowe o lepszej jakości kredytowej w celu ich dalszej odsprzedaży inwestorom zewnętrznym. W wyniku sekurytyzacji pojedyncze nie płynne wierzytelności przekształcone zostają w akceptowane przez rynek płynne papiery wartościowe o wysokich ratingach nadanych im przez agencje ratingowe.

Pozornie prosty schemat sekurytyzacji polega na wyodrębnieniu przez bank, parabank lub podmiot finansowany przez rząd, określonej puli wierzytelności (*reference portfolio*) i przeniesieniu jej za pośrednictwem banku inwestycyjnego do spółki specjalnego przeznaczenia (*Special Purpose Vehicle – SPV*), która następnie, w oparciu o pozyskane wierzytelności, przeprowadza emisję papierów wartościowych i dokonuje ich sprzedaży

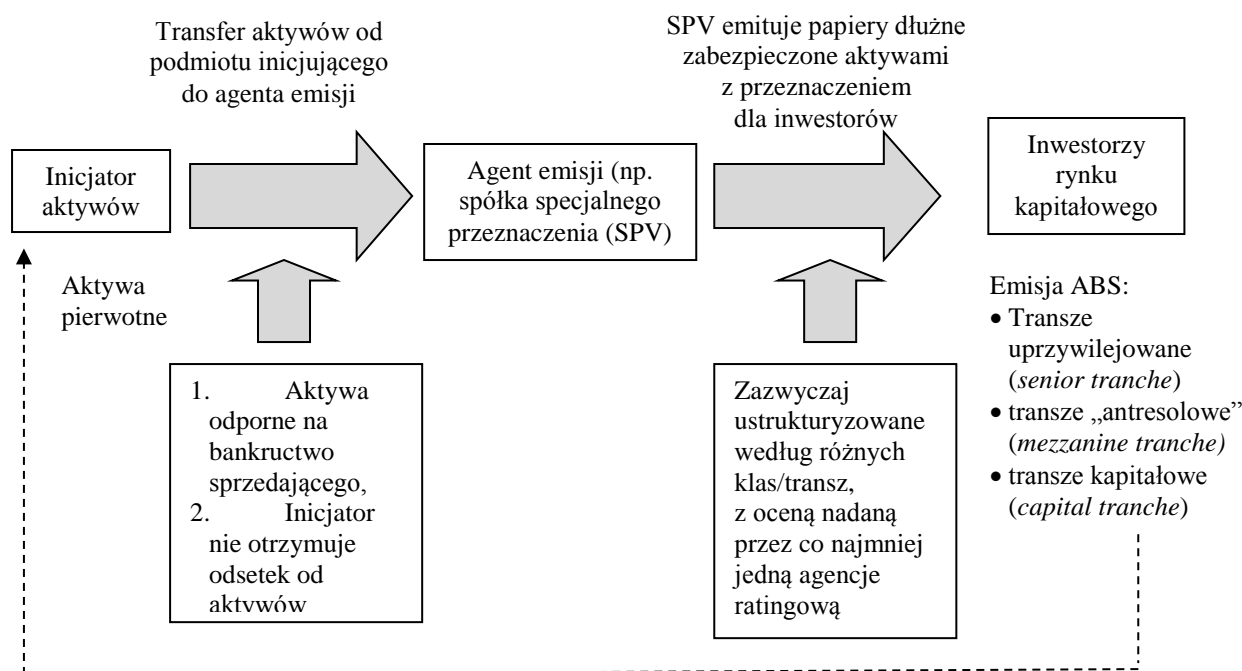
<sup>195</sup> N. Roubini, S. Mihm, *Ekonomia kryzysu*, Oficyna Wolters Kluwer business, Warszawa 2011, s. 105.

<sup>196</sup> Instytucje GSE, tj. Fannie Mae (*The Federal National Mortgage Association – FNMA*, potocznie zwana *Fannie Mae*) i Freddie Mac (*The Federal Home Loan Mortgage Corporation – FHLMC*, potocznie zwanej *Freddie Mac*) od początku lat 70-tych są prywatnymi spółkami akcyjnymi w randze instytucji federalnych.

<sup>197</sup> R. Kusy, *Toksyczne instrumenty finansowe jako przyczyna kryzysu finansowego*, w: *Globalny kryzys finansowy a polska gospodarka*, red. W. Małecki, VIZJA PRESS&IT, Warszawa 2009, s. 105.

inwestorom rynku kapitałowego. Papiery te są oprocentowane i zabezpieczone przyszłymi wpływami gotówkowymi z przeniesionych na spółkę aktywów, bądź też samymi aktywami. Środki uzyskane z emisji papierów wartościowych przekazywane są inicjatorowi sekurytyzacji, jako rekompensata za przeniesione aktywa. Dzięki takiemu rozwiązaniu, w miejsce nie płynnych aktywów, inicjator otrzymuje środki pieniężne, które mogą stać się podstawą dalszej akcji kredytowej. Niekiedy proces sekurytyzacji odbywa się bez udziału SPV, w sytuacji gdy emisję papierów wartościowych przeprowadza bezpośrednio bank. Kluczowe znaczenie w procesie sekurytyzacji odgrywają agencje ratingowe przyznające oceny, będące podstawą dalszych decyzji podejmowanych przez potencjalnych inwestorów<sup>198</sup>. Schemat 3.1. prezentuje mechanizm sekurytyzacji aktywów.

### Schemat 3.1. Funkcjonowanie mechanizmu sekurytyzacji



Źródło: A. Jobst, *What is securitization*, Finance & Development, September 2008, s. 48.

Sekurytyzacja po raz pierwszy miała miejsce w latach 70-tych ubiegłego wieku, kiedy agencje rządowe łączyły w pakiety wierzytelności z tytułu udzielonych kredytów hipotecznych. Pierwszą instytucją, która dokonała emisji papierów wartościowych zabezpieczonych hipoteką była agencja *Government National Mortgage Association*, znana pod nazwą *Ginnie Mae*. Możliwość złamania dominacji GSE dostrzegł Lewis Ranieri, który z ramienia Salomon Brothers dokonał pierwszej prywatnej emisji papierów dłużnych opartych na kredytach hipotecznych (*Mortgage Backed Securities – MBS*). Pierwotnym

<sup>198</sup> M. Thlon, op. cit., s. 5.

celem emisji prywatnych papierów sekurytyzowanych było zabezpieczenie kredytodawcy przed ryzykiem wcześniejszej spłaty kredytu<sup>199</sup>. Późniejszymi emitentami MBS-ów były głównie agencje rządowe (dołączyły Fannie Mae i Freddie Mac) oraz banki inwestycyjne: Countrywide Financial, Lehman Brothers i Wells Fargo<sup>200</sup>. Z czasem sekurytyzacji podlegały nie tylko kredyty hipoteczne, ale również kredyty konsumpcyjne, należności z tytułu kart kredytowych, kredyty studenckie oraz samochodowe, a nawet kredyty dla osób prawnych, pożyczki udzielane osobom bardzo zadłużonym, a także kredyty przemysłowe i handlowe<sup>201</sup>.

Przez szereg lat głównym źródłem kapitału banków potrzebnym do kontynuowania akcji kredytowej były środki ze sprzedaży wierzytelności agencjom rządowym, a następnie instytucjom sektora GSE. Skupione kredyty, po spakowaniu w pakiety, stanowiły podstawę emisji przez GSE obligacji hipotecznych, które z kolei były elementem konstrukcji dalszych instrumentów finansowych. Sekurytyzacja była metodą pozyskania nowych źródeł finansowania poprzez usunięcie aktywów z bilansów instytucji finansowych oraz zaciąganie pożyczek pod zastaw tych aktywów w celu uzyskania ich refinansowania po cenie rynkowej. Dzięki sekurytyzacji udało się zredukować koszty zaciągania pożyczek, jak również obniżyć wymogi kapitałowe stosowane w odniesieniu do banków<sup>202</sup>. Początki sekurytyzacji, w szczególności w wykonaniu GSE, były bardzo obiecujące, ponieważ sekurytyzowano wyłącznie kredyty dobrej jakości, posiadające gwarancje rządowe. Wraz z rozwojem działalności podmioty GSE podejmowały jednak coraz większe ryzyko, odbiegając od celu w jakim zostały powołane<sup>203</sup>. Negatywną stroną procesu sekurytyzacji było stopniowe włączanie do portfeli referencyjnych kredytów o obniżonej jakości, a także konstruowanie coraz bardziej złożonych instrumentów, służących amortyzowaniu ryzyka kredytowego, które ograniczały przejrzystość rynku<sup>204</sup>.

Podstawowym produktem sekurytyzacji były papiery wartościowe oparte na różnego rodzaju aktywach (*Asset Backed Securities* – ABS), które w przypadku zabezpieczenia w postaci kredytów hipotecznych nosiły, wcześniej przywoływaną, nazwę MBS-ów (*Mortgage-Backed Securities* - MBS). ABS definiowany jest jako strukturyzowany produkt

---

<sup>199</sup> Sytuacja taka może mieć miejsce, gdy w wyniku spadających stóp procentowych właściciele nieruchomości korzystają z opcji wcześniejszej spłaty kredytu, zaciągając w tym celu tańszą pożyczkę na spłatę dotychczasowej droższej.

<sup>200</sup> R. Kusy, op. cit., s. 116.

<sup>201</sup> N. Roubini, S. Mihm, op. cit., s. 89.

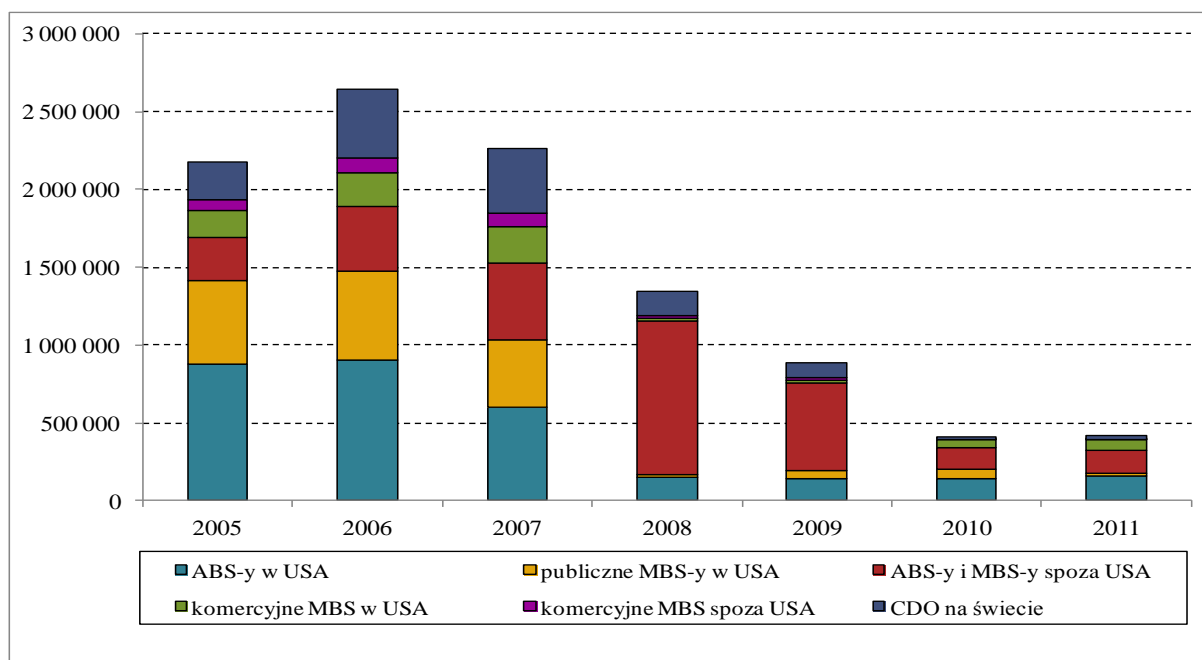
<sup>202</sup> A. Jobst, *What is securitization*, Finance & Development, September 2008, s. 49.

<sup>203</sup> M. Thlon, op. cit. s. 3.

<sup>204</sup> J. Łaszek, *Kryzys finansowy w USA i jego konsekwencje dla gospodarki europejskiej i Polski*, Konferencja SGH w Warszawie: *Przedsiębiorstwo w warunkach kryzysu globalnego: wyzwania szanse*, 10 grudnia 2009 r., s. 10, [www.sgh.waw.pl/katedry/kairk/Referaty/Referat5/](http://www.sgh.waw.pl/katedry/kairk/Referaty/Referat5/) z dnia 30 grudnia 2010 r.

finansowy, w którym dochody z desygnowanego portfela aktywów są sekurytyzowane w celu podniesienia płynności bilansu<sup>205</sup>. Istotne znaczenie na amerykańskim rynku papierów sekurytyzowanych odegrały również papiery komercyjne zabezpieczone aktywami (*Asset-Backed Commercial Papers* – ABCP). Podstawą ich emisji przez spółki celowe były aktywa o bardzo szerokim spektrum, tj. od kredytów hipotecznych poprzez kredyty samochodowe, gotówkowe, karty kredytowe oraz papiery typu ABS. Wyróżniały się one krótkim terminem wykupu (do 270 dni) oraz emisją zarówno obligacji kuponowych, jak i dyskontowych. Wykres 3.1. prezentuje kształtowanie się wolumenu emisji papierów sekurytyzowanych w podziale na papiery dłużne w Stanach Zjednoczonych i w pozostałych krajach w okresie 2005-2011.

**Wykres 3.1. Wielkość emisji dłużnych papierów sekurytyzowanych (w mln USD)**



Źródło: opracowanie własne na podstawie *Worldwide Securitization Volume*, [ww.abalert.com](http://www.abalert.com)

ABS-y mogły stać się podstawą bardziej złożonych instrumentów opartych na długu, czyli obligacji CDO (*Collateralized Debt Obligations*). Papiery CDO stanowiły nową generację strukturyzowanych papierów wartościowych, zabezpieczonych zdywersyfikowanym portfelem aktywów, w skład którego wchodziły obligacje<sup>206</sup>, pożyczki oraz sekurytyzowane papiery wartościowe, np. ABS, MBS, inne CDO.

<sup>205</sup> A. Jobst, *Collateralised Loan Obligations (CLOs)*, December 2002, s. 5, [http://www.securitization.net/pdf/fmg\\_clo\\_100102.pdf](http://www.securitization.net/pdf/fmg_clo_100102.pdf)

<sup>206</sup> w tym również ryzykowne obligacje emitowane przez firmy wchodzące po raz pierwszy na rynek, tzw. obligacje śmieciowe (*junk bonds*).

Obligacje CDO emitowane były w kilku transzach, z których każdej przypisywano odrębną kategorię ryzyka i stopę zwrotu. Najprostsze CDO emitowane były tylko w trzech transzach: uprzywilejowanej (*senior*), „antresolowej” (*mezzanine*) oraz kapitałowej (*equity*). Nabywcy transz kapitałowych uzyskiwali najwyższą stopę zwrotu, ponosząc jednocześnie największe ryzyko. Stosunkowo często banki emitujące CDO decydowały się na zachowanie dla siebie najbardziej dochodowej, choć obciążonej najwyższym ryzykiem, transzy kapitałowej (*equity tranche*)<sup>207</sup>. Zwrot z inwestycji (zarówno odsetki, jak i kapitał) odbywał się w sposób zhierarchizowany, a klasyfikacja klientów uzależniona była od przynależności do określonej transzy<sup>208</sup>. W pierwszej kolejności zaspokajani byli inwestorzy hipoteczni z notą AAA, a następnie kolejni według dalszych poziomów ważności. W przypadku braku spłaty kredytów hipotecznych będących zabezpieczeniem prywatnych obligacji hipotecznych, w pierwszej kolejności straty ponosili zatem inwestorzy najmniej uprzywilejowani, inwestujący na najwyższym poziomie ryzyka (*equity tranche*). Niektóre bardziej ezoteryczne instrumenty CDO dzielono na 50 lub nawet 100 transz, z których każda charakteryzowała się odmiennym poziomem ryzyka.

Podstawowy podział obligacji hipotecznych typu CDO pozwala na wyodrębnienie CDOs rzeczywistych (gotówkowych), czyli opartych na realnych aktywach oraz syntetycznych, czyli opartych na kredytowych instrumentach pochodnych. Rzeczywiste CDO bazują na portfelu aktywów składającym się z umów pożyczkowych oraz papierów wartościowych sekurytyzowanych. Syntetyczne CDO służą do przenoszenia ryzyka kredytowego z referencyjnego portfela aktywów, czyli przy wykorzystaniu *Credit Default Swaps*. W literaturze wyróżnia się kilka grup CDO, do których należą m.in.<sup>209</sup>:

- papiery wartościowe oparte na pożyczkach bankowych (*collateralized loan obligations - CLOs*),
- papiery wartościowe oparte na obligacjach (*collateralized bond obligations - CBOs*),
- papiery wartościowe oparte na kredytowych instrumentach pochodnych – swapach kredytowych (*synthetic collateralized debt obligations – synthetic CDO*),
- papiery wartościowe oparte głównie na produktach strukturyzowanych tj. ABS-ach i MBS-ach (*Structured Finance CDO – SFCDO*),

---

<sup>207</sup> P. Małecki, P. Stanek, *Gospodarka światowa wobec kryzysu globalnego*, w: *Gospodarka światowa w warunkach globalizacji i regionalizacji rynków*, red. S. Miklaszewski, E. Molendowski, Difin, Warszawa 2009, s. 65.

<sup>208</sup> A. Jobst, *What is securitization*, op. cit., s. 49.

<sup>209</sup> A. Hutarska, *Kredytowe instrumenty pochodne w zarządzaniu ryzykiem kredytowym*, CEDEWU.PL PLATINIUM, Warszawa 2010, s. 97.

- papiery wartościowe oparte na aktywach z rynku nieruchomości (*Commercial Real Estate CDO*),
- papiery wartościowe oparte głównie na ubezpieczeniach lub transakcjach reasekuracyjnych (*Collateralized Insurance Obligations - CIOs*),
- CDO oparte na transzach innych CDO, zwane CDO<sup>2</sup>,
- wyższe poziomy CDO, tj. CDO<sup>3</sup>, CDO<sup>4</sup> itd.

Tabela 3.1 prezentuje rozwój rynku obligacji hipotecznych CDO w latach 2006-2009. Na uwagę zasługuje skala kurczenia się tego rynku począwszy od 2008 r., tj. wraz z nasileniem się kryzysu finansowego. Z tabeli wynika również, iż dominującym zabezpieczeniem obligacji CDO były produkty sekurytyzowane.

**Tabela 3.1. Emisja obligacji hipotecznych CDO według typu podstawowego zabezpieczenia (w mln USD)**

| Rodzaj zabezpieczenia   | 2005             | 2006             | 2007             | 2008             | 2009            |
|---|------------------|------------------|------------------|------------------|-----------------|
| produkty sekurytyzowane   | 121 262,3        | 239 882,2        | 195 159,2        | 28 870,7         | 32 232,3        |
| pożyczki korporacyjne (arbitrażowe)                                 | 71 314,5         | 149 396,9        | 140 359,2        | 49 291,8         | 19 980,2        |
| pożyczki korporacyjne (bilansowe)                                   | 21 738,1         | 25 378,5         | 21 456,9         | 22 442,6         | 29 476,7        |
| pożyczki dla małych przedsiębiorstw ( <i>small business loans</i> ) | 0,0              | 0,0              | 32 878,4         | 8 126,7          | 4 988,3         |
| papiery wartościowe uprzywilejowane                                 | 7 976,6          | 13 132,5         | 7 425,2          | 631,7            | 0,0             |
| obligacje korporacyjne typu <i>investment grade</i>                 | 7 554,5          | 6 130,7          | 15 285,4         | 49 160,3         | 3 579,3         |
| dług niezabezpieczony REIT (Real Estate Investment Trusts)          | 3 225,5          | 5 218,6          | 3 530,7          | 0,0              | 0,0             |
| obligacje o wysokiej stopie zwrotu                                  | 3 127,3          | 3 108,1          | 3 955,4          | 0,0              | 0,0             |
| udziały w funduszach hedgingowych/funduszach <i>private equity</i>  | 1 638,7          | 2 728,7          | 449,3            | 195,6            | 20,0            |
| dług rządowych funduszy majątkowych                                 | 3 426,1          | 303,0            | 600,0            | 1,3              | 550,3           |
| <b>RAZEM</b>  | <b>241 263,6</b> | <b>445 279,1</b> | <b>421 099,7</b> | <b>158 720,7</b> | <b>90 827,0</b> |

Źródło: opracowanie własne na podstawie: [www.abalert.com](http://www.abalert.com)

Bodźcem do rozwoju tego segmentu rynku było zaufanie do wysokich ocen nadawanych przez agencje ratingowe, które w dużej mierze opierały się na gwarancjach spłaty udzielanych przez instytucje ubezpieczeniowe. Dzięki umowie swapu kredytowego zawieranej z gwarantem emisji, uzyskiwano zobowiązanie do wykupu przez niego obligacji po pełnej cenie w przypadku, gdy na skutek określonych w kontrakcie przyczyn ich cena zaczęłaby spadać.

Niebagatelne znaczenie dla późniejszego rozprzestrzeniania się kryzysu miały pochodne instrumenty kredytowe, a wśród nich właśnie transakcje swapu na zaprzestanie obsługi długu - *credit default swap* (CDS), pełniące funkcję swoistego rodzaju polis ubezpieczeniowych, dających nabywcy prawo do uzyskania rekompensaty

za niewypłacalność emitenta. Dzięki nowelizacji ustawy budżetowej, która miała miejsce w 2000 r., określanej mianem *Commodity Futures Modernization*, spod kontroli finansowej wyłączono znaczne obszary rynku instrumentów pochodnych, umożliwiając tym samym rozwój transakcji CDS<sup>210</sup>. Instrumenty te służyły przekazaniu ryzyka kredytowego związanego z papierami wartościowymi lub pożyczkami, umożliwiając kredytodawcom i inwestorom lepsze zarządzanie ryzykiem kredytowym. W typowej transakcji CDS jedna strona umowy, tj. kupujący (nabywający ochronę lub inaczej mówiąc sprzedający ryzyko) płaci okresowe wynagrodzenie drugiej stronie (tj. sprzedającemu ochronę lub kupującemu ryzyko) w zamian za zobowiązanie do wzięcia na siebie przez sprzedającego ryzyka zajścia zdarzenia kredytowego (*credit event, default*) związanego z referencyjnymi aktywami<sup>211</sup>. CDS stanowi zatem zobowiązanie emitenta (w zamian za premię) do wypłaty nabywcy określonej w umowie kwoty rekompensaty w przypadku zajścia zdarzenia kredytowego dotyczącego strony trzeciej, uniemożliwiającego wywiązanie się ze zobowiązania<sup>212</sup>. Zdarzeniem takim może być m.in.<sup>213</sup>:

- niedokonanie płatności wymaganych w związku z instrumentem bazowym w terminie ich wymagalności,
- bankructwo, niewypłacalność oraz niezdolność dłużnika do zapłaty zobowiązania,
- restrukturyzacja zobowiązania bazowego, obejmująca darowanie lub odroczenie kwoty kapitału i odsetek,
- ogłoszenie moratorium (dotyczy rządów państw),
- obniżenie ratingu kredytowego,
- niewymienialność waluty długu lub kraju emitenta,
- działania rządów lub podmiotów regulacyjnych, które mogą utrudnić spłatę długu<sup>214</sup>.

CDS stanowiły dobre rozwiązanie dla inwestorów, którzy potrzebowali ochrony przed zdarzeniem kredytowym, ale z określonych powodów nie chcieli lub nie mogli wyprowadzić aktywów bazowych obarczonych ryzykiem poza swój bilans.

Do pierwszych transakcji z udziałem CDS doszło w 1993 r., jednak właściwy rozwój rynku nastąpił dopiero kilka lat później. W 2007 r. wartość rynku CDS wyniosła 62 bln USD, stanowiąc blisko połowę całego obrotu pochodnymi instrumentami kredytowymi<sup>215</sup>.

---

<sup>210</sup> N. Roubini, S. Mihm, op. cit., s. 99.

<sup>211</sup> A. Huterska, op. cit., s. 73.

<sup>212</sup> M. Thlon, op. cit., s. 5.

<sup>213</sup> A. Grostal, *Kredytowe instrumenty pochodne*, w: *Współczesne problemy rynku pieniężnego i kapitałowego. Teoria i praktyka*, Zeszyty Naukowe nr 113, red. K. Gabryelczyk, E. Gruszczyńska-Broźbar, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Poznaniu, Poznań 2009, s. 211.

<sup>214</sup> Początkowo zdarzenie kredytowe utożsamiane było wyłącznie z niewypłacalnością dłużnika bazowego, por. A. Huterska, op. cit., s. 73.

<sup>215</sup> R. Kusy, op. cit., s. 124.



Głównym problemem instrumentów CDS było ich nabywanie w celach spekulacyjnych, zatem wbrew ich pierwotnemu przeznaczeniu, jakim było zabezpieczenie przed realnym ryzykiem. Kolejnym problemem była sprzedaż CDS-ów przez instytucje finansowe bez tworzenia rezerw kapitałowych potrzebnych do pokrycia ewentualnych wypłat na rzecz nabywców tych instrumentów. Z powodu braku dostatecznych rezerw kapitałowych w tarapaty finansowe popadło prężnie działające na tym rynku towarzystwo ubezpieczeniowe *AIG (American International Group)*<sup>216</sup>.

Popularnym instrumentem były również opcje kredytowe, zwane często opcjami na zaprzestanie długu (*Credit Default Option – CDO*), dające ich nabywcy prawo do skorzystania z ochrony na wypadek zajścia zdarzenia kredytowego, w zamian za uiszczenie opłaty na rzecz wystawcy opcji. Zdarzeniem kredytowym w tym przypadku może być zmiana wysokości ustalonej marży kredytu lub ceny wrażliwych na ryzyko aktywów. W sytuacji zajścia zdarzenia kredytowego nabywca opcji otrzymuje płatność od sprzedającego zabezpieczenie<sup>217</sup>.

Innowacje finansowe polegające na sekurytyzowaniu aktywów, przyczyniły się do powstania wielu zróżnicowanych i skomplikowanych hybrydowych instrumentów finansowych, które stały się przesłanką rozprzestrzeniania się kryzysu finansowego na niespotykana dotąd skalę. Portfel wierzytelności będących bazą sekurytyzacji składał się z kredytów o różnym poziomie ryzyka (np. obligacji amerykańskiego rządu o ratingu AAA, obligacji własnych banku, wycenianych zgodnie z ratingiem tego banku, oraz innych papierów obarczonych ryzykiem inwestycyjnym np. CDO, CDS). Kombinacja kilku rodzajów aktywów utrudniała właściwą ocenę ryzyka, jednak w warunkach początkowej euforii rynku, fakt „mieszania” wierzytelności o różnym poziomie ryzyka nie stanowił dla inwestorów problemu. Portfele kredytów hipotecznych o obniżonej jakości były masowo wykupywane przez podmioty GSE, które dokonywały ich dalszych „przepakowań” i po połączeniu z innymi kredytami ponownie wprowadzały na rynek pod postacią nowych obligacji. Dzięki wysokiemu ratingowi instytucji GSE nowe papiery wartościowe otrzymywały również wysokie oceny, bez trudu znajdując nabywców na rynku<sup>218</sup>. Znaną praktyką było również łączenie w jednorodny pakiet kredytów hipotecznych niskiej jakości o ratingu BBB i emitowanie na ich bazie papierów wartościowych w podziale na transze, z których transza

---

<sup>216</sup> A. Sławiński, *Stabilność finansowa*, w: *Polityka pieniężna*, red. a. Sławiński, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 2011, s. 64.

<sup>217</sup> A. Hutarska, op. cit, s. 78.

<sup>218</sup> L. Czarnecki, *Ryzyko w działalności bankowej. Nowe spojrzenie po kryzysie*, Wydawnictwo Studio EMKA, Warszawa 2011, s. 44.

uprzywilejowana otrzymywała najwyższą ocenę AAA, choć bazowy pakiet kredytów hipotecznych pozostał tak samo ryzykowny jak przed sekurytyzacją<sup>219</sup>.

Rozwój rynku instrumentów pochodnych przyczynił się do zwiększenia dźwigni finansowej instytucji finansowych oraz wzrostu cen aktywów. Nieprzejrzystość i dwustronny charakter transakcji z udziałem instrumentów pochodnych, zawieranych na rynkach nieregulowanych sprawiły, iż płynność tego rynku uległa ograniczeniu na skutek spadku wzajemnego zaufania jego uczestników. Brak wiedzy na temat skali transakcji zawieranych przez animatorów rynku z innymi podmiotami, sprzyjał narastaniu obaw o wypłacalność zarówno animatorów, jak i użytkowników rynku (*market users*)<sup>220</sup>.

Zniesienie regulacji zakazujących udzielania pożyczek hipotecznych oprocentowanych według zmiennej stopy procentowej, skłoniło podmioty udzielające pożyczek do kolejnych innowacji polegających na podziale ryzyka stóp procentowych pomiędzy kredytodawcę i kredytobiorcę. Kredyty hipoteczne oprocentowane według zmiennej stopy procentowej (*Adjustable Rate Mortgage – ARM*) przeznaczone były dla kredytobiorców o niskiej wiarygodności kredytowej. Taki wariant kredytu zapewniał w pierwszej fazie spłaty raty odsetkowe niższe niż w ofertach opartych na obowiązującej stałej stopie procentowej. W praktyce do oceny zdolności kredytowej potencjalnego klienta wykorzystywano wyłącznie zdolność do pokrycia początkowej wysokości obciążeń, co umożliwiało zaciągnięcie kredytu coraz szerszej rzeszy obywateli. Znaczną część tego rodzaju kredytów stanowiły tzw. *hybryd interest-only ARM's*, których spłata polegała na regulowaniu w pierwszym okresie wyłącznie zobowiązań odsetkowych. Pełna wymagalność kredytu, która następowała zwykle po 3-5 latach, powodowała gwałtowny wzrost obciążeń kredytobiorcy<sup>221</sup>.

W latach dziewięćdziesiątych wzrost cen nieruchomości w Stanach Zjednoczonych utrzymywał się na poziomie około 5% w skali roku. Począwszy od 2000 r. wzrost ten stawał się coraz bardziej dynamiczny, osiągając wartości dwucyfrowe. Apogeum cen nieruchomości przypadło na 2005 rok, kiedy wartość sprzedaży domu przekraczała pięciokrotność wartości w 1990 r., przy uwzględnieniu faktu podwojenia liczby sprzedanych domów

---

<sup>219</sup> N. Roubini, S. Mihm, op. cit., s. 91.

<sup>220</sup> A. Głogowski, *Rola instrumentów pochodnych w kryzysie światowego systemu finansowego lat 2007-2009. Wybrane zagadnienia*, w: *Instrumenty pochodne w globalnej gospodarce*, Bank i Kredyt Część Edukacyjna 1/2010, s. 20-21.

<sup>221</sup> R. Kusy, op. cit., s. 112.

w porównywanym latach<sup>222</sup>. Wzrost cen nieruchomości pozwalał refinansować kredyty hipoteczne według ich bieżącej wartości rynkowej (*Mortgage Equity Withdrawal*), co wykorzystywane było często przez kredytobiorców do zaspokajania potrzeb konsumpcyjnych<sup>223</sup>. Rosnąca wartość nieruchomości, a także transfer ryzyka na rynkach finansowych za pomocą sekurytyzacji, przyczyniły się do liberalizacji polityki kredytowej banków, przejawiającej się w erozji standardów oceny zdolności kredytowej klientów.

Transfer ryzyka kredytowego obniżył motywację banków do dokładnej weryfikacji klientów, co wynikało z przekonania, że ewentualne negatywne konsekwencje niespłacenia kredytu nie będą miały skutków finansowych dla danego banku. Oferta kredytów hipotecznych skierowana została zatem do klientów o niższej zdolności kredytowej oraz mających problemy z utrzymaniem dotychczasowych nieruchomości. Instytucje kredytowe, ignorując całkowicie podstawowe zasady finansowania, udzielały kredytów nawet osobom nieposiadającym stałego źródła dochodu. Ten rodzaj kredytobiorców zaczęto określać nowo ukutym pojęciem *NINJA* – stanowiącym skrót sformułowania *no income, no job, no assets*. Ocena zdolności kredytowej potencjalnych klientów odbywała się na podstawie zautomatyzowanego procesu klasyfikacji i ewaluacji ryzyka, zatem nie badano wiarygodnej dokumentacji<sup>224</sup>. Rozwój rynku kredytów hipotecznych o obniżonej jakości przebiegał jednak bardzo dynamicznie, osiągając w 2006 r. ponad 40% udział w całkowitej wielkości kredytów hipotecznych.

W związku z obniżeniem standardów oceny zdolności kredytowej kredytobiorców, dominującym modelem biznesowym w odniesieniu do kredytów *subprime*, stała się strategia, określana mianem *originate-to-distribute*<sup>225</sup>. W tym celu duże banki inwestycyjne, w interesie których leżało wyprowadzenie niektórych aktywów poza bilans banku, powoływały strukturalne fundusze inwestycyjne (*Structured Investment Vehicles* - *SIV*) tworzone zazwyczaj jako spółki córki i zarządzane przez odrębne jednostki prawne (*Special Purpose Vehicles* – *SPV*)<sup>226</sup>. Działalność *SIV* polegała na inwestowaniu w papiery wartościowe emitowane w wyniku sekurytyzacji, przy użyciu środków pochodzących z emisji krótkoterminowych papierów komercyjnych. Ideą *SIV* było zatem zaciąganie pożyczek,

---

<sup>222</sup> M. Jurek, P. Marszałek, *Kryzys subprime i kryzys azjatycki – analiza porównawcza*, w: *Gospodarka w warunkach kryzysu*, red. S. Antkiewicz, M. Pronobis, CEDEWU.PL, Wydawnictwa Fachowe, Warszawa 2009, s. 198.

<sup>223</sup> R. Kusy, op. cit., s. 115.

<sup>224</sup> S. C. Bair, op. cit., s. 42.

<sup>225</sup> W przeciwieństwie do stosowanej przez kilka dziesięcioleci zasady *originate and hold*, tj. udzielenie finansowania i trzymanie go w swoim portfelu.

<sup>226</sup> <http://www.obserwatorfinansowy.pl/2011/12/19/shadow-banking-czyli-pieniadze-w-strefie-ryzyka> [data dostępu 7.03.2012].

dzięki dużej wiarygodności instytucji matek, na korzystnych warunkach, na krótkoterminowym rynku finansowym i finansowanie tymi środkami długoterminowych i wysokooprocentowanych papierów dłużnych<sup>227</sup>.

Dzięki wprowadzeniu w 1999 r. ustawy *Financial Services Modernization Act*<sup>228</sup>, zniesiono ograniczenia konsolidacji pomiędzy bankami inwestycyjnymi, bankami komercyjnymi, biurami maklerskimi oraz instytucjami ubezpieczeniowymi, które zostały wprowadzone w 1933 r. w wyniku reformy Glassa-Steagalla w następstwie Wielkiego Kryzysu. Wejście w życie ww. ustawy wywołało falę konsolidacji, choć jej skala była niższa od spodziewanej. W efekcie połączeń powstało wiele złożonych instytucji finansowych, skłonnych do podejmowania hazardu moralnego (*too-big-to-fail*). Tworzenie konglomeratów finansowych sprzyjało procesowi sekurytyzacji aktywów i konstruowaniu skomplikowanych instrumentów finansowych, w których udział brały wyspecjalizowane oddziały tej samej instytucji.

Do wzrostu ryzyka załamania na rynku kredytów *subprime* przyczyniło się również rosnące zainteresowanie skupem MBS-ów ze strony podmiotów GSE, które coraz częściej zachowywały się jak fundusze hedgingowe, poszukując inwestycji o wysokiej stopie zwrotu. Zaangażowanie instytucji GSE na rynku instrumentów sekurytyzowanych znacznie przewyższyło poziom ich kapitałów własnych, osiągając w 2007 r. kwotę 385 mld USD<sup>229</sup>.

W warunkach wysokiej spłacalności kredytów hipotecznych inwestorzy osiągalni znaczne zyski, jednak pierwsza dekada XXI wieku przyniosła wzrost liczby niewypłacalnych kredytobiorców. Duża podaż nieruchomości spowodowała spadek ich cen, co niekorzystnie odbiło się na rynku strukturyzowanych instrumentów dłużnych, skutkując gwałtownym załamaniem popytu na tego rodzaju papiery wartościowe. Wobec trudności ze znalezieniem nabywców na nowe emisje, spółki celowe musiały korzystać z linii kredytowych w bankach w celu finansowania swoich aktywów. W wielu przypadkach konieczne okazało się przeniesienie części CDO do bilansów banków, co skutkowało znaczącym obniżeniem płynności tych banków. Gwałtownie obniżyła się również płynność na rynku papierów hipotecznych, uniemożliwiając ich właściwą wycenę. Banki ponosiły straty wynikające z konieczności oszacowania wartości nie płynnych papierów hipotecznych, co spowodowało

---

<sup>227</sup> <http://www.money.pl/gospodarka/wiadomosci/arttykul/100;mld;dolarow;na;ratunek;siv-om,251,0,272891.html> [data dostępu 7.03.2012].

<sup>228</sup> *The Gramm–Leach–Bliley Act* (GLB), <http://www.gpo.gov/fdsys/pkg/PLAW-106publ102/html/PLAW-106publ102.htm>

<sup>229</sup> R. Kusy, op. cit., s. 114.

zaostrzenie warunków udzielania kredytów dla przedsiębiorstw, odbijając się niekorzystnie na wzroście gospodarczym.

Kluczową rolę w narastaniu ryzyka załamania na rynku nieruchomości odegrała polityka stóp procentowych prowadzona przez System Rezerwy Federalnej. Po recesji amerykańskiej gospodarki, na początku nowego stulecia Fed rozpoczął cykl łagodzenia polityki monetarnej, obniżając stopy procentowe z 6,5% w połowie 2000 r. do 1% w czerwcu 2003 r. Gwałtowne cięcia stóp procentowych przez System Rezerwy Federalnej, przebiegały w tempie znacznie przewyższającym przewidywania oparte na doświadczeniach dotychczasowych decyzji amerykańskiego banku centralnego. Spowodowały one odejście od tzw. reguły Taylora, polegającej na reagowaniu za pośrednictwem polityki pieniężnej na dwie podstawowe wielkości makroekonomiczne, tj. inflację oraz produkt krajowy brutto, za pomocą reguły opisanej wzorem matematycznym. Twórca tego podejścia – prof. J. B. Taylor krytykował dyskrecjonalne działania banków centralnych, oparte na zbyt subiektywnym osądzie, przeciwstawiając im usystematyzowane i przewidywalne podejście w polityce pieniężnej nakierowane na osiągnięcie określonych parametrów. Zdaniem twórcy koncepcji podejście to zapobiega nadmiernej ekspansji monetarnej, skutkującej w długim okresie inflacją i obniżeniem wielkości PKB.

Do połowy 2001 r. polityka monetarna Fed była zgodna z regułą Taylora. W związku z jej znacznym rozluźnieniem począwszy od 2001 r. skala rozbieżności pomiędzy ścieżką decyzji dotyczących stóp procentowych podejmowanych przez Fed a poziomem stóp procentowych wyznaczonych według reguły Taylora systematycznie narastała<sup>230</sup>. Początkowo celem rozluźnienia monetarnego było ograniczenie negatywnych tendencji spowodowanych pęknięciem tzw. bańki internetowej oraz zapobieżenie spowolnieniu w sferze realnej. Dalsze redukcje stopy *fed funds* nastąpiły po atakach terrorystycznych we wrześniu 2001 r. i służyły uspokojeniu nastrojów na rynkach finansowych. Ekspansywna polityka pieniężna nie spowodowała narastania presji inflacyjnej, której przeciwdziałały niskie oczekiwania inflacyjne i działanie automatycznych stabilizatorów koniunktury, jednakże znalazła ujście na rynku aktywów, skutkując powstaniem bąbla spekulacyjnego na rynku nieruchomości. Narastanie bańki spekulacyjnej potęgowała rosnąca skłonność do hazardu moralnego

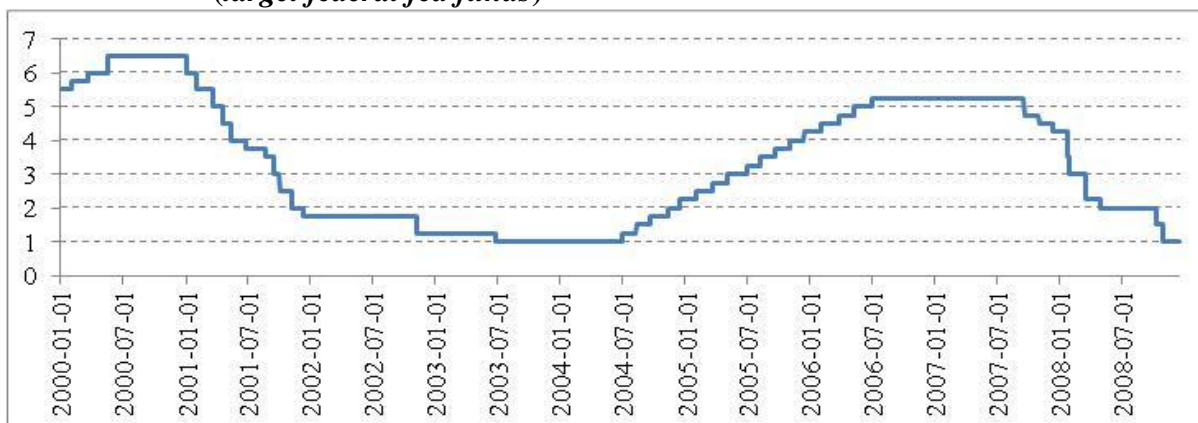
---

<sup>230</sup> D. Filar, *Profesor Taylor nie ceni dyskrecjonalności*, Rzeczpospolita z 11.09.2004 r., [http://archiwum.rp.pl/artukul/505149\\_Profesor\\_Taylor\\_nie\\_ceni\\_dyskrecjonalnosci.html](http://archiwum.rp.pl/artukul/505149_Profesor_Taylor_nie_ceni_dyskrecjonalnosci.html) z 13 marca 2012 r.

ze strony uczestników rynku, a także niska efektywność państwa w zakresie kształtowania ładu instytucjonalnego związana z gwałtowną liberalizacją sektorów finansowych<sup>231</sup>.

Niski poziom stóp procentowych zachęcał do zaciągania kredytów, których zarówno banki, jak i instytucje kredytowe chętnie udzielały. Począwszy od 2004 r. Fed, w odpowiedzi na rosnące ceny żywności i surowców oraz słabnący kurs dolara amerykańskiego, rozpoczął systematyczne podnoszenie stóp procentowych, które w latach 2004-2006 wzrosły z 1% do 5,35% (wykres 3.2), powodując trudności w spłaceniu kredytów przede wszystkim u pożyczkobiorców, którzy nie posiadali pełnej zdolności kredytowej. Rosnące koszty kredytu spowodowały, że sztucznie nadmuchana bańka na rynku nieruchomości zaczęła pękać<sup>232</sup>. W związku z pogarszającą się sytuacją na rynku kredytów *subprime*, nadzór bankowy wydał rekomendację zaostrzającą wymogi kredytowe w tym segmencie rynku.

**Wykres 3.2. Kształtowanie stopy referencyjnej FED w latach 2000-2008**  
(*target federal fed funds*)



Źródło: <http://research.stlouisfed.org/fred2/graph/?id=DFEDTAR> z dnia 7 marca 2012 r.

Niezależnie od decyzji nadzoru, banki również zrewidowały warunki udzielania kredytów w stosunku do swoich klientów. Odpowiedzią uczestników rynku na zawirowania było przejście od nadmiernej skłonności do ryzyka do niemal całkowitej awersji do podejmowania jakiegokolwiek nowego ryzyka. Powszechna niepewność co do wielkości zaangażowania instytucji finansowych w toksyczne aktywa, spowodowała niemal całkowity zanik transakcji na rynku międzybankowym<sup>233</sup>, skutkujący trudnościami w utrzymaniu bieżącej płynności instytucji finansowych<sup>234</sup>.

<sup>231</sup> A. P. Balcerzak, *Przegląd i wstępna ocena teoretycznych stanowisk dotyczących źródeł globalnego kryzysu gospodarczego*, w: *Gospodarka w warunkach kryzysu*, red. S. Antkiewicz, M. Pronobis, CEDEWU.PL Wydawnictw Fachowe, Warszawa 2009, s. 262-266.

<sup>232</sup> M. Zaleska, A. Jurowski, *Przyczyny i skutki kryzysu subprime*, *Gazeta Bankowa* z 1 kwietnia 2008 r.

<sup>233</sup> Bardziej szczegółowe omówienie sytuacji na amerykańskim rynku międzybankowym dokonane zostanie w rozdziale 4.

<sup>234</sup> J. Łaszek, op. cit., s. 11.

Ograniczenie dostępu do kapitału na finansowanie budownictwa spowodowało dalsze spadki cen nieruchomości. Dodatkową podaż na rynku kreowały także nieruchomości, z których eksmitowano dotychczasowych właścicieli, z uwagi na ich niewypłacalność. Znaczące spadki cen nieruchomości spowodowały, że wartość zadłużenia w wielu regionach przekraczała ceny mieszkań, co spowodowało rozlewanie się kryzysu na inne segmenty rynku kredytów hipotecznych (np. Alt A). Znaczące straty ponieśli także ubezpieczyciele tych kredytów. Nagromadzenie złych długów oraz spadek wyceny sekurytyzowanych papierów wartościowych, spowodowały olbrzymie straty instytucji finansowych, które zagroziły stabilności globalnego systemu finansowego.

Najważniejsze przyczyny narastania problemów na amerykańskim rynku kredytów hipotecznych zestawione zostały w tabeli 3.2.

**Tabela 3.2. Przyczyny wybuchu kryzysu finansowego na amerykańskim rynku kredytów hipotecznych**

| Przyczyna   | Komentarz   |
|---|---|
| Migracja usług bankowych poza tradycyjny sektor bankowy | Ocenia się, że na początku kryzysu połowa wszystkich transakcji na rynku hipotecznym odbywała się za pośrednictwem instytucji znajdujących się poza zasięgiem nadzoru bankowego. Wiele produktów oferowanych przez niebankowe instytucje kredytowe stanowiło dużą konkurencję dla tradycyjnej bankowości objętej nadzorem. W następstwie takiej sytuacji największe banki i kasy oszczędnościowo-kredytowe rozszerzały swoją ofertę o produkty oferowane do tej pory przez instytucje nieregulowane, tworząc w tym celu mniej rygorystycznie kontrolowane spółki stowarzyszone i zależne.   |
| Boom kredytowy  | Utrzymywany przez dłuższy okres czasu niski poziom stóp procentowych stanowił zachętę dla instytucji finansowych do ekspansji akcji kredytowej, finansowanej w zdecydowanej części dzięki lewarowaniu, czyli wykorzystaniu dźwigni finansowej ( <i>financial leverage</i> ) <sup>235</sup> , której poziom sięgnął niespotykanych wcześniej rozmiarów (1:50 do 1:60) <sup>236</sup> . Efektem lewarowania był silny wzrost znaczenia sektora finansowego, a także powszechna „finansjalizacja” gospodarki, które sprawiły, że zasoby aktywów finansowych znacznie przekroczyły realne dochody mierzone produktem krajowym brutto (przykładowo w 2007 r. aktywa finansowe szacunkowo stanowiły trzynastokrotność światowego PKB, co wyraźnie wskazuje na brak odbicia w sferze realnej gospodarki).  |
| Sekurytyzacja aktywów                                   | Nowoczesne instrumenty służące do sekurytyzacji kredytów hipotecznych charakteryzowały się wysokim poziomem komplikacji, utrudniającym właściwą wycenę ryzyka. Szczegółowe informacje dotyczące struktury transakcji i nabywców określonych instrumentów były niedostępne nawet dla instytucji nadzorczych. Papiery dłużne, powstałe w wyniku sekurytyzacji kredytów hipotecznych, były gremialnie kupowane przez inwestorów opierających się na ocenach przyznanych przez agencje ratingowe. Podstawą papierów wartościowych, emitowanych w wyniku sekurytyzacji aktywów, były w wielu przypadkach kredyty hipoteczne o niskiej jakości lub słabym zabezpieczeniu. Jakość tych papierów uzależniona była od cen nieruchomości stanowiących zabezpieczenie kredytów bazowych. Załamanie najsłabszego ogniwa rynku kredytów hipotecznych, czyli segmentu |

<sup>235</sup> Dźwignia finansowa określa wzrost rentowności kapitału własnego na skutek wzrostu zadłużenia.

<sup>236</sup> J. Kulig, *Współzależności globalne w przebiegu kryzysu finansowego w: Globalny kryzys finansowy a polska gospodarka*, red. W. Małecki, VIZJA PRESS&IT, Warszawa 2009, s. 42.

| Przyczyna  | Komentarz  |
|--|--|
|  | kredytów <i>subprime</i> , spowodowało spadek wartości aktywów, który uruchomił lawinę spadków i dostosowań. Nowoczesna sekurytyzacja wykorzystywała dodatkowo nowe tzw. syntetyczne instrumenty finansowe, którymi handlowano na niepublicznym rynku ( <i>over-the-counter – OTC</i> ).   |
| Refinansowanie kredytów hipotecznych przez konsumentów   | Wzrastające ceny nieruchomości oraz spadające stopy procentowe skłoniły banki do opracowania nowych produktów finansowych służących refinansowaniu zaciągniętych wcześniej kredytów hipotecznych. Obniżanie rat hipotecznych odbywało się w drodze zaciągnięcia kolejnych kredytów lub poprzez zaciągnięcie kredytów zabezpieczonych drugim zastawem hipotecznym. Instytucje oferujące te produkty, działające najczęściej poza tradycyjnym systemem banków i kas oszczędnościowo-pozyczkowych, wykorzystywały niewiedzę klientów, skłaniając ich do podpisywania szkodliwych lub niekorzystnych dla siebie umów. Nadużycia zlikwidowane zostały dopiero dzięki zmianom definicji wysokokosztowych kredytów hipotecznych, które weszły w życie w latach 2009-2010.   |
| Opieranie się na ekspertyzach przeprowadzanych przez <i>Nationally Recognized Statistical Rating Organizations</i> (NRSRO) | Wyspecjalizowane agencje ratingowe nadawały rating emitentom lub określonym transzom wyemitowanych papierów wartościowych, opierając się na analizie ilościowej i jakościowej, przy wykorzystaniu modeli matematycznych niepodlegających publicznej weryfikacji. Oceniając jakość zobowiązań długoterminowych, agencje ratingowe popełniły błędy ekstrapolacji, bazując na zbyt krótkich szeregach czasowych. Nieprawidłowe oceny wynikały również z przekonania, że znaczna dywersyfikacja wiarytelności w ramach danego portfela może całkowicie wyeliminować ryzyko niewypłacalności pojedynczego kredytobiorcy. Zasadniczym błędem było także niedoszacowanie ryzyka systemowego, przejawiającego się w prawdopodobieństwie popadnięcia większej liczby kredytobiorców w tarapaty finansowe na skutek oddziaływania tych samych czynników, skutkiem czego zaprzestaliby oni obsługi zaciągniętego zobowiązania <sup>237</sup> . Zdarzenie takie pomijano, uznając je za mało prawdopodobne, a więc prawie niemożliwe do zaistnienia. Założenia, na podstawie których dokonywano dywersyfikacji zysków również okazały się niewłaściwe. Agencje otrzymywały wynagrodzenie od emitentów papierów wartościowych, co nasuwa podejrzenie braku obiektywności ratingu. Z drugiej strony, wobec złożoności poszczególnych instrumentów finansowych, ich bezpośrednia ocena przez inwestorów napotykała na znaczne trudności, wynikające z ograniczonej zdolności percepcji i przetwarzania wielu zmiennych, skutkiem czego inwestorzy bezkrytycznie akceptowali rekomendacje i oceny sporządzone przez agencje ratingowe. |
| Sprzyjający nadużyciom system wynagradzania menadżerów i pracowników   | Większość systemów wynagrodzeń nie była właściwie powiązana z zarządzaniem ryzykiem. Wysokie zyski krótkoterminowe nagradzane były wysokimi premiami, bez uwzględniania ryzyka długoterminowego. Dochód brokera kredytowego uzależniony był od ilości podpisanych umów kredytowych, bez względu na ich jakość. Po zawarciu umowy kredytowej pośrednik finansowy tracił kontakt z klientem i nie ponosił konsekwencji niewywiązywania się kredytobiorcy z zaciągniętego zobowiązania.   |
| Niedostateczna skuteczność nadzoru bankowego   | System nadzoru zawierał istotne wady, które spowodowały kumulację ryzyka w systemie finansowym, dzięki stworzeniu warunków dla arbitrażu regulacyjnego, czyli formalnego przenoszenia działalności do tych segmentów rynku finansowego, gdzie koszty dostosowania się do regulacji są najniższe <sup>238</sup> . Monitorowanie ryzyka przez nadzorców publicznych utrudniała kreacja pozabilansowych instrumentów finansowych oraz przeniesienie działalności bankowej do sektora nieregulowanego ( <i>shadow banking</i> ).   |
| Rozmiary i złożoność instytucji  | Nieograniczony dostęp do taniego finansowania przyczynił się do rozwoju  |

<sup>237</sup> A. Szyszka, *Behawioralne aspekty kryzysu finansowego*, Bank i Kredyt 40/2009, s. 23.

<sup>238</sup> [http://www.gu.com.pl/index.php?option=com\\_content&task=view&id=23610&Itemid=316](http://www.gu.com.pl/index.php?option=com_content&task=view&id=23610&Itemid=316) z dnia 7 marca 2012 r.



| Przyczyna  | Komentarz  |
|--|--|
| finansowych  | ogromnych instytucji finansowych, traktowanych przez menadżerów oraz rynek jako zbyt duże aby upaść, ze względu na świadomość konsekwencji, jakie ich upadłość spowodowałaby dla stabilności systemu finansowego. Przekonanie co do konieczności uzyskania wsparcia finansowego ze strony władz publicznych rodziło pokusę nadużycia zarówno ze strony zarządzających daną instytucją, jak i pozostałych uczestników rynku. Kryzys objawił potrzebę ustanowienia sprawnego mechanizmu likwidacyjnego, umożliwiającego podział, a następnie sprzedaż upadłej spółki.  |
| Zbyt niskie wymagania kapitałowe (nieprawidłowe założenia wytycznych Bazylea II) | Obowiązujące regulacje kapitałowe zezwalały instytucjom finansowym na wykorzystywanie derywatów oraz zabezpieczeń do ograniczania wymagań kapitałowych. Dodatkowe ryzyko generowały mniej rygorystyczne wymagania kapitałowe w stosunku do spółek holdingowych banków, w szczególności w odniesieniu do relacji kapitału akcyjnego spółki i jej zadłużenia. Niższe wymagania kapitałowe odnosiły się również do podmiotów finansowanych przez państwo (GSE), działających na federalnym rynku nieruchomości, powodując migrację kredytów hipotecznych do tych podmiotów, co służyło popularyzacji modelu <i>originate-to-distribute</i> .  |
| Niewłaściwie prowadzona polityka pieniężna                                       | Bezpośrednią przyczyną kryzysu finansowego była realizowana od początku obecnego wieku polityka taniego pieniądza. Długotrwałe utrzymywanie stóp procentowych na niskim poziomie sprzyjało powstawaniu bąbli spekulacyjnych na rynku aktywów <sup>239</sup> . Obniżka stóp procentowych spowodowała potanieenie kredytu hipotecznego do poziomu najniższego w historii. Wzrost inflacji spowodował zaostrzenie polityki pieniężnej, skutkujące falą niewypłacalności ze strony kredytobiorców hipotecznych, w szczególności w sektorze <i>subprime</i> .   |
| Zmiany w ustawodawstwie  | Likwidacja w 1998 r. wprowadzonej w 1933 r. ustawy Glass-Steagall, rozgraniczającej bankowość inwestycyjną od detalicznej <sup>240</sup> ,   |
| Niewłaściwa polityka fiskalna  | Błędna polityka fiskalna Stanów Zjednoczonych realizowana w czasie prezydentury Georga W. Busha, polegająca na obniżaniu podatków w warunkach zwiększającego się deficytu budżetowego <sup>241</sup> .   |
| Czynniki behawioralne  | Wśród przyczyn o charakterze psychologicznym wymieni należy nadmierną pewność siebie inwestorów i nierealistyczny optymizm uczestników rynku ( <i>irrational exuberance</i> ). Źródeł optymizmu należy upatrywać we wzroście stabilności ekonomicznej w drugiej połowie lat 90-tych oraz w początkowych latach XXI w., będących okresem braku głębszych wstrząsów (poza pęknięciem bańki internetowej na rynkach kapitałowych w 2001 r.), jak również czasem poprawy jakości polityki pieniężnej i fiskalnej w perspektywie światowej. Przesadne zaufanie do własnej wiedzy i wyjątkowych umiejętności, spowodowało uśpienie czujności i obniżenie staranności przy podejmowaniu decyzji inwestycyjnych. Stosunkowo długi okres prosperity rynkowej sprawiał, że inwestorzy osiągnięte zyski tłumaczyli przede wszystkim własnymi zdolnościami, nie widząc, że w dużej mierze zawdzięczają je sprzyjającej sytuacji rynkowej. O skali kryzysu finansowego w dużej mierze zdecydowała chciwość, która zgodnie z behawioralną teorią portfelową stanowi obok strachu, główny czynnik determinujący podejmowane decyzje inwestycyjne. Dążenie do osiągania coraz wyższej stopy zwrotu popychało inwestorów, poprzez znaczne lewarowanie operacji gospodarczych, a także wykorzystanie instrumentów pochodnych, w kierunku coraz bardziej ryzykownych strategii inwestycyjnych. Istotną przyczyną o podłożu behawioralnym były również zachowania stadne <sup>242</sup> , powodujące, że |

<sup>239</sup> Uwaga na bańkę, czyli efekt darmowego pieniądza, The Economist Newspaper Limited, London (9-15.01.2010), za: Rzeczpospolita z 11 stycznia 2010 r., s. B8.

<sup>240</sup> L. Czarnecki, op. cit., s. 46.

<sup>241</sup> Ibidem, s. 46.

<sup>242</sup> K. Jajuga, *Pomiar stabilności i zarządzanie ryzykiem systemu bankowego – lekcje z kryzysu*, w: *Globalny kryzys finansowy i jego konsekwencje w opiniach ekonomistów polskich*, op. cit., s. 26.

| Przyczyna | Komentarz  |
|-----------|--|
|           | podstawą podejmowanych decyzji inwestycyjnych było naśladowanie rynku poprzez przyłączanie się do kontynuacji trendu wzrostowego. Inwestorzy oczekiwali zatem dalszych wzrostów cen, nie przywiązując większej wagi do faktu, że aktywa były już relatywnie drogie. Dzięki odpowiednio dużej liczbie inwestorów postępujących w podobny sposób, mechanizm ten działał jako samospełniająca się przepowiednia, nakręcając spiralę podwyżek do nowych maksymalnych poziomów, czemu sprzyjała euforia rynku i doniesienia medialne <sup>243</sup> . |

Źródło: opracowanie własne

### 3.2.2. Kalendarium kryzysu finansowego lat 2007-2012

Rozwój wypadków następujących po załamaniu na rynku kredytów *subprime* obfitował w wiele wydarzeń, wskazujących na rozprzestrzenianie się kryzysu finansowego w skali globalnej. Celem niniejszej pracy nie jest wnikliwa analiza poszczególnych zdarzeń, dlatego też dla potrzeb ukazania sekwencji wypadków powodujących „zarażanie się” kryzysem finansowym w skali światowej, zaprezentowane zostanie jedynie syntetyczne kalendarium najbardziej istotnych wydarzeń. Znajomość najważniejszych wypadków pozwoli lepiej zrozumieć genezę nadzwyczajnych działań podejmowanych przez banki centralne w odpowiedzi na kryzys, które zostaną szczegółowo omówione w dalszej części pracy.

Pierwsze symptomy zawirowań na rynku nieruchomości miały miejsce w połowie 2006 r., kiedy ponad 2 miliony amerykańskich kredytobiorców utraciło prawo własności posiadanej nieruchomości. Pierwszym spektakularnym skutkiem załamania na amerykańskim rynku kredytów hipotecznych w skali globalnej, były ogłoszone w lutym 2007 r., niższe od oczekiwanych, wyniki finansowe potężnego brytyjskiego banku HSBC. Głównym powodem trudności finansowych banku był wzrost udziału w jego bilansie kredytów zagrożonych na skutek nadmiernej ekspozycji w amerykańskim segmencie kredytów *subprime*<sup>244</sup>. Rosnąca liczba nieściągalnych kredytów spowodowała w lutym i marcu 2007 r. pierwsze upadłości instytucji finansowych. W kwietniu tego roku wniosek o upadłość złożył drugi co do wielkości pożyczkodawca na rynku kredytów *subprime* – New Century Financial Corporation. Na skutek strat spowodowanych inwestycjami na rynku *subprime* w maju 2007 r. upadłość ogłosił szwajcarski fundusz hedgingowy Dillon Read. Wyniki banków niższe od oczekiwanych spowodowały spadek cen akcji kolejnych instytucji finansowych, m.in. JPMorgan, Lehman Brothers, Wells Fargo oraz kredytodawców w segmencie *subprime*, tj.: American Home Mortgage Investments oraz Accredited Home Lenders. Niepokój na rynku wzbudziła również gotowość wielu instytucji finansowych do sprzedaży portfela

<sup>243</sup> A. Szyszka, op. cit., s. 20.

<sup>244</sup> W. Nawrot, *Globalny kryzys finansowy XXI wieku. Przyczyny, przebieg, skutki, prognozy*, CEDEWU.PL Wydawnictwa Fachowe, Warszawa 2009, s. 25-26.

kredytowego *subprime* z dużym dyskontem, a także obniżenie ocen ratingowych 62 transz 21 różnych CDO. Analogiczne obniżki ratingów innych CDO dokonywane zostały w kolejnych miesiącach przez główne agencje ratingowe, takie jak: Moody's, Fitch, Standard and Poor's<sup>245</sup>.

Za faktyczny początek kryzysu finansowego w Stanach Zjednoczonych uznaje się jednak sierpień 2007 r., kiedy, na skutek nadmiernego zaangażowania na rynku kredytów *subprime*, w tarapaty finansowe popadły dwa fundusze hedgingowe należące do banku *Bear Stearns*<sup>246</sup>. W związku z trudnościami w uzupełnieniu funduszu zabezpieczającego (*margin call*), bank Merrill Lynch, będący brokerem tych funduszy, podjął daremną próbę sprzedaży zdeponowanych w nim papierów wartościowych wysokiego ryzyka. W celu ratowania jednego z funduszy, *Bear Stearns* zmuszony został do otwarcia linii kredytowej w wysokości 3,2 mld USD, pozwalając jednocześnie drugiemu funduszowi na ogłoszenie upadłości.

Sierpień 2007 r. okazał się miesiącem, w którym znaczne problemy finansowe spowodowane ekspozycją na rynku *subprime* ujawniły się w niemieckim sektorze bankowym. Na progu upadłości stanął bank IKB, którego zaangażowanie na amerykańskim rynku kredytów hipotecznych wyniosło 10 mld USD. Drugim zagrożonym bankiem, głównie za sprawą działalności operacyjnej jego dublińskiej filii - *Ormonde Quay*, okazał się, postrzegany jako tradycyjny i konserwatywny, bank *Sachsen LB*, którego ekspozycja na rynku *subprime* była zbliżona do odnotowanej przez brytyjski *HSBC*. Trzecim bankiem generującym straty z tytułu zaangażowania w operacje *leveraged buy-out* oraz *private equity* okazał się bank *West LB*. Niemieckie banki zagrożone upadłością, których łączne zaangażowanie w toksyczne papiery wartościowe rynku amerykańskiego wyniosło ponad 60 mld EUR, skorzystały z pomocy finansowej oferowanej przez konsorcja banków<sup>247</sup>.

Duży wstrząs dla świata finansów stanowiła decyzja francuskiego banku *BNP Paribas*, który w związku z trudnościami w wycenie instrumentów finansowych związanych z rynkiem hipotecznym w Stanach Zjednoczonych, w sierpniu 2007 r. „zamroził” wypłaty z trzech podległych mu funduszy inwestycyjnych (*Parvest Dynamic ABS*, *BNP Paribas Eonia*, *BNP Paribas ABS Euribor*).

Znamiennym wydarzeniem dla przebiegu omawianego kryzysu finansowego były również znaczne trudności finansowe brytyjskiego banku *Northern Rock*, który, co istotne,

---

<sup>245</sup> P. Małecki, P. Stanek, *Gospodarka światowa wobec kryzysu globalnego*, w : S. Miklaszewski, E. Molendowski, *Gospodarka światowa w warunkach globalizacji i regionalizacji rynków*, Difin, Warszawa 2009, s. 68.

<sup>246</sup> M. Jurek, P. Marszałek, op. cit., s. 198.

<sup>247</sup> W. Nawrot, op. cit, s. 29.

nie był zaangażowany na rynku kredytów *subprime*. Jego kłopoty finansowe spowodowane były trudnościami w pozyskaniu krótkoterminowych funduszy na rynku międzybankowym, stanowiącym do tej pory główne źródło finansowania banku, i świadczyły o nieprawidłowym funkcjonowaniu tego rynku. W obliczu zagrożenia upadłością, na skutek paniki deponentów masowo wycofujących wkłady, władze publiczne w Wielkiej Brytanii w obawie przed efektem domina, przeprowadziły pierwszą od wielu lat nacjonalizację banku brytyjskiego<sup>248</sup>.

Pomimo pojawiających się pierwszych symptomów kryzysu na rynkach finansowych, inwestorzy giełdowi zdawali się nie dostrzegać trudności. Indeks *Dow Jones Industrial Average* (DJIA) ustanowił 9 października 2007 r. historyczne maksimum na poziomie 14 164 punktów (nieco ponad rok później osiągnął lokalne minimum, spadając do 7 552 punktów)<sup>249</sup>.

W marcu 2008 r. w tarapaty finansowe popadł amerykański bank inwestycyjny Bear Stearns, co skłoniło System Rezerwy Federalnej do udzielenia wsparcia finansowego JP Morgan Chase, dzięki któremu możliwe było przejęcie zagrożonego banku<sup>250</sup>.

Trudności ze spłatą kredytów bankowych, a także spadek wartości instrumentów zabezpieczonych hipoteką, skutkowały koniecznością utworzenia rezerw na należności wątpliwe i stracone (tabela 3.3). Reakcją na tworzenie rezerw ze strony rynku kapitałowego była gwałtowna przecena akcji sektora finansowego.

**Tabela 3.3. Odpisy z tytułu ekspozycji na kredyty hipoteczne *subprime* dokonane przez wybrane instytucje finansowe na koniec 2007 r.**

| Instytucja      | mld USD | Instytucja       | mld USD |
|-----------------|---------|------------------|---------|
| Merrill Lynch   | 25,1    | MBIA             | 3,9     |
| Citigroup       | 21,3    | Credit Agricole  | 3,6     |
| UBS             | 17,6    | Freddie Mac      | 3,6     |
| Morgan Stanley  | 9,4     | Deutsche Bank    | 3,2     |
| HSBC            | 7,5     | Mizuho Financial | 3,2     |
| Bank of America | 5,9     | JP Morgan        | 3,1     |
| Ambac           | 5,4     | RBS              | 3,0     |
| Lehman Brothers | 4,2     | Wachovia         | 3,0     |

Zródło: W. Nawrot, op. cit., s. 31.

W związku z zagrożeniem upadłością dwóch największych instytucji rynku hipotecznego – Fannie Mae i Freddie Mac, spowodowanego nadmiernym zaangażowaniem na rynku instrumentów sekurytyzowanych, rząd federalny Stanów Zjednoczonych na początku września 2008 r. podjął decyzję o ich nacjonalizacji. W tym samym miesiącu wsparcie finansowe ze strony państwa otrzymał również największy amerykański ubezpieczyciel – American International Group (AIG). 15 września 2008 r. doszło

<sup>248</sup> Ibidem, s. 29.

<sup>249</sup> A. Szyszka, op. cit., s. 6.

<sup>250</sup> P. Małecki, P. Stanek, op. cit., s. 69.

do najbardziej spektakularnego wydarzenia ostatniego kryzysu finansowego, a mianowicie do upadłości banku inwestycyjnego Lehman Brothers, szczycącego się ponad 158 letnią tradycją. Trudno domniemywać dlaczego w odniesieniu do niektórych banków rząd federalny zdecydował się udzielić wsparcia finansowego, pozwalając jednocześnie upaść tak szacownej instytucji jak Lehman Brothers. Wydaje się jednak, że nie do końca zdawano sobie sprawę z konsekwencji tej upadłości. Można domniemywać, że decyzja ta miała również służyć ograniczeniu hazardu moralnego wśród banków. Wobec braku gwarancji rządowych, z wstępnych deklaracji transakcji przejęcia Lehman Brothers wycofali się kontrahenci Barclay PLC oraz Bank of America. Wiadomość o bankructwie banku postrzeganego jako „zbyt duży by upaść”, spowodowała załamanie na amerykańskiej giełdzie. Niemal równoległe doszło wówczas do przejęcia przez Bank of America innego renomowanego amerykańskiego banku inwestycyjnego - Merrill Lynch, który znalazł się u progu bankructwa.

19 września 2008 r. amerykański sekretarz skarbu - Henry Paulson - ogłosił plan stabilizacyjny o wartości 700 mld USD, oparty na założeniu, że wykup toksycznych aktywów z rynku usunie źródło niepewności, przywracając normalny poziom transakcji na rynku międzybankowym. 21 września 2008 r. czołowe banki inwestycyjne Morgan Stanley i Goldman Sachs przekształcone zostały w banki uniwersalne, uzyskując tym samym dostęp do funduszy publicznych<sup>251</sup>.

28 września 2008 r., w obliczu trudności finansowych banku *Hypo Real Estate*, rząd Niemiec podjął decyzję o jego dokapitalizowaniu kwotą 30 mld EUR. 29 września 2008 r. analogiczną decyzję podjęły rządy Francji i krajów Beneluksu, przeprowadzając częściową nacjonalizację Fortis Banku.

29 września 2008 r. giełda amerykańska przeżyła szok związany z odrzuceniem przez Izbę Reprezentantów Planu Paulsona. Indeks *Dow Jones* odnotował wówczas historyczny spadek o 777 punktów w trakcie jednej sesji. Plan Paulsona został ostatecznie przyjęty w zmienionej formie w dniu 3 października 2008 r., jednak reakcja giełdy nie była już tak entuzjastyczna, jak po ogłoszeniu jego pierwszej wersji<sup>252</sup>.

W związku z narastającą niepewnością na rynku międzybankowym, w obliczu rozprzestrzeniającego się kryzysu dotyczącego kolejne instytucje finansowe, w dniu 7 października 2008 r. ministrowie finansów Unii Europejskiej podjęli decyzję o podniesieniu

---

<sup>251</sup> W. Nawrot, op. cit., s. 38.

<sup>252</sup> <http://www.bankier.pl/wiadomosc/Kalendarium-kryzysu-finansowego-2018122.html>, [data dostępu 31.03.2012 r.]

gwarancji dla depozytów bankowych do 50 tys. EUR, w celu zapobieżenia ewentualnej panicy ze strony deponentów<sup>253</sup>.

Dużym zaskoczeniem w Europie było popadnięcie w trudności finansowe Islandii postrzeganej do niedawna jako inwestycyjne eldorado. Główną przyczyną pogorszenia sytuacji tego kraju było przegrzanie gospodarki, gwałtowny wzrost importu, powodujący pogorszenie salda deficytu obrotów bieżących oraz wzrost zadłużenia zagranicznego Islandczyków. Kluczowe znaczenie dla rozwoju kryzysu miał również przerośnięty system finansowy, oparty w zdecydowanej części na finansowaniu za pośrednictwem rynku międzybankowego, zatem bardzo podatny na kryzys. Aktywa trzech największych banków Islandii (Glitnir, Kaupthing i Landsbanki) stanowiły w 2007 r. dziewięciokrotność PKB całego kraju<sup>254</sup>. Trudności w refinansowaniu pożyczek silnie zachwiały stabilnością finansową Islandii, zmuszając rząd do przeprowadzenia w październiku 2008 r. nacjonalizacji systemu bankowego. Upadłość internetowego banku Icesave, należącego do Landsbanki, popularnego wśród deponentów z Wielkiej Brytanii i Holandii, spowodowała popadnięcie Islandii w zadłużenie w wysokości ponad 5 mld USD wobec ponad 300 tys. klientów z tych krajów. Niemożność uregulowania zobowiązań przez upadły Icesave spowodowała konieczność uruchomienia gwarancji państwowych ze strony Holandii i Wielkiej Brytanii, które następnie zwróciły się z regresem do Islandii. Islandczycy w referendum odrzucili propozycję spłaty zadłużenia przez rząd<sup>255</sup>. Impas w negocjacjach z Wielką Brytanią i Holandią spowodował obniżenie ratingu Islandii nadawanego przez agencję Moody's z poziomu stabilnego do negatywnego<sup>256</sup>. Ratunkiem dla Islandii okazała się pożyczka z Międzynarodowego Funduszu Walutowego na ratowanie systemu finansowego tego kraju.

W tym samym okresie miała miejsce skoordynowana akcja banków centralnych polegająca na redukcji stóp procentowych.

W październiku 2008 r. rząd Holandii udzielił wsparcia finansowego bankowi ING w wysokości 10 mld EUR, z przeznaczeniem na ratowanie płynności banku. Wsparcie finansowe ze strony rządu uzyskały również banki brytyjskie. 13 października 2008 r. miało

---

<sup>253</sup> Polski rząd analogiczną decyzję podjął w dniu 23 października 2008 r.

<sup>254</sup> *Islandzkie banki padły przez "ekstremalne zaniedbania"*,  
[http://wyborcza.biz/biznes/1,101562,7763576,Islandzkie\\_banki\\_padly\\_przez\\_\\_ekstremalne\\_zaniedbania\\_.html](http://wyborcza.biz/biznes/1,101562,7763576,Islandzkie_banki_padly_przez__ekstremalne_zaniedbania_.html)  
[data dostępu 31.03.2012]

<sup>255</sup> *Islandia nie spłaci długów swych upadłych banków?*,  
[http://wyborcza.biz/biznes/1,101562,7421833,Islandia\\_nie\\_splaci\\_dlugow\\_swych\\_upadlych\\_bankow\\_.html](http://wyborcza.biz/biznes/1,101562,7421833,Islandia_nie_splaci_dlugow_swych_upadlych_bankow_.html)  
[data dostępu 02.04.2012].

<sup>256</sup> *Moody's obniżył rating Islandii na negatywny*,  
[http://wyborcza.biz/biznes/1,101562,7736633,Moody\\_s\\_obnizyl\\_rating\\_Islandii\\_na\\_negatywny.html](http://wyborcza.biz/biznes/1,101562,7736633,Moody_s_obnizyl_rating_Islandii_na_negatywny.html)  
[data dostępu 02.04.2012]

miejsce kosztowne dotowanie banków Lloyds, HBSO i RBS, dzięki któremu instytucje te zostały uratowane przed bankructwem.

Znamiennym wydarzeniem, którego konsekwencje odczuły gospodarki krajów wschodzących, była prośba kilku krajów Europy Środkowo-Wschodniej (m.in. Węgier, Łotwy i Ukrainy)<sup>257</sup> o wsparcie finansowe, skierowana do MFW w drugiej połowie października 2008 r., w efekcie czego gospodarki te zaczęły być postrzegane przez dotychczasowych inwestorów jako rynki zagrożone. Następstwem odpływu kapitału, na skutek odwrócenia trendu *carry trade* z *emerging markets* było osłabienie walut lokalnych, w tym m.in. złotego.

Stopniowo coraz więcej krajów zaczęło przeżywać trudności spowodowane spowolnieniem gospodarki, a nawet recesją. W związku z rozprzestrzenianiem się kryzysu do sfery realnej wiele krajów ogłosiło programy wsparcia gospodarki opiewające na wysokie sumy skierowane bezpośrednio do sektora gospodarki realnej z pominięciem sektora bankowego. Przykładowo 26 listopada 2008 r. UE uchwaliła pakiet pomocy opiewający na kwotę 200 mld EUR na ratowanie gospodarki przed recesją i ochronę miejsc pracy. Kilka dni później polski premier ogłosił pakiet stabilności i rozwoju wart 91 mld zł. W lutym 2009 r. prezydent Stanów Zjednoczonych ogłosił drugi pakiet pomocy dla gospodarki USA, wart 789 mld USD z przeznaczeniem na ratowanie sfery realnej.

Począwszy od drugiej połowy 2009 r. kryzys finansowy oderwał się od swoich pierwotnych korzeni na rynku amerykańskim i stopniowo zaczął przekształcać się w kryzys fiskalny, spowodowany gwałtownym wzrostem deficytu budżetowego wielu krajów europejskich. Znamiennym wydarzeniem była informacja premiera nowego rządu Grecji – Jeoriosa Andreasa Papandreu, podana do wiadomości publicznej w listopadzie 2009 r., o odkryciu błędów w statystykach dotyczących rachunków państwa przekazywanych do Eurostatu. Okazało się, że deficyt budżetowy Grecji nie wynosił 6%, jak do tej pory podawano, lecz 12%, zatem znacznie przekraczał kryteria konwergencji wyznaczone przez Traktat z Maastricht.

W lutym 2010 r. kraje strefy euro sformułowały wstępną deklarację udzielenia wsparcia finansowego dla Grecji, co przyczyniło się do uspokojenia na pewien czas negatywnych nastrojów na rynkach finansowych. W kwietniu 2010 r. agencje ratingowe obniżyły ratingi finansowe Grecji (do poziomu śmieciowego), Portugalii i Hiszpanii, co stało się przyczyną załamania o 5-6% na giełdach tych krajów. W obliczu pogarszającej się

---

<sup>257</sup> [http://wyborcza.biz/biznes/1,101562,8366232,Kalendarium\\_kryzysu\\_finansowego.html](http://wyborcza.biz/biznes/1,101562,8366232,Kalendarium_kryzysu_finansowego.html), [data dostępu 31.03.2012]

sytuacji w Grecji, w której narastały protesty społeczne przed polityką „zaciskania pasa”, kraje strefy euro zadeklarowały pomoc dla tego kraju w wysokości do 120 mld EUR. Kłopoty finansowe Grecji i innych krajów strefy euro spowodowały obniżenie zaufania do wspólnej waluty skutkujące jej znaczną deprecjacją (1 EUR osiągnął wówczas równowartość 1,19 USD)<sup>258</sup>. W maju 2010 r. w związku z przeceną kursu waluty europejskiej, ministrowie finansów strefy euro uchwalili awaryjny plan ratowania krajów strefy euro przed bankructwami, opiewający na 750 mld EUR, co wywołało euforię na rynkach kapitałowych. Obietnica wsparcia finansowego zagrożonych krajów obwarowana była jednak uzyskaniem deklaracji tych państw w zakresie dokonania cięć wydatków, oznaczających znaczne wyrzeczenia dla społeczeństwa. W tym samym miesiącu Grecja zwróciła się do krajów strefy euro, a także MFW z prośbą o pożyczkę w wysokości 110 mld EUR. W tym samym miesiącu otrzymała ona pierwszą transzę pożyczki z UE w wysokości 20 mld EUR.

W czerwcu 2010 r. informacja o trudnej sytuacji, w jakiej znalazła się gospodarka węgierska, spowodowała ucieczkę inwestorów z rynków wschodzących Europy Środkowo-Wschodniej. W tym samym czasie w Stanach Zjednoczonych trwał proces rozliczania banków amerykańskich w sprawie namawiania klientów do kupna ryzykownych papierów wartościowych. Goldman Sachs otrzymał najwyższą w historii karę finansową w wysokości 550 mln USD za wprowadzanie klientów w błąd. Jednocześnie uchwalone zostały przepisy reformujące system bankowy w USA, m.in. w zakresie utrzymywania rezerw oraz likwidowania i przejmowania banków przez państwo.

W czerwcu 2011 r. parlament Grecji wprowadził oszczędności warte 28,3 mld EUR, mające swoje źródło m.in. w wydłużeniu czasu pracy z 37,5 do 40 godzin oraz redukcji zatrudnienia w sektorze budżetowym o około 150 tys. pracowników. Wpływów budżetowych poszukiwano również w gigantycznym programie prywatyzacji, który do końca 2015 r. ma przynieść wpływy na poziomie 50 mld EUR. Kolejnym wyrzeczeniem, do którego zobowiązała się Grecja jest redukcja pensji i emerytur oraz wydłużenie wieku emerytalnego kobiet<sup>259</sup>. Reformy gospodarcze mające na celu oszczędności budżetowe, a także ożywienie gospodarcze, polegające m.in. na podniesieniu wieku emerytalnego oraz deregulacji zawodów, przeprowadzone zostały również we Włoszech oraz Hiszpanii<sup>260</sup>.

---

<sup>258</sup> [http://wyborcza.biz/biznes/1,101562,8366232,Kalendarium\\_kryzysu\\_finansowego.html](http://wyborcza.biz/biznes/1,101562,8366232,Kalendarium_kryzysu_finansowego.html), [data dostępu 31.03.2012].

<sup>259</sup> [http://wyborcza.biz/biznes/1,101562,10550954,100\\_mld\\_dlugu\\_znika\\_\\_Czy\\_taka\\_redukcja\\_wystarczy\\_.html?as=1&startsz=x](http://wyborcza.biz/biznes/1,101562,10550954,100_mld_dlugu_znika__Czy_taka_redukcja_wystarczy_.html?as=1&startsz=x)

<sup>260</sup> *Włochy są dla mnie kluczowe. Monti jest dla mnie bohaterem*, wywiad z Markiem Belką, Gazeta Wyborcza z 30 stycznia 2012 r., [http://wyborcza.biz/biznes/1,101716,11051881,Belka\\_\\_Wlochy\\_sa\\_kluczowe\\_\\_Monti\\_jest\\_dla\\_mnie\\_bohaterem.html?as=2&startsz=x](http://wyborcza.biz/biznes/1,101716,11051881,Belka__Wlochy_sa_kluczowe__Monti_jest_dla_mnie_bohaterem.html?as=2&startsz=x)



4 października 2011 r., w odpowiedzi na sytuację finansów publicznych kilku krajów strefy euro, ministrowie finansów UE podczas spotkania w Luksemburgu ostatecznie zatwierdzili przygotowywany od prawie roku tzw. „sześciopak”, czyli pakiet przepisów, które mają m.in. zniechęcić kraje Unii Europejskiej do zadłużania się. Przywódcy zgodzili się, że konieczna jest kolejna zmiana unijnego traktatu, by uniknąć podobnych kryzysów w przyszłości poprzez m.in. zapis o zintegrowanym nadzorze nad budżetami poszczególnych państw i ustanowieniu kar dla krajów zaciągających zbyt wysokie długi<sup>261</sup>.

W październiku 2011 r. przywódcy krajów strefy euro porozumieili się z prywatnymi inwestorami w sprawie zredukowania długu greckiego, znajdującego się w rękach banków oraz funduszy inwestycyjnych i emerytalnych, o ponad 100 mld EUR, co odpowiada redukcji długu z poziomu 160% PKB do około 120% PKB. Ciężar tej operacji w dużej mierze spadł na greckie banki, w portfelach których znajdowały się greckie obligacje warte ponad 100 mld EUR. Jednocześnie, dzięki zatwierdzeniu w lutym 2012 r. kolejnej transzy pomocy finansowej dla Grecji (w wysokości 130 mld EUR), banki te otrzymały obietnicę rekapitalizacji<sup>262</sup>. Ostatecznie prywatnym inwestorom zaproponowano redukcję długu w wysokości 107 mld euro, co odpowiada 53,5% wartości prywatnego długu. W zamian za to mają oni otrzymać obligacje o wartości 31,5% starych papierów dłużnych z terminem zapadalności do 30 lat, a także dwuletnie obligacje z funduszu ratunkowego strefy euro, tj. Europejskiego Funduszu Stabilności Finansowej. Udział w programie jest dobrowolny, jednak grecki rząd może wymusić uczestnictwo w przedsięwzięciu na tych inwestorach, którzy nie zechcą tego zrobić dobrowolnie. Ekonomisci mają wątpliwości czy zaplanowana redukcja długu do poziomu 120% PKB okaże się wystarczająca do uniezależnienia Grecji od pomocy finansowej z zewnątrz. Sytuacja gospodarcza kraju w dalszym ciągu jest bardzo trudna z racji wysokiego bezrobocia sięgającego w grudniu 2011 r. aż 21%. Szczególnie wysokie bezrobocie rozwinęło się wśród młodzieży do 24. roku życia, osiągając w grudniu 2011 r. poziom 51,1%, co sprawia, że cięcia budżetowe wywołują gwałtowne protesty obywateli greckich<sup>263</sup>. Kryzys finansowy w Grecji odbił się negatywnie na sytuacji instytucji finansowych na sąsiednim Cyprze, który zwrócił się do Rosji z prośbą o pomoc finansową w wysokości 5 mld euro.

Istotnym aspektem kryzysu finansowego w strefie euro, rzutującym na późniejszą decyzję EBC o wznowieniu skupu obligacji skarbowych zadłużonych krajów peryferyjnych

---

<sup>261</sup> [http://wyborcza.pl/prezydencja2011/1,111636,10548871,Kalendarium\\_prezydencji\\_\\_\\_pazdziernik.html](http://wyborcza.pl/prezydencja2011/1,111636,10548871,Kalendarium_prezydencji___pazdziernik.html)

<sup>262</sup> [http://wyborcza.biz/biznes/1,101562,10550954,100\\_mld\\_dlugu\\_znika\\_\\_Czy\\_taka\\_redukcja\\_wystarczy\\_.html](http://wyborcza.biz/biznes/1,101562,10550954,100_mld_dlugu_znika__Czy_taka_redukcja_wystarczy_.html)

<sup>263</sup> L. Baj, *Grecja redukuje swoje zadłużenie*, Gazeta Wyborcza z 9 marca 2012 r., [http://wyborcza.biz/biznes/1,100896,11311145,Grecja\\_redukuje\\_swoje\\_zadluzenie.html](http://wyborcza.biz/biznes/1,100896,11311145,Grecja_redukuje_swoje_zadluzenie.html)

strefy euro, były także kłopoty finansowe sektora bankowego w Hiszpanii, ponoszącego straty z tytułu zaangażowania na rynku kredytów hipotecznych. W lipcu 2012 r. wartość kredytów, wykazujących co najmniej trzy miesiące opóźnienia w spłacie rat, sięgnęła 169 mld EUR. Z raportu niezależnego audytu wynika, iż sektor bankowy w Hiszpanii potrzebuje wsparcia w kwocie 59,3 mld EUR. Problemy finansowe banków stanowią poważne obciążenie dla sektora finansów publicznych w Hiszpanii, którego potrzeby pożyczkowe w 2013 r. szacowane są na około 207 mld EUR, czyli ponad 21 mld więcej niż w 2012 r.<sup>264</sup>. Skala problemów Hiszpanii sprawiła, że w lipcu 2012 r. Eurogrupa podjęła decyzję o dokapitalizowaniu sektora bankowego w tym kraju kwotą do 100 mld EUR, pochodzącą z Europejskiego Funduszu Stabilizacji Finansowej (EFSF). Uzyskanie pomocy finansowej poprzedzone będzie jednak sporządzeniem planu restrukturyzacyjnego poszczególnych banków, uwzględniającego wydzielenie „problematycznych aktywów” z bilansów tych instytucji<sup>265</sup>.

Analiza wybranych wydarzeń kryzysu finansowego w Europie wskazuje, iż w badanych latach doszło do nałożenia się trzech zjawisk, tj. kryzysu bankowego, kryzysu zadłużeniowego i kryzysu walutowego<sup>266</sup>. Wśród głównych zagrożeń dla stabilności finansowej strefy euro wymienia się dalszą eskalację kryzysu fiskalnego, spadek rentowności banków na skutek spowolnienia gospodarczego oraz zbyt szybkie tempo delewarowania gospodarki, czyli ograniczania przez banki dźwigni finansowej, w wyniku podwyższania kapitału lub eliminowania części aktywów<sup>267</sup>. Wśród proponowanych rozwiązań zażegnania kryzysu bankowego wskazuje się kontrowersyjne rozwiązanie utworzenia unii bankowej, polegającej na wspólnym zobowiązaniu rządów europejskich do ochrony deponentów w całej strefie euro, czyli przesunięciu odpowiedzialności za ubezpieczenia deponentów, nadzór bankowy i mechanizmy kontrolowanej likwidacji na poziom europejski<sup>268</sup>. Unia bankowa umożliwiłaby także bezpośrednie ratowanie banków za pomocą środków pochodzących ze wspólnych funduszy pomocowych, skutkiem czego dług krajów, którym udzielana byłaby pomoc, nie ulegałby zwiększeniu<sup>269</sup>.

---

<sup>264</sup> L. Baj, *EBC zrobił swoje. Piłka po stronie Hiszpanii*, Gazeta Wyborcza nr 233 z 5 października 2012 r., s. 22.

<sup>265</sup> Eurogrupa zatwierdziła plan pomocy dla banków Hiszpanii, <http://wiadomosci.onet.pl/swiat/eurogrupa-zatwierdzila-plan-pomocy-dla-bankow-hisz,1,5195042,wiadomosc.html>

<sup>266</sup> M. Noga, *EBC zrobił dobrze, tylko za późno*, [www.obserwatorfinansowy.pl/2010/05/19/ebc-zrobil-dobrze-tylko-za-pozno/](http://www.obserwatorfinansowy.pl/2010/05/19/ebc-zrobil-dobrze-tylko-za-pozno/)

<sup>267</sup> H. Kozieł, *Kryzys tworzy unię bankową*, Rzeczpospolita z 13.06.2012 r., s. B2-B3.

<sup>268</sup> G. B. Wolff, *Unia bankowa dla wzrostu*, Rzeczpospolita z 14.06.2012 r., s. B11.

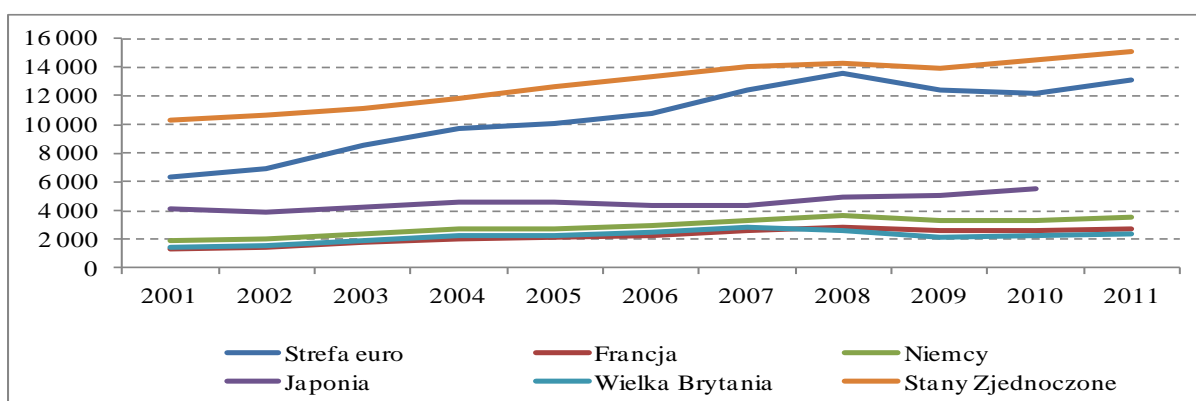
<sup>269</sup> T. Bielecki, *Na ratunek Hiszpanii, na ratunek Unii*, Gazeta Wyborcza nr 134 z 11.06.2012 r., s. 11

### 3.2.3. Mechanizmy rozprzestrzenianie się kryzysu w skali globalnej

Cechą charakterystyczną omawianego kryzysu finansowego jest jego wieloaspektowość, czyli jednoczesne nałożenie się kilku negatywnych zjawisk. Wydaje się, iż poszczególne procesy prowadzące do współczesnego kryzysu finansowego są ekonomistom dobrze znane z wcześniejszych doświadczeń, tym niemniej jednak kumulacja problemów, rozmiary i sieć międzynarodowych powiązań gospodarki amerykańskiej oraz rozprzestrzenianie się kryzysu w skali globalnej, czynią obecny kryzys doświadczeniem absolutnie wyjątkowym<sup>270</sup>.

W kręgach finansowych popularne jest powiedzenie, że „gdy Stany Zjednoczone kichną, reszta świata się przeziębia”, co wynika z siły i wielkości gospodarki amerykańskiej, znajdującej się na pierwszym miejscu pod względem wielkości PKB, stanowiącego około jednej czwartej produktu globalnego brutto. Przykładowo w 2011 r. PKB w Stanach Zjednoczonych wyniósł ponad 14,6 bln USD. Kształtowanie się PKB Stanów Zjednoczonych na tle innych znaczących gospodarek świata prezentuje wykres 3.3.

**Wykres 3.3. Kształtowanie się wielkości PKB głównych gospodarek świata**



Źródło: opracowanie własne na podstawie *Dataset: Principal Global Indicators*, <http://www.principalglobalindicators.org/default.aspx>

W literaturze ekonomicznej dość powszechnie przedstawia się mechanizm rozprzestrzeniania się ostatniego kryzysu finansowego w skali globalnej jako choroby zakaźnej, mającej swój początek na rynkach amerykańskich kredytów hipotecznych o obniżonym standardzie, która stopniowo dotykała kolejne zdrowe gospodarki na świecie. Nieco inny, i jak się wydaje słuszny, pogląd prezentują N. Roubini i S. Mihm, którzy podkreślają, że kryzys dotknął głównie te gospodarki, które na przestrzeni ostatnich lat prowadziły politykę sprzyjającą powstawaniu baniek spekulacyjnych na rynku nieruchomości, przez co były mocno osłabione i podatne na zarażenie<sup>271</sup>. Przykładowo ceny

<sup>270</sup> J. Łaszek, op. cit., s. 1.

<sup>271</sup> N. Roubini, S. Mihm, op. cit., s. 143.

domów w latach 1997-2005 w Australii wzrosły o 114%, w Hiszpanii o 145%, a w Dubaju nawet o 226%, co znacznie przekraczało odnotowany w tym okresie wzrost cen w Stanach Zjednoczonych (73%). Krach na amerykańskim rynku nieruchomości i kredytów hipotecznych podziałał zatem jak katalizator na kraje, w których doszło do „przegrzania” koniunktury, jednakże nie był to jedyny powód popadnięcia tych gospodarek w kryzys.

W początkowej fazie kryzysu wielu komentatorów było skłonnych przypuszczać, że turbulencje finansowe nie rozprzestrzenia się w skali globalnej, gdyż reszta świata zdoła „odciąć się” od niedomagającej pod względem finansowym gospodarki Stanów Zjednoczonych (*decoupling*). Pogląd ten odnoszono w szczególności do państw nowej elity gospodarczej, czyli krajów BRIC (Brazylia, Rosja, Indie oraz Chiny), co do których istniało przekonanie, że zdołają oprzeć się kryzysowi, bazując na popycie wewnętrznym. Wbrew początkowym opiniom analityków pod koniec 2008 r. większość rozwiniętych gospodarek świata, a także liczne gospodarki rynków wschodzących w Azji, Europie Wschodniej i Ameryce Łacińskiej popadło w recesję, doświadczając krachu na rynku papierów wartościowych, kryzysów bankowych i wielu innych dramatycznych napięć, które wystąpiły wcześniej w Stanach Zjednoczonych. Kryzys finansowy rozprzestrzenił się za pośrednictwem kanału stosunków finansowych i handlowych, a także za pośrednictwem rynku walutowego.

Głównym kanałem przenoszenia kryzysu w skali światowej były instytucje globalnego systemu finansowego, a wśród nich rynki pieniężne, które z uwagi na skomplikowaną sieć powiązań pomiędzy kredytodawcami i kredytobiorcami są szczególnie podatne na skutki paniki. Typowym przykładem zarażania się kryzysem w skali globalnej były konsekwencje upadłości banku Lehman Brothers dla rynków pieniężnych. Bankructwo banku, które spowodowało straty finansowe wśród posiadaczy krótkoterminowych papierów dłużnych – głównie papierów komercyjnych – wyemitowanych przez ten bank, wywołało falę paniki wśród posiadaczy tych papierów, w następstwie której nastąpiło masowe wycofywanie środków z funduszy rynku pieniężnego, pozbawiając tym samym emitentów papierów komercyjnych dostępu do gotówki. Rozprzestrzenianie się paniki na światowy system bankowy spowodowało podniesienie oprocentowania krótkoterminowych pożyczek udzielanych bankom zagranicznym do 400 punktów bazowych, co określone zostało przez inwestorów zagranicznych mianem „szoku po Lehmanie”. Efektem praktyk spowodowanych wszechogarniającą paniką było ograniczenie dostępu do pożyczek, a w następstwie sparaliżowanie handlu międzynarodowego, co sprzyjało przenoszeniu kryzysu do krajów

partnerów handlowych<sup>272</sup>. Sytuację pogorszył fakt, że wiele krajów wbrew oficjalnym zapewnieniom wprowadziło bariery celne, kontyngenty i inne ograniczenia handlu międzynarodowego, promując w ten sposób produkcję krajową.

Silne powiązania gospodarki amerykańskiej z innymi gospodarkami wynikały z importu kapitału, napływającego do Stanów Zjednoczonych z Japonii, Niemiec, Chin i całej grupy gospodarek wschodzących, dysponujących nadwyżkami oszczędności. W okresie poprzedzającym kryzys, oszczędności innych krajów lokowane były początkowo w papierach dłużnych Stanów Zjednoczonych, jednak w obliczu niskiej stopy zwrotu z krótko- i długoterminowych obligacji władz federalnych, inwestorzy zagraniczni zwrócili się w kierunku bardziej rentownych papierów sekurytyzowanych, emitowanych przez Fannie Mae i Freddie Mac, zabezpieczonych hipoteką i poręczanych przez te instytucje, a następnie zaczęli inwestować w produkty sekurytyzowane emitowane przez instytucje prywatne. Szacuje się, że 40-50% papierów wartościowych wyemitowanych przez amerykańskie instytucje finansowe trafiło do inwestorów zagranicznych, którzy dostarczając kapitału uczestniczyli w finansowaniu banki spekulacyjnej, a posiadając toksyczne papiery wartościowe przyczynili się do rozprzestrzeniania kryzysu finansowego w skali globalnej<sup>273</sup>.

Zasadniczą rolę w rozprzestrzenianiu się kryzysu miały dłużne instrumenty finansowe zabezpieczone hipotekami, które w okresie boomu na rynku nieruchomości nabywane były masowo przez banki zagraniczne, fundusze emerytalne, fundusze inwestycyjne i inne zagraniczne instytucje finansowe. Znaczna ilość transz CDO i innych instrumentów finansowych znalazła się w posiadaniu banków europejskich i podległych im funduszy hedgingowych. Papiery te cieszyły się dużą popularnością wśród zachodnioeuropejskich instytucji finansowych, ponieważ oferowały wysoką stopę zwrotu (w 2006 r. rzędu 10% w skali roku)<sup>274</sup>. Innowacyjne rozwiązania finansowe, polegające na emitowaniu instrumentów sekurytyzowanych w kilku, a nawet kilkunastu lub kilkudziesięciu transzach, spowodowały rozdrobnienie ryzyka i jego transferowanie do wielu podmiotów rozproszonych po całym świecie, przyczyniając się do przedostania się do globalnego systemu finansowego toksycznych, nie płynnych i skomplikowanych instrumentów finansowych, niemożliwych do wyceny za pomocą tradycyjnych metod. Nieprzejrzysty i niezrozumiały system finansowy

---

<sup>272</sup> Ibidem, s. 145

<sup>273</sup> Ibidem, s. 107.

<sup>274</sup> A. Gospodarowicz, *Kryzys finansowy w USA i Europie Zachodniej i jego oddziaływanie na sektor bankowy w Polsce*, w: *Globalny kryzys finansowy i jego konsekwencje w opiniach ekonomistów polskich*, red. J. Szambelańczyk, Związek Banków Polskich, Warszawa, marzec 2009, s. 19.

sprzyjał utracie wzajemnego zaufania uczestników rynku, a w efekcie wybuchowi paniki<sup>275</sup>. Należy jednak zaznaczyć, że nie wszystkie zabezpieczone hipoteką instrumenty dłużne pochodziły z rynku amerykańskiego, gdyż wiele banków europejskich dokonywało samodzielnych transakcji sekurytyzacyjnych, głównie w oparciu o kredyty hipoteczne udzielone w Wielkiej Brytanii, Hiszpanii oraz Holandii, stosując na tym polu równie liberalne zasady co w Stanach Zjednoczonych<sup>276</sup>.

Straty finansowe poniesione przez banki europejskie szczególnie mocno odbiły się na sektorze przedsiębiorstw korzystających z europejskiego modelu finansowania, odbywającego się za pośrednictwem banków. Ograniczenie dostępu do kredytów spowodowało negatywne skutki w sferze produkcyjnej i inwestycyjnej przedsiębiorstw, zmuszając je często do redukcji zatrudnienia, co łącznie stwarzało dogodne warunki dla recesji, która stopniowo ogarniała kolejne państwa europejskie<sup>277</sup>.

Kanałami międzynarodowych stosunków finansowych kryzys amerykański zaczął rozprzestrzeniać się do krajów, które były ściśle powiązane z amerykańskim systemem bankowym, a następnie za ich pośrednictwem przenosił się na inne kraje. Przykładowo straty finansowe banków europejskich spowodowały wzrost awersji do podejmowania ryzyka, co przejawiało się w ograniczeniu finansowania filii zagranicznych, m.in. na europejskich rynkach wschodzących, pogrążając tamtejsze gospodarki w recesji. Znaczącą rolę w potęgowaniu paniki miały również giełdy papierów wartościowych, które w ślad za „tąpnięciem” cen akcji na amerykańskich giełdach odnotowywały znaczne spadki na giełdach w Londynie, Paryżu, Frankfurtu, Szanghaju oraz Tokio<sup>278</sup>.

Ostatnim kanałem rozprzestrzeniania się kryzysu był globalny rynek walutowy. Wraz z pogłębianiem się kryzysu finansowego nastąpiło odwrócenie się inwestorów od walut gospodarek wschodzących, które uznane zostały za kraje wysokiego ryzyka. Rozprzestrzenianie kryzysu finansowego do innych krajów wywołało odwrócenie (*unwinding*) procesu *carry trade*, polegającego na zaciąganiu kredytów w walutach niskoprocentowanych i inwestowaniu uzyskanych środków w aktywa krajów o wysokim oprocentowaniu. W następstwie rosnącej perturbacji na rynkach finansowych postępował proces wyprzedaży aktywów denominowanych w walutach wysokooprocentowanych. Masowemu odpływowi kapitału z tych krajów towarzyszył gwałtowny spadek wartości ich walut. Paradoksalnie wzrosło zaufanie do dolara amerykańskiego jako waluty rezerwowej,

---

<sup>275</sup> N. Roubini, S. Mihm, op. cit., s. 91.

<sup>276</sup> Ibidem, s. 155.

<sup>277</sup> Ibidem, s. 146.

<sup>278</sup> Ibidem, s. 147.

pomimo, iż był walutą kraju będącego niejako w epicentrum kryzysu. Procesowi *unwinding carry trade* towarzyszyła zatem szybka aprecjacja dolara amerykańskiego, a co za tym idzie wzrost wartości zobowiązań wyrażonych w tej walucie<sup>279</sup>. Na gwałtownym odpływie kapitału zagranicznego najbardziej ucierpiały takie kraje bałtyckie, jak Łotwa, Estonia i Litwa, a także Węgry, Ukraina, Rumunia, Bułgaria, Chorwacja i Rosja. Wiele z nich musiało skorzystać z pomocy finansowej udzielanej przez MFW. „Zamrożenie” rynków finansowych w Stanach Zjednoczonych spowodowało, iż wielu inwestorów, w obliczu rosnącego zadłużenia, poszukiwało źródeł pokrycia stale rosnących zobowiązań za granicą (*repatriation rally*)<sup>280</sup>.

Dotkliwym następstwem kryzysu bankowego w Europie była recesja zapoczątkowana w 2009 r., która spowodowała obniżenie wpływów podatkowych, co istotnie rzutowało na stan finansów publicznych wielu europejskich gospodarek. Konieczność pokrywania strat banków przez rządy spowodowała przekształcenie kryzysu bankowego w kryzys fiskalny, objawiający się skokowym wzrostem wielkości deficytu budżetowego i długu publicznego m.in. w Irlandii, Grecji i Portugalii (tabela 3.4 i 3.5 oraz wykres 3.4). Kilka gospodarek strefy euro straciło swoją konkurencyjność, której nie były w stanie odzyskać w drodze dewaluacji waluty<sup>281</sup>. W celu podtrzymania cen obligacji skarbowych krajów strefy euro, utworzono specjalny fundusz ratunkowy (*European Financial Stability Facility – EFSF*). Zdecydowanie większą rolę na tym polu odegrał jednak Europejski Bank Centralny, który skupował obligacje skarbowe krajów zagrożonych w celu obniżenia rentowności tych papierów.

**Tabela 3.4. Deficyt/nadwyżka budżetu państwa w wybranych krajach Unii Europejskiej (% PKB)**

| Kraj      | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009  | 2010  |
|-----------|------|------|------|------|------|------|------|------|-------|-------|
| Austria   | 0,0  | -0,7 | -1,5 | -4,4 | -1,7 | -1,5 | -0,9 | -0,9 | -4,1  | -4,4  |
| Belgia    | 0,4  | -0,1 | -0,1 | -0,3 | -2,7 | 0,1  | -0,3 | -1,3 | -5,8  | -4,1  |
| Bułgaria  | 1,1  | -1,2 | -0,4 | 1,9  | 1,0  | 1,9  | 1,2  | 1,7  | -4,3  | -3,1  |
| Cypr      | -2,2 | -4,4 | -6,6 | -4,1 | -2,4 | -1,2 | 3,5  | 0,9  | -6,1  | -5,3  |
| Czechy    | -5,6 | -6,5 | -6,7 | -2,8 | -3,2 | -2,4 | -0,7 | -2,2 | -5,8  | -4,8  |
| Dania     | 1,5  | 0,4  | 0,1  | 2,1  | 5,2  | 5,2  | 4,8  | 3,2  | -2,7  | -2,6  |
| Estonia   | -0,1 | 0,3  | 1,7  | 1,6  | 1,6  | 2,5  | 2,4  | -2,9 | -2,0  | 0,2   |
| Finlandia | 5,1  | 4,1  | 2,6  | 2,5  | 2,8  | 4,1  | 5,3  | 4,3  | -2,5  | -2,5  |
| Francja   | -1,5 | -3,1 | -4,1 | -3,6 | -2,9 | -2,3 | -2,7 | -3,3 | -7,5  | -7,1  |
| Grecja    | -4,5 | -4,8 | -5,6 | -7,5 | -5,2 | -5,7 | -6,5 | -9,8 | -15,8 | -10,6 |
| Hiszpania | -0,5 | -0,2 | -0,3 | -0,1 | 1,3  | 2,4  | 1,9  | -4,5 | -11,2 | -9,3  |
| Holandia  | -0,2 | -2,1 | -3,1 | -1,7 | -0,3 | 0,5  | 0,2  | 0,5  | -5,6  | -5,1  |
| Irlandia  | 0,9  | -0,4 | 0,4  | 1,4  | 1,7  | 2,9  | 0,1  | -7,3 | -14,2 | -31,3 |

<sup>279</sup> Raport na temat pełnego uczestnictwa Rzeczypospolitej Polskiej w trzecim etapie unii Gospodarczej i Walutowej, op. cit., s. 347.

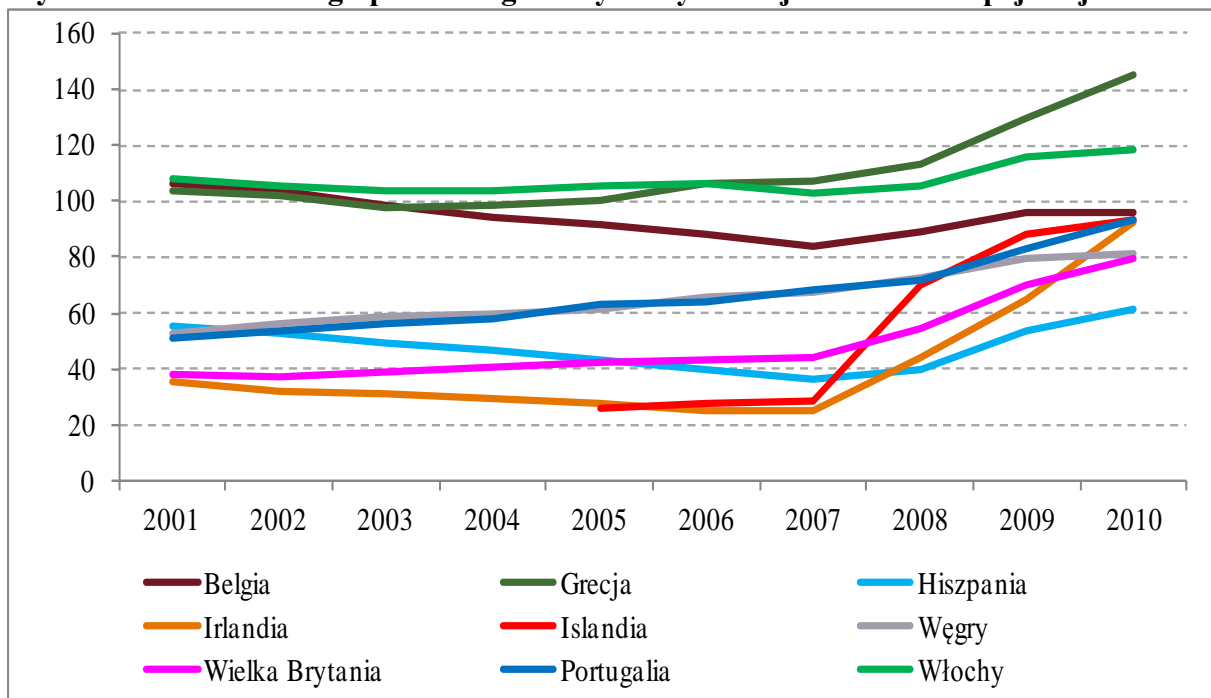
<sup>280</sup> Ibidem, s. 347.

<sup>281</sup> D. Tymoczko, *Operacje banków centralnych w okresach kryzysowych*, w: *Polityka pieniężna*, red. A. Sławiński, op.cit., s. 227.

| Kraj            | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008  | 2009  | 2010  |
|-----------------|------|------|------|------|------|------|------|-------|-------|-------|
| Islandia        | b.d. | b.d. | b.d. | b.d. | 4,9  | 6,3  | 5,4  | -13,5 | -10,0 | -10,1 |
| Litwa           | -3,5 | -1,9 | -1,3 | -1,5 | -0,5 | -0,4 | -1,0 | -3,3  | -9,5  | -7,0  |
| Łotwa           | -2,0 | -2,3 | -1,6 | -1,0 | -0,4 | -0,5 | -0,4 | -4,2  | -9,7  | -8,3  |
| Malta           | -6,4 | -5,8 | -9,2 | -4,7 | -2,9 | -2,8 | -2,4 | -4,6  | -3,7  | -3,6  |
| Niemcy          | -3,1 | -3,8 | -4,2 | -3,8 | -3,3 | -1,6 | 0,2  | -0,1  | -3,2  | -4,3  |
| Norwegia        | 13,5 | 9,3  | 7,3  | 11,1 | 15,1 | 18,5 | 17,5 | 19,1  | 10,5  | 10,6  |
| Polska          | -5,3 | -5,0 | -6,2 | -5,4 | -4,1 | -3,6 | -1,9 | -3,7  | -7,3  | -7,8  |
| Portugalia      | -4,3 | -2,9 | -3,0 | -3,4 | -5,9 | -4,1 | -3,1 | -3,6  | -10,1 | -9,8  |
| Rumunia         | -3,5 | -2,0 | -1,5 | -1,2 | -1,2 | -2,2 | -2,9 | -5,7  | -9,0  | -6,9  |
| Słowacja        | -6,5 | -8,2 | -2,8 | -2,4 | -2,8 | -3,2 | -1,8 | -2,1  | -8,0  | -7,7  |
| Słowenia        | -4,0 | -2,4 | -2,7 | -2,3 | -1,5 | -1,4 | 0,0  | -1,9  | -6,1  | -5,8  |
| Strefa euro     | -1,9 | -2,6 | -3,1 | -2,9 | -2,5 | -1,3 | -0,7 | -2,1  | -6,4  | -6,2  |
| Szwecja         | 1,5  | -1,3 | -1,0 | 0,6  | 2,2  | 2,3  | 3,6  | 2,2   | -0,7  | 0,2   |
| Unia Europejska | -1,5 | -2,6 | -3,2 | -2,9 | -2,4 | -1,5 | -0,9 | -2,4  | -6,9  | -6,6  |
| Węgry           | -4,1 | -9,0 | -7,3 | -6,5 | -7,9 | -9,3 | -5,1 | -3,7  | -4,6  | -4,2  |
| Wielka Brytania | 0,5  | -2,1 | -3,4 | -3,5 | -3,4 | -2,7 | -2,7 | -5,0  | -11,5 | -10,3 |
| Włochy          | -3,1 | -3,1 | -3,6 | -3,5 | -4,4 | -3,4 | -1,6 | -2,7  | -5,4  | -4,6  |

Źródło: *Government deficit/surplus, debt and associated data*, Eurostat,  
<http://appsso.eurostat.ec.europa.eu/nui/setupDownloads.do>, data dostępu 31.03.2012 r.

**Wykres 3.4. Wzrost długu publicznego w wybranych krajach Unii Europejskiej**



Źródło: *Government deficit/surplus, debt and associated data*, Eurostat,  
<http://appsso.eurostat.ec.europa.eu/nui/setupDownloads.do>, data dostępu 31.03.2012 r.

**Tabela 3.5. Dług publiczny w wybranych krajach Unii Europejskiej (% PKB)**

| Kraj    | 2001  | 2002  | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 |
|---------|-------|-------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| Austria | 66,8  | 66,2  | 65,3 | 64,7 | 64,2 | 62,3 | 60,2 | 63,8 | 69,5 | 71,8 |
| Belgia  | 106,5 | 103,4 | 98,4 | 94,0 | 92,0 | 88,0 | 84,1 | 89,3 | 95,9 | 96,2 |



| Kraj            | 2001  | 2002  | 2003  | 2004  | 2005  | 2006  | 2007  | 2008  | 2009  | 2010  |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Bulgaria        | 66,0  | 52,4  | 44,4  | 37,0  | 27,5  | 21,6  | 17,2  | 13,7  | 14,6  | 16,3  |
| Cypr            | 61,2  | 65,1  | 69,7  | 70,9  | 69,4  | 64,7  | 58,8  | 48,9  | 58,5  | 61,5  |
| Czechy          | 23,9  | 27,1  | 28,6  | 28,9  | 28,4  | 28,3  | 27,9  | 28,7  | 34,4  | 37,6  |
| Dania           | 49,6  | 49,5  | 47,2  | 45,1  | 37,8  | 32,1  | 27,5  | 34,5  | 41,8  | 43,7  |
| Estonia         | 4,8   | 5,7   | 5,6   | 5,0   | 4,6   | 4,4   | 3,7   | 4,5   | 7,2   | 6,7   |
| Finlandia       | 42,5  | 41,5  | 44,5  | 44,4  | 41,7  | 39,6  | 35,2  | 33,9  | 43,3  | 48,3  |
| Francja         | 56,9  | 58,8  | 62,9  | 64,9  | 66,4  | 63,7  | 64,2  | 68,2  | 79,0  | 82,3  |
| Grecja          | 103,7 | 101,7 | 97,4  | 98,6  | 100,0 | 106,1 | 107,4 | 113,0 | 129,3 | 144,9 |
| Hiszpania       | 55,6  | 52,6  | 48,8  | 46,3  | 43,1  | 39,6  | 36,2  | 40,1  | 53,8  | 61,0  |
| Holandia        | 50,7  | 50,5  | 52,0  | 52,4  | 51,8  | 47,4  | 45,3  | 58,5  | 60,8  | 62,9  |
| Irlandia        | 35,2  | 31,9  | 30,7  | 29,4  | 27,2  | 24,7  | 24,8  | 44,2  | 65,2  | 92,5  |
| Islandia        | b.d.  | b.d.  | b.d.  | b.d.  | 26,0  | 27,9  | 28,5  | 70,3  | 87,9  | 92,9  |
| Litwa           | 23,0  | 22,2  | 21,0  | 19,3  | 18,3  | 17,9  | 16,8  | 15,5  | 29,4  | 38,0  |
| Luksemburg      | 6,3   | 6,3   | 6,1   | 6,3   | 6,1   | 6,7   | 6,7   | 13,7  | 14,8  | 19,1  |
| Łotwa           | 14,1  | 13,6  | 14,7  | 15,0  | 12,5  | 10,7  | 9,0   | 19,8  | 36,7  | 44,7  |
| Malta           | 60,9  | 59,1  | 67,6  | 71,7  | 69,7  | 64,1  | 62,1  | 62,2  | 67,8  | 69,0  |
| Niemcy          | 59,1  | 60,7  | 64,4  | 66,3  | 68,6  | 68,1  | 65,2  | 66,7  | 74,4  | 83,2  |
| Norwegia        | 29,2  | 36,1  | 44,3  | 45,6  | 44,5  | 55,4  | 51,5  | 49,1  | 43,1  | 44,0  |
| Polska          | 37,6  | 42,2  | 47,1  | 45,7  | 47,1  | 47,7  | 45,0  | 47,1  | 50,9  | 54,9  |
| Portugalia      | 51,2  | 53,8  | 55,9  | 57,6  | 62,8  | 63,9  | 68,3  | 71,6  | 83,0  | 93,3  |
| Rumunia         | 25,7  | 24,9  | 21,5  | 18,7  | 15,8  | 12,4  | 12,8  | 13,4  | 23,6  | 31,0  |
| Słowacja        | 48,9  | 43,4  | 42,4  | 41,5  | 34,2  | 30,5  | 29,6  | 27,8  | 35,5  | 41,0  |
| Słowenia        | 26,5  | 27,8  | 27,2  | 27,3  | 26,7  | 26,4  | 23,1  | 21,9  | 35,3  | 38,8  |
| Strefa euro     | 68,1  | 67,9  | 69,1  | 69,5  | 70,1  | 68,5  | 66,3  | 70,1  | 79,8  | 85,3  |
| Szwecja         | 54,7  | 52,5  | 51,7  | 50,3  | 50,4  | 45,0  | 40,2  | 38,8  | 42,7  | 39,7  |
| Unia Europejska | 61,0  | 60,4  | 61,9  | 62,3  | 62,8  | 61,5  | 59,0  | 62,5  | 74,7  | 80,1  |
| Wielka Brytania | 37,7  | 37,5  | 39,0  | 40,9  | 42,5  | 43,4  | 44,4  | 54,8  | 69,6  | 79,9  |
| Węgry           | 52,7  | 55,9  | 58,6  | 59,5  | 61,7  | 65,9  | 67,0  | 72,9  | 79,7  | 81,3  |
| Włochy          | 108,2 | 105,1 | 103,9 | 103,4 | 105,4 | 106,1 | 103,1 | 105,8 | 115,5 | 118,4 |

Zródło: *Government deficit/surplus, debt and associated data*, Eurostat,

<http://appsso.eurostat.ec.europa.eu/nui/setupDownloads.do>, [data dostępu 31.03.2012]

## Podsumowanie

Ostatnie dwadzieścia lat poprzedzających wybuch globalnego kryzysu finansowego zapoczątkowanego w 2007 r. określane było w literaturze jako okres wielkiego uspokojenia (*Great Moderation*). Uzasadnienia stosunkowo niskiej inflacji, pomimo niskiego poziomu stóp procentowych (zarówno nominalnych, jak i realnych), którym towarzyszyły silne wzrosty cen ropy naftowej, upatruje się w globalizacji oraz dobrych praktykach polityki pieniężnej, które odegrały kluczową rolę w obniżaniu zmienności inflacji oraz wzrostu gospodarczego.

Globalizacja rynków towarów i usług przyczyniła się do trwałego obniżenia inflacji, m.in. dzięki rozwinięciu się konkurencji cenowej pomiędzy krajami. Globalizacja rynków

finansowych stała się natomiast czynnikiem komplikującym prowadzenie polityki pieniężnej przez banki centralne, które zmuszone zostały do uwzględniania takich zjawisk jak: narastanie bąbli spekulacyjnych na rynkach aktywów, długotrwanie utrzymujące się nierównowagi globalne oraz rosnąca łatwość rozprzestrzeniania się zaburzeń finansowych na rynkach<sup>282</sup>.

Cechą charakterystyczną współczesnego kryzysu, wyróżniającą go w dużym stopniu od innych zaburzeń finansowych znanych z przeszłości, jest sposób, w jakim szoki przenosiły się pomiędzy segmentami rynków oraz krajami. Kryzys finansowy, zapoczątkowany w Stanach Zjednoczonych, miał mianowicie swoje zarzewia również w innych krajach, które, stwarzając dogodne warunki do powstawania baniek spekulacyjnych, stawały się bardziej podatne na zarażanie. Wiele z nich dodatkowo uczestniczyło w powszechnym poszukiwaniu zysku (*search for yield*), eksponując się na nadmierne ryzyko, dzięki korzystaniu z nowoczesnych odkryć inżynierii finansowej.

Kluczową lekcją wyciągniętą z kryzysu jest wniosek, że samo utrzymywanie zdrowych fundamentów makroekonomicznych nie wystarczy do odizolowania gospodarki od zewnętrznych szoków. Nadmierna koncentracja na rodzimej gospodarce może wręcz pogorszyć poziom ekonomicznej i finansowej nierównowagi w skali globalnej, przyczyniając się do zwiększenia prawdopodobieństwa wybuchu kryzysu w przyszłości. Kluczowym wyzwaniem dla decydentów jest zatem podjęcie skoordynowanych działań służących osiągnięciu długoterminowych celów w postaci zrównoważonego wzrostu w skali międzynarodowej<sup>283</sup>.

---

<sup>282</sup> A. Sławiński, *Banki centralne a globalizacja*, w: *Globalizacja rynków finansowych - implikacje dla Polski*, red. W. Małecki, VIZJA PESS & IT, Warszawa 2007, s. 80.

<sup>283</sup> L. B. Smaghi, *What has the financial crises taught us? The global dimension and international policy cooperation*, BIS Review 114/2010, s. 1.

## **ROZDZIAŁ IV**

### **REAKCJA SYSTEMU REZERWY FEDERALNEJ NA KRYZYS FINANSOWY LAT 2007-2012**

W powojennej przeszłości cykle koniunkturalne w Stanach Zjednoczonych miały dość przewidywalny przebieg, wchodząc od czasu do czasu w fazę recesji, wywołaną zazwyczaj egzogenicznym negatywnym szokiem podażowym, np. nagłym wzrostem cen ropy naftowej będącym następstwem kryzysu geopolitycznego na Bliskim Wschodzie. Podejmowane wówczas przez Fed decyzje o podnoszeniu stóp procentowych skutkowały spowolnieniem gospodarczym, w wyniku którego inflacja ulegała złagodzeniu, ale nigdy nie całkowitej likwidacji. Odstępstwem od dotychczasowych tendencji była dwunasta z kolei powojenna recesja, która nastąpiła po ostatnim kryzysie finansowym. Po raz pierwszy bowiem w gospodarce amerykańskiej pojawiły się pewne oznaki deflacji, będącej wynikiem spadku popytu zagregowanego w stosunku do podaży towarów i zdolności produkcyjnych gospodarki. Deflacja wywołana kryzysem w systemie finansowym uznawana jest przez ekonomistów za szczególnie niebezpieczną, bowiem jej destrukcyjna siła może na całe lata zdusić rozwój gospodarczy i doprowadzić do stanu określanego mianem stagdeflacji, w którym gospodarczej stagnacji lub wręcz recesji towarzyszy spadek cen. Stan taki uniemożliwia skuteczne prowadzenie polityki pieniężnej<sup>284</sup>.

Początek kryzysu finansowego w Stanach Zjednoczonych przypadł na drugi rok urzędowania Bena Bernanke na stanowisku prezesa Systemu Rezerwy Federalnej. Jest to o tyle istotne, że ekonomista ten uznawany jest za jednego z największych współcześnie żyjących znawców Wielkiego Kryzysu lat 30. ubiegłego wieku. Znając skomplikowaną dynamikę tamtych dramatycznych wydarzeń, opierając się jednocześnie na poglądach monetarystów M. Friedmana oraz A. Schwartz, Bernanke jest zwolennikiem tezy, że do pogłębienia Wielkiego Kryzysu przyczyniła się niekompetencja i bezczynność Systemu Rezerwy Federalnej. Świadomość ta odcisnęła piętno na decyzjach podejmowanych przez Bernanke w obliczu zawirowań na rynkach finansowych zapoczątkowanych w 2007 r. Nie chcąc dopuścić do powtórki scenariusza Wielkiego Kryzysu, nowy prezes Fedu przełamywał obowiązujące praktyki i wykorzystywał nowe niestandardowe narzędzia, które zrewolucjonizowały dotychczasową politykę pieniężną. System Rezerwy Federalnej wykorzystał cały wachlarz instrumentów tradycyjnej polityki pieniężnej, skutkujących obniżeniem stóp procentowych niemal do zera, a następnie podjął bezprecedensowe działania

---

<sup>284</sup> N. Roubini, S. Mihm, op. cit., s. 166.

interwencyjne, budzące wśród części ekonomistów wiele kontrowersji. Pewne decyzje dotyczące wdrożenia niekonwencjonalnych instrumentów polityki pieniężnej podejmowane były z wyprzedzeniem, inne natomiast, w obawie przed rosnącym ryzykiem deflacji, a nawet depresji, wprowadzono w trybie nagłym<sup>285</sup>.

Analizę działań podjętych przez System Rezerwy Federalnej ułatwi umowy podział kryzysu finansowego, pozwalający na wyodrębnienie dwóch etapów:

- fazy początkowej, obejmującej okres od sierpnia 2007 r. do września 2008 r.,
- fazy zasadniczej, następującej po ogłoszeniu upadłości banku inwestycyjnego Lehman Brothers.

#### **4.1. Symptomy kryzysu finansowego na amerykańskim rynku pieniężnym**

Gwałtowny spadek cen na rynku nieruchomości oraz rynku akcji spowodował, iż papiery wartościowe wyemitowane na bazie zagrożonych kredytów hipotecznych stały się aktywami toksycznymi, przyczyniając się do rozprzestrzeniania infekcji w sektorze finansowym. Spadek wzajemnego zaufania instytucji finansowych, które, mając świadomość własnych nieprawidłowości i nadużyć, wątpiły również w wiarygodność dotychczasowych partnerów finansowych, doprowadził do niemal całkowitego zawieszenia transakcji na rynkach pieniężnych. Niepewność co do poziomu ekspozycji innych banków na ryzyko kredytowe, jak również rozmiarów ich potencjalnych strat, spowodowała, że banki zaczęły gromadzić płynność, traktując ją jako bufor na wypadek trudności finansowych<sup>286</sup>. Doszło zatem do swoistego kryzysu płynności, czyli sytuacji, w której gospodarstwa domowe oraz podmioty gospodarcze dążą do pozyskania i zatrzymania jak największej ilości płynnych aktywów. Świadomość wzrostu ryzyka lub oczekiwanie jego wzrostu wśród uczestników rynku sprawiło, iż zapotrzebowanie na płynne aktywa systematycznie rosło<sup>287</sup>. Zależność pomiędzy krótkoterminowymi oraz długoterminowymi rynkowymi stopami procentowymi uległa zerwaniu, co wpłynęło na bardziej strome ukształtowanie krzywych dochodowości instrumentów finansowych. Istniejąca dotychczas przekładnia pomiędzy podstawowymi stopami banku centralnego a krótkoterminowymi stopami na rynku międzybankowym przestała istnieć<sup>288</sup>.

---

<sup>285</sup> Ibidem, s. 163.

<sup>286</sup> R. Moessner, W. Allen, *Central bank co-operation and international liquidity in the financial crises of 2008-9*, BIS Working Papers No 310, Monetary and Economic Department, May 2010, s. 5.

<sup>287</sup> R. E. Lucas, N. L. Stokey, op. cit., s. 2.

<sup>288</sup> M. Jurek, P. Marszałek, *Banki centralne krajów wysoko rozwiniętych podczas kryzysu finansowego*, w: *Rynek finansowy w erze zawirowań*, red. P. Karpuś, J. Węclawski, Wydawnictwo Uniwersytetu Marii Curie-Skłodowskiej, Lublin 2009, s. 84.

W rezultacie spadku podaży krótkoterminowych funduszy nastąpił gwałtowny wzrost wartości rynkowych stóp procentowych *overnight*. Ocena sytuacji na rynku pieniężnym opiera się w dużej mierze na analizie kształtowania się sprzedu *3-month Libor – OIS*, czyli rozpiętości pomiędzy trzymiesięczną stopą procentową kredytów oferowanych na rynku międzybankowym w Londynie (Libor) oraz trzymiesięcznym swapem stałej dziennej stopy procentowej (*fed funds*) do zmiennej dziennej stopy procentowej *overnight (overnight index swap – OIS)*<sup>289</sup>. Różnica pomiędzy Liborem a OIS jest miarą problemów systemu finansowego, a jej zwiększenie wpływa na mechanizm transmisji polityki pieniężnej, ponieważ zarówno kredyty, jak i papiery wartościowe, indeksowane są stopą Libor<sup>290</sup>. Zwiększenie spreadu Libor-OIS, przy zachowaniu stałej stopy OIS, podnosi koszty kredytów i ma chłodzący wpływ na gospodarkę, dlatego też jego obniżenie stało się jednym z głównych celów polityki pieniężnej, jak również miarą sukcesu podejmowanych działań. Różnica pomiędzy Liborem a OIS wynika z transakcji arbitrażowych i pozwala na określenie wielkości oczekiwań zdeterminowanych takimi czynnikami jak ryzyko oraz płynność.

Począwszy od grudnia 2001 r. (dane OIS nie są dostępne przed tym terminem) aż do sierpnia 2007 r. różnica pomiędzy Liborem a OIS wynosiła 11 punktów bazowych z odchyleniem standardowym wynoszącym 4 punkty bazowe. Ostry wzrost spreadu nastąpił 9 sierpnia 2007 r., osiągając w kulminacyjnym momencie, tj. na początku grudnia 2007 r. wysokość 100 punktów bazowych<sup>291</sup>. Po nieznacznych ruchach w dół w połowie grudnia 2007 r. i w styczniu 2008 r., miara ta ponownie wzrosła w marcu 2008 r. i utrzymywała się na podwyższonym poziomie do sierpnia 2008 r. (wykres 4.1).

Drugim symptomem narastających problemów na amerykańskim rynku finansowym była poszerzająca się różnica pomiędzy oprocentowaniem rządowych papierów wartościowych, emitowanych przez agencje sponsorowane przez rząd, tj. Fannie Mae i Freddie Mac oraz papierów skarbowych (*U.S. Treasuries*). W normalnych warunkach rynkowych papiery agencji GSE postrzegane są jako jedynie nieznacznie bardziej ryzykowne

---

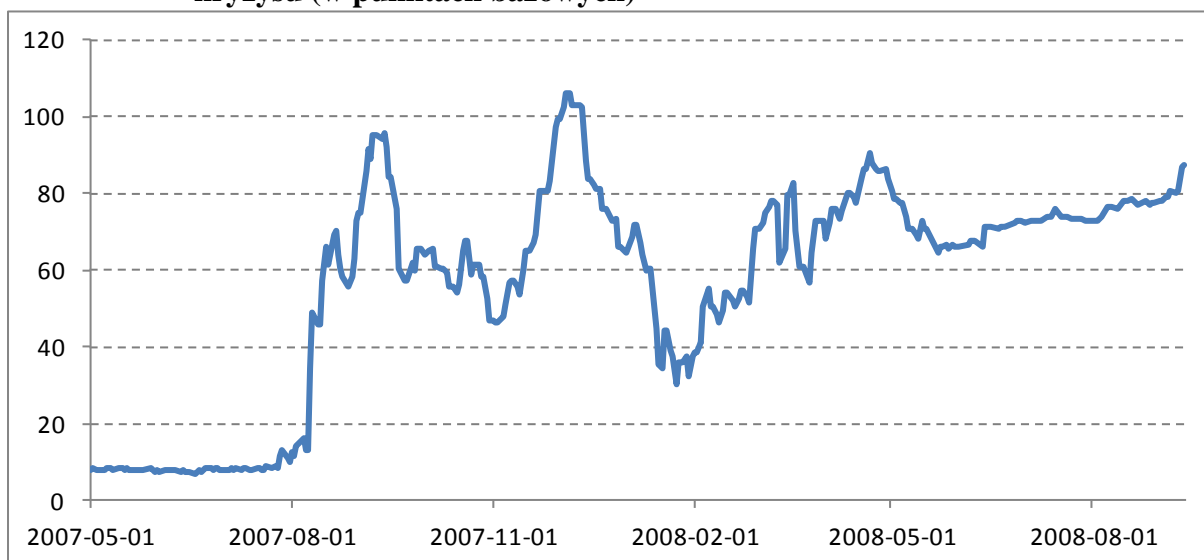
<sup>289</sup> Spread *3-month Libor-OIS* definiowany jest jako różnica pomiędzy trzymiesięcznym Liborem a oczekiwaną stopą procentową, która ukształtowałaby się w ciągu 3 miesięcy w wyniku codziennego rolowania pożyczki zaciągniętej po stopie *fed funds*.

<sup>290</sup> Różnica pomiędzy Liborem a OIS stała się narzędziem diagnostycznym również w innych krajach, m.in. w strefie euro oraz w Wielkiej Brytanii. Przebieg funkcji wyrażającej różnicę pomiędzy Liborem a OIS dla euro oraz funtów szterlingów jest bardzo zbliżony do spreadu Libor-OIS w dolarach amerykańskich, co po pierwsze wiąże się z faktem, iż zamieszanie na rynkach pieniężnych nie ograniczało się do pożyczek dolarowych pomiędzy bankami w Stanach Zjednoczonych, a po drugie wynikało ze sposobu obliczania stawki Libor, której wartość określana jest za pomocą notowań pochodzących z 16 banków, przy czym aż 14 z nich jest uwzględnianych zarówno w Stanach Zjednoczonych, jak i Europie oraz Wielkiej Brytanii.

<sup>291</sup> J. B. Taylor, *Zrozumieć kryzys finansowy. Przyczyny, skutki, interpretacje*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2010, s. 41-43.

i mniej płynne niż papiery skarbowe (różnica wynosi zazwyczaj około 15-25 punktów bazowych). W sierpniu 2007 r. rozpiętość pomiędzy oprocentowaniem rządowych i skarbowych papierów wartościowych powiększyła się początkowo do 40 punktów bazowych, a następnie, wiosną 2008 r., do ponad 90 punktów bazowych<sup>292</sup>.

**Wykres 4.1. Kształtowanie się spreadu 3-miesięczny LIBOR – OIS w pierwszej fazie kryzysu (w punktach bazowych)**



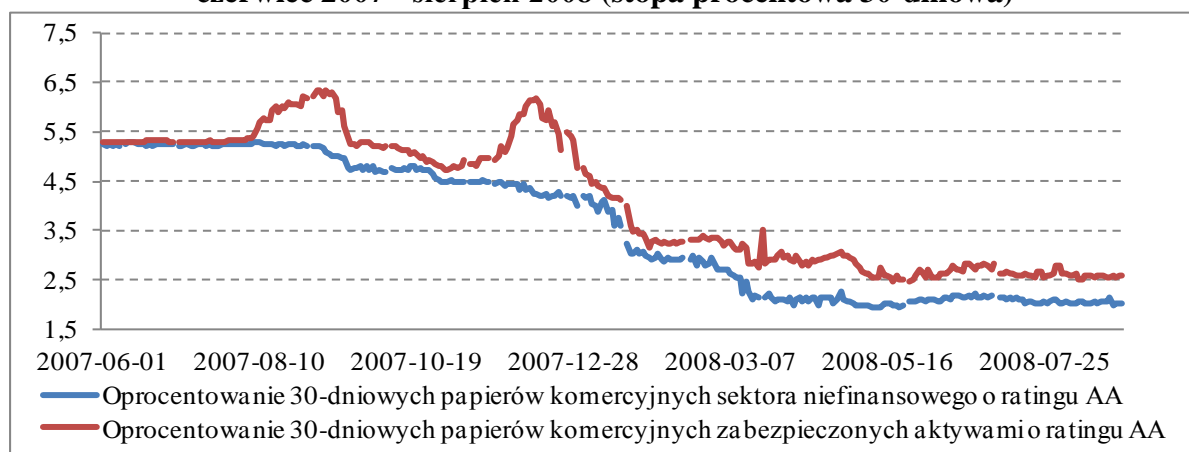
Źródło: opracowanie własne na podstawie:

[http://english.mnb.hu/Kiadvanyok/mnben\\_stabil/mnben\\_stab\\_jel\\_20090406](http://english.mnb.hu/Kiadvanyok/mnben_stabil/mnben_stab_jel_20090406), za: Reuters.

Interesujące obserwacje poczynić można również na amerykańskim rynku papierów komercyjnych, porównując kształtowanie się różnicy oprocentowania wysokojakościowych papierów komercyjnych (o ratingu AA), wyemitowanych przez takie instytucje niefinansowe jak np. General Electric czy Coca Cola, z papierami komercyjnymi zabezpieczonymi np. kredytami hipotecznymi (*asset-backed commercial papers – ABCP*). Do lipca 2007 r. premia za ryzyko z ABCP wynosiła około 5 punktów bazowych. W wyniku turbulencji rynkowych w połowie sierpnia 2007 r. skoczyła ona aż do 86 punktów bazowych, osiągając szczytowe wartości około 200 punktów bazowych w grudniu 2007 r. (wykres 4.2.). Zmiany dotyczyły nie tylko oprocentowania, drastycznie spadły bowiem również rynkowe obroty papierami komercyjnymi mierzone wielkością należności w tych papierach (wykres 4.3.). Kwota należności w papierach komercyjnych spadła podczas pierwszych dwóch miesięcy kryzysu o około 200 mld USD, a następnie pod koniec 2007 r. o 400 mld USD, przy czym należy zaznaczyć, iż źródłem tych zmian był przede wszystkim spadek należności w papierach komercyjnych zabezpieczonych aktywami (ABCP).

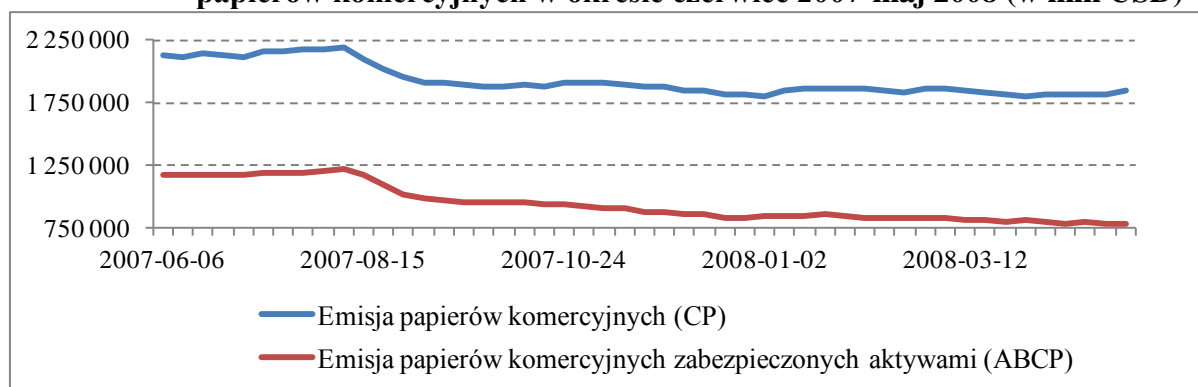
<sup>292</sup> S. G. Cecchetti, *Crisis and Responses: The Federal Reserve in the Early Stages of the Financial Crisis*, *Journal of Economic Perspectives*, Volume 23, Number 1, Winter 2009, s. 60.

**Wykres 4.2. Porównanie oprocentowania papierów komercyjnych w okresie czerwiec 2007 - sierpień 2008 (stopa procentowa 30-dniowa)**



Źródło: <http://www.federalreserve.gov/datadownload/Download.aspx?rel=CP&series=593ce926936cbd64b3c79b60a792b85&filetype=sheetml&label=include&layout=seriescolumn&from=01/01/2007&to=09/30/2008>

**Wykres 4.3. Kształtowanie się wielkości emisji ABCP na tle całkowitej wielkości emisji papierów komercyjnych w okresie czerwiec 2007-maj 2008 (w mln USD)**

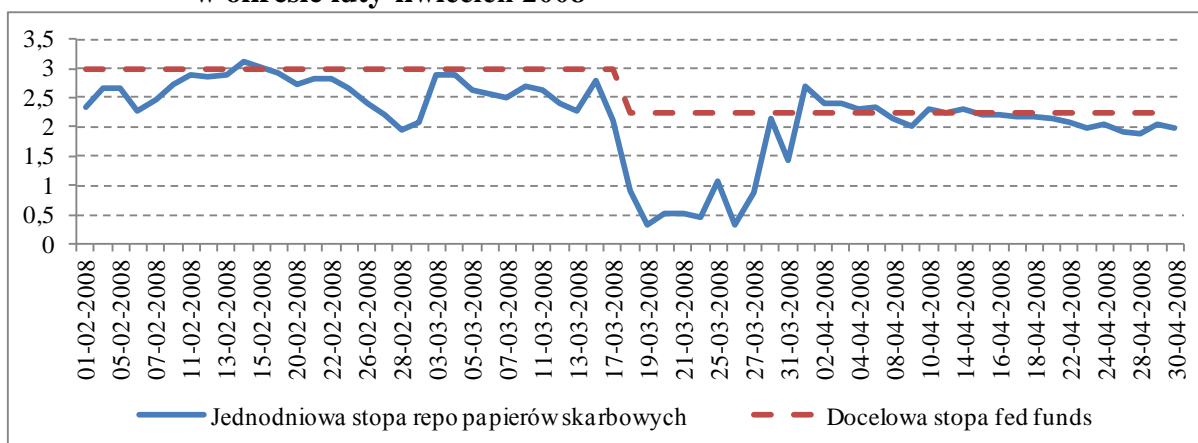


Źródło: <http://www.federalreserve.gov/datadownload/Download.aspx?rel=CP&series=316bf3b014b0574ca9f14b14f4084616&filetype=sheetml&label=include&layout=seriescolumn&from=06/06/2007&to=05/07/2008>

Kryzys finansowy ujawnił się również na rynku *repo*, gdzie zapotrzebowanie na finansowanie krótkoterminowe gwałtownie wzrosło. W miarę narastania turbulencji na rynkach finansowych, rynek *repo* zaczął przeżywać coraz większe trudności. Stopa oprocentowania operacji otwartego rynku typu *repo* znajdowała się zazwyczaj około 5-10 punktów bazowych poniżej stopy funduszy *fed funds*, co wynika z mniejszego ryzyka wynikającego z faktu przyjmowania zabezpieczeń w postaci papierów skarbowych. Pod koniec lutego 2008 r. stopa operacji *repo* spadła do poziomu 1,95%, zwiększając różnicę pomiędzy stopą funduszy *target fed funds* do 105 punktów bazowych. W marcu 2008 r. inwestorzy i instytucje finansowe były tak zdesperowane chęcią posiadania papierów skarbowych, że skłonne były utrzymywać je nawet bez jakiegokolwiek rekompensaty,

co spowodowało, iż stopa operacji *repo* spadła do 0,3%, zwiększając różnicę pomiędzy stopą funduszy *target fed funds* do 193 punktów bazowych (wykres 4.4)<sup>293</sup>.

**Wykres 4.4. Kształtowanie się *Overnight Treasury Securities Repo Rate* w okresie luty-kwiecień 2008**



Źródło: <https://www.treasurydirect.gov/GA-FI/FedInvest/selectOvernightRateDate.htm>

Uczestnicząc w transakcjach *repo* dilerzy rynku pieniężnego odczuwali niepewność zarówno w odniesieniu do wiarygodności kredytowej współpartnerów transakcji, jak również ryzyka związanego z przyjmowaniem papierów wartościowych. Konsekwencją tej sytuacji był istotny wzrost różnicy pomiędzy wartością rynkową przyjmowanych zabezpieczeń a kwotą, jaką pożyczkobiorcy mogli uzyskać pod ich zastaw (tzw. *haircuts*), nawet w odniesieniu do papierów posiadających wysoki rating kredytowy oraz niezwykle bezpiecznych papierów skarbowych. W związku z gwałtownym skokiem *haircutów*, wielu dilerów rynku pieniężnego musiało skorzystać z innych źródeł finansowania. Jednocześnie, z uwagi na niską płynność rynku, pozyskiwanie środków w wyniku wyprzedaży aktywów obarczone było dużym prawdopodobieństwem niepowodzenia. Sytuacja taka mogła łatwo doprowadzić do upadłości nawet takie instytucje, które posiadały dobre fundamenty ekonomiczne, czego w znacznym stopniu doświadczył bank Bear Stearns, uratowany dzięki programowi pomocowemu realizowanemu przez Fed za pośrednictwem JP Morgan Chase<sup>294</sup>.

## 4.2. Polityka pieniężna Systemu Rezerwy Federalnej we wczesnej fazie kryzysu

### 4.2.1. Wykorzystanie tradycyjnych narzędzi zwiększania płynności systemu finansowego

Początkową odpowiedzią Systemu Rezerwy Federalnej na kryzys było wykorzystanie w okresie od sierpnia do grudnia 2007 r. tradycyjnych instrumentów zapewniania płynności, a więc podjęcie działań polegających na sterowaniu stopami *Federal Open Market*

<sup>293</sup> Ibidem, s. 11.

<sup>294</sup> N. Willardson, L. Pederson, *Federal Reserve Liquidity Programs: An Update*, The Region, June 2010, s. 17.



*Committee's target rate* oraz *primary rate*, a także regulowaniu płynności za pośrednictwem standardowych operacji otwartego rynku. Działania Fedu koncentrowały się na zapewnieniu dostępu do finansowania dla instytucji depozytowych, czyli banków, uprawnionych do korzystania z funduszy banku centralnego za pośrednictwem tzw. okna dyskontowego. Zwiększenie dostępu do finansowania skutkowało ożywieniem akcji kredytowej, a co za tym idzie pobudzeniem słabnącego wzrostu gospodarczego. W dalszej części podrozdziału omówione zostaną najważniejsze decyzje amerykańskiego banku centralnego służące realizacji tych celów.

W dniu 10 sierpnia 2007 r. Komitet Operacji Otwartego Rynku (*Federal Open Market Committee* - FOMC) zadeklarował, że podejmie działania służące zapewnieniu odpowiedniego poziomu płynnych rezerw niezbędnych do wspierania obrotów na rynku funduszy federalnych po cenie zbliżonej do oprocentowania *federal funds target rate*, znajdującego się wówczas na poziomie 5,25%. W związku z nadzwyczajnymi okolicznościami sprawiającymi, że instytucje depozytowe doświadczały zwiększonego zapotrzebowania na finansowanie na skutek przemieszczenia środków na rynkach pieniężnych i kredytowych, System Rezerwy Federalnej udostępnił źródło płynności w postaci okna dyskontowego (*discount window*)<sup>295</sup>.

W celu przywrócenia właściwego funkcjonowania rynków finansowych System Rezerwy Federalnej w dniu 17 sierpnia 2007 r. podjął decyzję o tymczasowych zmianach w sposobie finansowania za pośrednictwem kredytu podstawowego (*primary credit*). Stopa kredytu podstawowego została zredukowana o 50 punktów bazowych do poziomu 5,75%, co miało na celu zwężenie spreadu pomiędzy stopą *primary credit rate* oraz *federal funds rate* do 50 punktów bazowych. Zmiany nastąpiły również w odniesieniu do długości finansowania oferowanego przez bank centralny instytucjom depozytowym, które uległo wydłużeniu do 30 dni, z możliwością dalszego odnowienia przez kredytobiorcę. Modyfikacje te miały na celu wsparcie instytucji depozytowych poprzez zwiększenie dostępności do finansowania. Jednocześnie Fed potwierdził akceptowanie szerokiego zakresu zabezpieczeń przyjmowanych w ramach pożyczek dyskontowych, z włączeniem papierów wartościowych opartych na kredytach hipotecznych<sup>296</sup>.

W celu zapobieżenia negatywnym efektom zakłóceń na rynkach finansowych dla gospodarki realnej, dążąc do wspierania wzrostu gospodarczego, Komitet Operacji Otwartego Rynku, w dniu 18 września 2007 r., podjął decyzję o zredukowaniu stopy *fed funds rate*

---

<sup>295</sup> <http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20070810a.htm>

<sup>296</sup> <http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20070817a.htm>

o 50 punktów bazowych do poziomu 4,75%. Decyzji tej towarzyszyła jednoczesna obniżka stopy dyskontowej do poziomu 5,25%<sup>297</sup>. Analogiczne przesłanki zdecydowały o kolejnych redukcjach stopy *fed funds rate* w 2007 r., które miały miejsce 31 października<sup>298</sup> oraz 11 grudnia. Pogarszające się warunki na rynkach finansowych, jak również zaostrożenie warunków kredytowych, skłoniły Fed do dalszej ekspansji monetarnej. Kolejna redukcja premii pożyczek oferowanych bankom w ramach okna dyskontowego w stosunku do stopy *fed funds rate* miała miejsce w dniu 16 marca 2008 r. i polegała na zawężeniu spreadu do 25 punktów bazowych oraz dalszym wydłużeniu maksymalnego okresu refinansowania w ramach *primary credit* do 90 dni. W toku 2008 r. System Rezerwy Federalnej dokonał spektakularnych cięć stopy procentowej *fed funds rate*, która w siedmiu krokach zredukowana została do poziomu 0-0,25%<sup>299</sup>. Każdej redukcji stopy *fed funds rate* towarzyszyło obniżenie stopy dyskontowej *primary discount lending rate*.

Decyzje o skróceniu wydłużonych terminów zapadalności pożyczki *primary credit*, najpierw do 28 dni, a następnie do jednego dnia (*overnight*), jak również rozszerzeniu spreadów do 50 punktów bazowych, podjęto dopiero około półtorej roku później<sup>300</sup> w związku z poprawą warunków rynkowych<sup>301</sup>. Kolejne decyzje Systemu Rezerwy Federalnej dotyczące zastosowania tradycyjnych narzędzi polityki pieniężnej w odpowiedzi na zawirowania na rynkach finansowych prezentuje tabela 4.1. oraz wykres 4.5.

**Tabela 4.1. Kalendarium decyzji dotyczących uruchomienia tradycyjnych narzędzi polityki pieniężnej Systemu Rezerwy Federalnej**

| Data                | Działanie  |
|---------------------|--|
| 10 sierpnia 2007 r. | oświadczenie Systemu Rezerwy Federalnej o zapewnianiu płynności za pośrednictwem okna dyskontowego dla wszystkich instytucji, które mają do niego dostęp;                    |
| 17 sierpnia 2007 r. | redukcja spreadu pomiędzy stopą <i>primary credit rate</i> oraz <i>target rate</i> do 50 punktów bazowych; wydłużenie okresu finansowania instytucji depozytowych do 30 dni; |
| 18 września 2007 r. | decyzja FOMC dotycząca redukcji stopy <i>federal funds rate</i> do poziomu 4,75%   |

<sup>297</sup> <http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20070918a.htm>

<sup>298</sup> <http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20071031a.htm>

<sup>299</sup> <http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20080122b.htm>,  
<http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20080130a.htm>,  
<http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20080318a.htm>,  
<http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20080430a.htm>  
<http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20080430a.htm>  
<http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20081008a.htm>  
<http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20081029a.htm>  
<http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20081216a.htm>

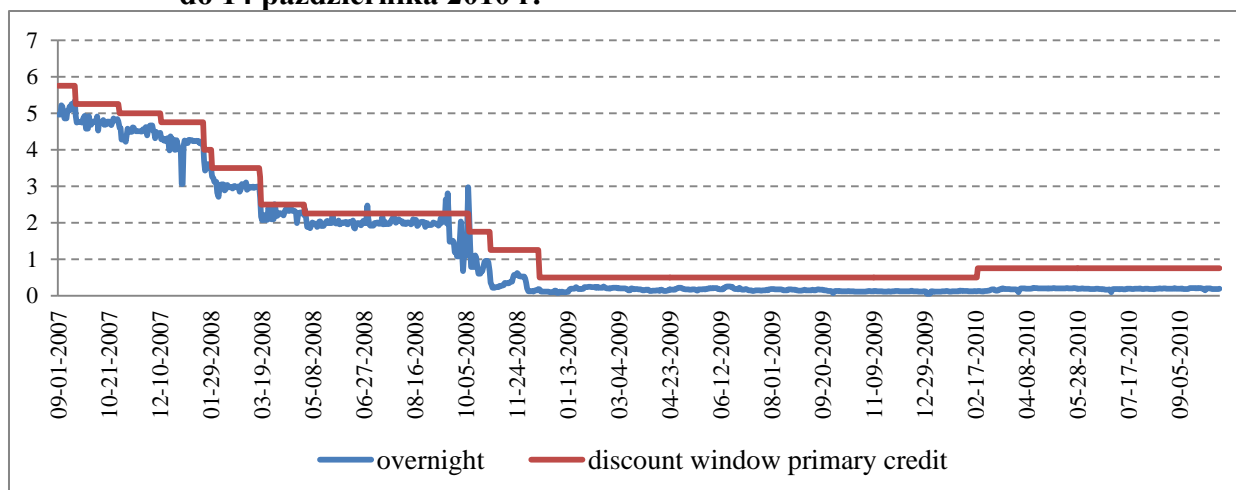
<sup>300</sup> Decyzję w sprawie skrócenia terminu zapadalności do 28 dni podjęto w dniu 17 listopada 2009 r., a w sprawie skrócenia pożyczki do jednego dnia oraz zwężeniu spreadu do 50 pkt bazowych - 18 lutego 2010 r.

<sup>301</sup> [http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/bst\\_lendingdepository.htm](http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/bst_lendingdepository.htm)

| Data                    | Działanie  |
|-------------------------|--|
| 31 października 2007 r. | decyzja FOMC dotycząca redukcji stopy <i>federal funds rate</i> do poziomu 4,50%   |
| 11 grudnia 2007 r.      | decyzja FOMC dotycząca redukcji stopy <i>federal funds rate</i> do poziomu 4,25%   |
| 21 stycznia 2008 r.     | decyzja FOMC dotycząca redukcji stopy <i>federal funds rate</i> do poziomu 3,50%   |
| 30 stycznia 2008 r.     | decyzja FOMC dotycząca redukcji stopy <i>federal funds rate</i> do poziomu 3,00%   |
| 16 marca 2008 r.        | redukcja spreadu pomiędzy stopą <i>primary credit rate</i> oraz <i>target rate</i> do 25 punktów bazowych; wydłużenie okresu finansowania instytucji depozytowych do 90 dni; |
| 18 marca 2008 r.        | decyzja FOMC dotycząca redukcji stopy <i>federal funds rate</i> do poziomu 2,25%   |
| 30 kwietnia 2008 r.     | decyzja FOMC dotycząca redukcji stopy <i>federal funds rate</i> do poziomu 2%  |
| 8 października 2008 r.  | decyzja FOMC dotycząca redukcji stopy <i>federal funds rate</i> do poziomu 1,5%  |
| 29 października 2008 r. | decyzja FOMC dotycząca redukcji stopy <i>federal funds rate</i> do poziomu 1%  |
| 16 grudnia 2008 r.      | decyzja FOMC dotycząca redukcji stopy <i>federal funds rate</i> do przedziału 0-0,25%  |

Źródło: opracowanie własne na podstawie <http://www.federalreserve.gov/newsevents/press>

**Wykres 4.5. Dienne notowania stopy *overnight* oraz stopy *discount window primary credit* na rynku międzybankowym USA w okresie od 1 września 2007 r. do 14 października 2010 r.**



Źródło: opracowanie własne na podstawie:

[http://www.federalreserve.gov/releases/h15/data/Daily/H15\\_DWPC\\_NA.txt](http://www.federalreserve.gov/releases/h15/data/Daily/H15_DWPC_NA.txt)

Drastyczne obniżki oprocentowania funduszy federalnych nie przyniosły oczekiwanych efektów. Nie udało się zatrzymać tendencji deflacyjnych ani skłonić banków do podjęcia transakcji na rynku międzybankowym. Narastająca niepewność wśród uczestników rynku sprawiła, iż banki w obawie przed brakiem spłaty kredytów oraz niepowodzeniem finansowanych inwestycji, unikały podejmowania dalszego ryzyka. Pomimo udostępnienia przez Fed taniego finansowania dla banków, nie znalazło to przełożenia w zwiększeniu akcji kredytowej. Pozyskane przez banki środki lokowane były w banku centralnym w postaci depozytów gotówkowych, bądź też inwestowane w najbliższy substytut pieniądza, czyli bezpieczne skarbowe papiery wartościowe.

#### 4.2.2. Wdrożenie programu *Term Auction Facility*

W normalnych okolicznościach rynkowych System Rezerwy Federalnej dostarcza płynność do sektora bankowego za pośrednictwem operacji otwartego rynku, czyli transakcji skupu lub sprzedaży rządowych papierów wartościowych, za pomocą których Fed zmniejsza lub zwiększa ilość pieniądza w systemie bankowym, oddziałując tym samym na wysokość oprocentowania jednodniowych pożyczek na rynku międzybankowym. Zmiana oprocentowania funduszy federalnych jest miernikiem kosztu kredytów i stanowi jeden z najskuteczniejszych narzędzi prowadzonej polityki pieniężnej. Fundusze, dostarczone dilerom rynku pieniężnego, są następnie efektywnie dystrybuowane za pośrednictwem rynku międzybankowego do instytucji depozytowych, zgłaszających zapotrzebowanie na pieniądź.

W początkowej fazie kryzysu wysoka niepewność na rynkach finansowych w odniesieniu do kondycji finansowej banków poszukujących finansowania, spowodowała, iż transmisja impulsów monetarnych została dotkliwie upośledzona. Problem ten objawił się szczególnie wyraźnie na rynkach pożyczek na dłuższe terminy, tj. obejmujących pożyczki międzybankowe na okresy dłuższe niż jeden lub dwa dni. Brak możliwości pozyskania finansowania przez wiele instytucji depozytowych na rynku międzybankowym skłonił System Rezerwy Federalnej do udostępnienia okna dyskontowego. Uwarunkowania historyczne, w tym w szczególności obawa przed utratą reputacji na skutek korzystania z tej formy finansowania (tzw. stygmat – *sigma*), odstraszały instytucje depozytowe od zaciągania pożyczek w ramach okna dyskontowego, inspirując Fed do opracowania innej formy zasilania banków w pieniądź, która, dzięki swojej anonimowości, pozwalałaby uniknąć podejrzeń o pogorszenie kondycji finansowej korzystającej z niej instytucji<sup>302</sup>.

W obliczu narastających turbulencji na rynkach finansowych System Rezerwy Federalnej w dniu 12 grudnia 2007 r. podjął decyzję o wdrożeniu tymczasowego programu, funkcjonującego pod nazwą *Term Auction Facility* (TAF), którego zadaniem było złagodzenie napięć na rynku funduszy krótkoterminowych. Program TAF polegał na udzielaniu instytucjom depozytowym, w trybie aukcyjnym, w pełni zabezpieczonych pożyczek. Do zaciągania pożyczek za pośrednictwem programu TAF upoważnione zostały instytucje depozytowe, znajdujące się w dobrej kondycji finansowej, dopuszczone do finansowania w ramach okna dyskontowego. Jako zabezpieczenia Fed akceptował szeroki zakres zabezpieczeń, analogiczny jak przy zaciąganiu pożyczek w ramach okna dyskontowego, tj. aktywa odpowiadające standardom nadzorczym aktywów dobrej jakości (*sound assets*).

---

<sup>302</sup> L. B. Thomas, *The Financial Crises and Federal Reserve Policy*, Palgrave Macmillan, March 2011, s. 166.

Kategoria ta obejmowała większość uruchomionych kredytów oraz papierów wartościowych, przy czym w odniesieniu do MBS-ów, CDO, CLO i określonych papierów zagranicznych wymagany był rating na poziomie AAA. Instytucje ubiegające się o finansowanie nie mogły przedłożyć zabezpieczenia w postaci instrumentu, którego były emitentem<sup>303</sup>. Warto zaznaczyć, że System Rezerwy Federalnej, udzielając pożyczek w ramach TAF, dokonywał redukcji portfela papierów wartościowych o identycznej wartości co przyjmowane zastawy, pozostawiając rozmiar bilansu banku centralnego na niezmiennym poziomie.

Monitoring kondycji finansowej banków ubiegających się o kredyt odbywał się za pomocą 4-stopniowego procesu oceny, wdrożonego w celu zminimalizowania ryzyka ponoszonego przez Fed w związku z kredytowaniem słabej lub upadającej instytucji depozytowej. Pierwszy etap obejmował ogólną ocenę bezpieczeństwa i kondycji wszystkich instytucji depozytowych, które mają lub mogą mieć dostęp do okna dyskontowego oraz systemów płatniczych dostarczanych przez Fed. Drugi etap oceny polegał na zidentyfikowaniu, głównie za pomocą systemu CAMELS, analizującego kapitał (*Capital*), aktywa (*Assets*), zarządzanie (*Management*), dochody (*Earnings*), płynność (*Liquidity*) i wrażliwość (*Sensitivity*), takich instytucji, które z różnych względów mogą generować wyższe ryzyko dla Systemu Rezerwy Federalnej, dlatego też wymagają szczególnej kontroli w korzystaniu z udogodnień pożyczkowych i innych usług oferowanych przez Fed. Krok trzeci polegał na przekazywaniu, wewnątrz struktur FED oraz w ramach współpracy z instytucjami nadzoru finansowego, informacji na temat instytucji o podwyższonym ryzyku. Etap czwarty obejmował wdrożenie stosownych narzędzi, mających na celu złagodzenie ryzyka generowanego przez te instytucje<sup>304</sup>.

W przeciwieństwie do okna dyskontowego całkowita kwota funduszy dostępnych w ramach aukcji TAF określana była z góry i ogłaszana za pomocą komunikatów Systemu Rezerwy Federalnej. Stopa, po której pożyczano środki, ustalana była w następstwie przetargu ofert oprocentowania składanych przez instytucje depozytowe ubiegające się o finansowanie, zatem wygrywały te banki, które złożyły najwyższe oferty oprocentowania. Stopa, po której zaciągano pożyczki, określana jako *stop-out-rate*, różniła się zatem pomiędzy aukcjami, bowiem zdeterminowana była wielkością popytu na finansowanie oraz kwotą będącą przedmiotem aukcji. Minimalna stopa procentowa znajdowała się na poziomie jednomiesięcznej stopy OIS, wyrażającej oczekiwania rynku w odniesieniu do przeciętnej

---

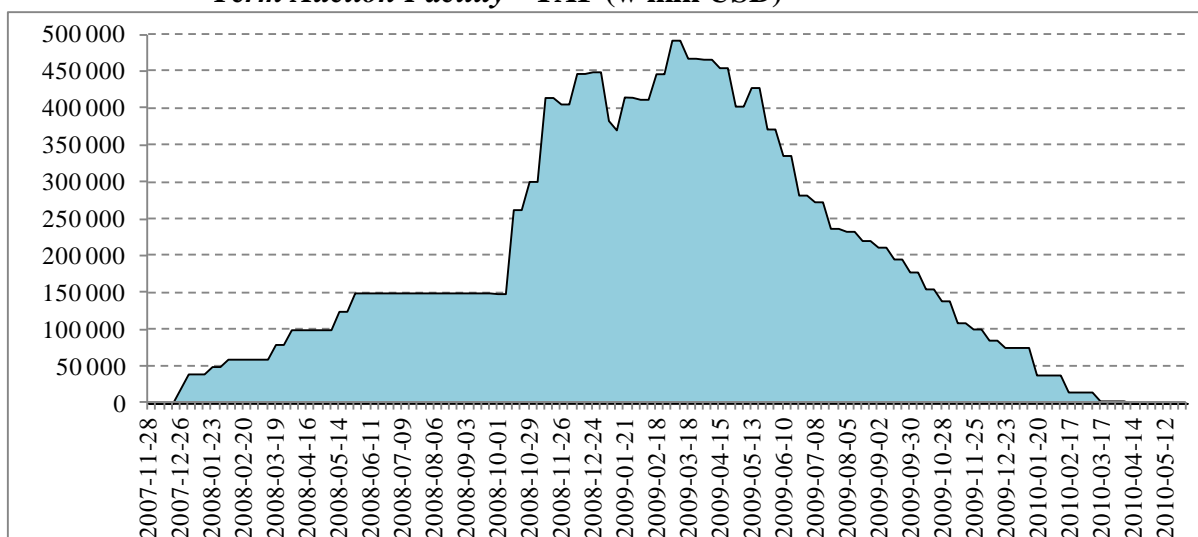
<sup>303</sup> *Federal Reserve System Monthly Report on Credit and Liquidity Programs and the Balance Sheet*, Board of Governors of the Federal Reserve System, June 2009, s. 7.

<sup>304</sup> *Ibidem*, s. 6.

stopy funduszy federalnych w ciągu jednego miesiąca. W przeciwieństwie do okna dyskontowego, w którym rozliczenie odbywa się w tym samym dniu, rozliczenie w ramach TAF było opóźnione, zatem nie nadążało bezpośrednio za bieżącymi potrzebami indywidualnych instytucji depozytowych<sup>305</sup>.

Kwoty pożyczek oferowanych w ramach programu TAF oraz okresy ich zapadalności były dostosowywane do zmieniających się warunków rynkowych. Pożyczki udzielane były na stosunkowo długie okresy – 28 lub 35 dni i opiewały początkowo na kwotę 20 lub 30, a następnie 50, wreszcie 75 mld USD na aukcję. Pierwsza aukcja przeprowadzona została w dniu 17 grudnia 2007 r. i spowodowała „zastrzyk finansowania” w wysokości 20 mld USD. W dniu 7 marca 2008 r. System Rezerwy Federalnej zapowiedział kontynuację programu przez minimum kolejne 6 miesięcy do uzyskania trwałego efektu ożywienia rynku. Gwałtowny wzrost wolumenu pożyczek udzielanych za pośrednictwem TAF nastąpił we wrześniu 2008 r., tuż po ogłoszeniu upadku banku inwestycyjnego Lehman Brothers oraz w związku z trudnościami finansowymi dotyczącymi American Investment Group (AIG)<sup>306</sup>. Ostatnia aukcja w ramach TAF odbyła się 11 marca 2010 r. Łączna kwota pożyczek udzielonych instytucjom depozytowym w ramach TAF wyniosła 3,82 bln USD. Wykorzystanie programu TAF zilustrowane zostało na wykresie 4.6.

**Wykres 4.6. Należności Systemu Rezerwy Federalnej z tytułu Term Auction Facility - TAF (w mln USD)**



Źródło: opracowanie własne na podstawie: <http://www.federalreserve.gov/releases/h41/>

TAF umożliwiał efektywną dystrybucję płynności w warunkach napięć na rynku międzybankowym, dzięki zasileniu gospodarki funduszami terminowymi na szerszą skalę niż

<sup>305</sup> [http://www.newyorkfed.org/markets/Understanding\\_Fed\\_Lending.html](http://www.newyorkfed.org/markets/Understanding_Fed_Lending.html)

<sup>306</sup> <http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/2008monetary.htm>

byłoby to możliwe w wyniku operacji otwartego rynku<sup>307</sup>. Program ten był również skutecznym sposobem unikania problemu „napiętnowania” banków korzystających z finansowania w banku centralnym, bowiem aukcje odbywały się w trybie dwutygodniowym, a rozliczenie transakcji następowało dopiero po trzech dniach od przeprowadzenia aukcji, zatem finansowanie w tej formie byłoby niewystarczające dla banków zagrożonych niewypłacalnością, potrzebujących funduszy w trybie pilnym. Finansowanie w ramach TAF zapewniało ponadto bankom pożądaną anonimowość, ze względu na dużą liczbę uczestników.

#### **4.2.3. Zapewnienie płynności walutowej w drodze międzynarodowych umów swapowych**

Zwiększone zapotrzebowanie na dolary amerykańskie za granicą, spowodowane było niemożnością odroczenia terminów zaciągniętych pożyczek denominowanych w walucie amerykańskiej na dotkniętym kryzysem rynku międzybankowym. Wzrost popytu na dolary spowodował szybką aprecjację waluty amerykańskiej, przyczyniając się do pogorszenia konkurencyjności gospodarki Stanów Zjednoczonych. System Rezerwy Federalnej nie dysponował rozwiązaniami prawnymi, na mocy których mógłby udzielić pożyczek finansowych zagranicznym bankom. Rozwiązaniem sytuacji okazało się zawarcie międzynarodowych umów swapowych, dzięki którym znaczne sumy dolarów przekazane zostały m.in. Europejskiemu Bankowi Centralnemu, Szwajcarskiemu Bankowi Narodowemu, Bankowi Anglii, a także bankom centralnym Szwecji, Danii, Norwegii i in. Linie swapowe z innymi bankami centralnymi wspomogły program TAF w zakresie dostarczania instytucjom depozytowym płynności w dolarach amerykańskich<sup>308</sup>. Kalendarium zawierania umów swapowych prezentuje tabela 4.2.

Zawarcie umów swapowych z Systemem Rezerwy Federalnej oznaczało *de facto* sprzedaż określonej ilości waluty danego kraju w zamian za równowartość w dolarach amerykańskich wyliczoną po obowiązującym kursie. System Rezerwy Federalnej utrzymywał zagraniczną walutę na swoich rachunkach w zagranicznych bankach centralnych. Dostarczane dolary były natomiast deponowane na rachunkach zagranicznych banków centralnych utrzymywanych w Fed. Zagraniczne banki centralne zobowiązane były do odkupu własnej waluty w określonym czasie w przyszłości po tym samym kursie walutowym. Udzielenie pożyczki w dolarach amerykańskich przez zagraniczny bank centralny polegało na transferze waluty amerykańskiej z rachunku w Fed na konto banku, który instytucja zaciągająca pożyczkę wskazała jako bank rozliczeniowy. Zagraniczne banki centralne ponosiły ryzyko

<sup>307</sup> <http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20071212a.htm>

<sup>308</sup> [http://www.newyorkfed.org/markets/Understanding\\_Fed\\_Lending.html](http://www.newyorkfed.org/markets/Understanding_Fed_Lending.html)

kredytowe związane z udzielaniem pożyczek zainteresowanym instytucjom. Pozyskiwane przez Fed w wyniku transakcji swapowych waluty obce były ujawniane po stronie aktywnej bilansu banku centralnego<sup>309</sup>.

**Tabela 4.2. Linie swapowe otwarte przez System Rezerwy Federalnej w celu zapewnienia płynności w dolarach amerykańskich**

| Data                    | Bank centralny będący stroną transakcji | Kwota (mld USD) | Data wygaśnięcia umowy |
|-------------------------|---|-----------------|------------------------|
| 12 grudnia 2007 r.      | Europejski Bank Centralny               | 20              | czerwiec 2008          |
|                         | Szwajcarski Bank Narodowy               | 4               | czerwiec 2008          |
| 11 marca 2008 r.        | Europejski Bank Centralny*              | 30              | wrzesień 2008          |
|                         | Szwajcarski Bank Narodowy*              | 6               | wrzesień 2008          |
| 2 maja 2008 r.          | Europejski Bank Centralny*              | 50              | styczeń 2009           |
|                         | Szwajcarski Bank Narodowy*              | 12              | styczeń 2009           |
| 30 lipca 2008 r.        | Europejski Bank Centralny*              | 55              | styczeń 2009           |
| 18 września 2008 r.     | Europejski Bank Centralny*              | 110             | styczeń 2009           |
|                         | Szwajcarski Bank Narodowy*              | 27              | styczeń 2009           |
|                         | Bank Japonii                            | 60              | styczeń 2009           |
|                         | Bank Anglii                             | 40              | styczeń 2009           |
|                         | Bank Kanady                             | 10              | styczeń 2009           |
| 24 września 2008 r.     | Bank Rezerwy Australii                  | 10              | styczeń 2009           |
|                         | Szwedzki Bank Narodowy                  | 10              | styczeń 2009           |
|                         | Duński Bank Narodowy                    | 5               | styczeń 2009           |
|                         | Norweski Bank Narodowy                  | 5               | styczeń 2009           |
| 26 września 2008 r.     | Europejski Bank Centralny*              | 120             | styczeń 2009           |
|                         | Szwajcarski Bank Narodowy*              | 30              | styczeń 2009           |
| 29 września 2008 r.     | Bank Kanady*                            | 30              | kwiecień 2009+         |
|                         | Bank Anglii*                            | 80              | kwiecień 2009+         |
|                         | Bank Japonii*                           | 120             | kwiecień 2009+         |
|                         | Duński Bank Narodowy                    | 15              | kwiecień 2009+         |
|                         | Europejski Bank Centralny*              | 240             | kwiecień 2009+         |
|                         | Norweski Bank Narodowy*                 | 15              | kwiecień 2009+         |
|                         | Bank Rezerwy Australii                  | 30              | kwiecień 2009+         |
|                         | Szwedzki Bank Narodowy*                 | 30              | kwiecień 2009+         |
|                         | Szwajcarski Bank Narodowy*              | 60              | kwiecień 2009+         |
| 13 października 2008 r. | Bank Anglii*                            | bez ograniczeń  | kwiecień 2009+         |
|                         | Europejski Bank Centralny*              | bez ograniczeń  | kwiecień 2009+         |
|                         | Szwajcarski Bank Narodowy*              | bez ograniczeń  | kwiecień 2009+         |
| 14 października 2008 r. | Bank Japonii*                           | bez ograniczeń  | kwiecień 2009+         |
| 28 października 2008 r. | Bank Rezerwy Nowej Zelandii             | 15              | kwiecień 2009+         |
| 29 października 2008 r. | Bank Centralny Brazylii                 | 30              | kwiecień 2009+         |
|                         | Bank Meksyku                            | 30              | kwiecień 2009+         |
|                         | Bank Korei                              | 30              | kwiecień 2009+         |
|                         | Władza Monetarna Singapuru              | 30              | kwiecień 2009+         |

\* Symbol ten oznacza przedłużenie lub rozszerzenie istniejącego porozumienia swapowego;

+Data wygaśnięcia linii swapowych była przesuwana na październik 2009 r., a następnie na luty 2010 r.

Źródło: R. Moessner, W. A. Allen, op. cit., s. 87.

Największe nasilenie transakcji swapowych miało miejsce w drugiej połowie 2008 r. W kolejnych latach zainteresowanie tą formą refinansowania spadło. Porównanie należności

<sup>309</sup> Federal Reserve System Monthly Report on Credit and Liquidity Programs and the Balance Sheet, Board of Governors of the Federal Reserve System, June 2009, s. 4.



z tytułu dolarowych transakcji swapowych w wybranych momentach czasowych prezentuje tabela 4.3.

**Tabela 4.3. Należności z tytułu dolarowych transakcji swapowych zawartych z zagranicznymi bankami centralnymi w wybranych momentach czasowych (mld USD)**

| <b>Bank centralny</b>       | <b>31.12.2008</b> | <b>27.05.2009</b> | <b>30.12.2009</b> | <b>30.06.2010</b> | <b>29.12.2010</b> |
|-----------------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| Bank Kanady                 | 0                 | 0                 | 0                 | 0                 | -                 |
| Bank Meksyku                | 0                 | 3                 | 3                 | -                 | -                 |
| EBC                         | 291               | 101               | 7                 | 1                 | 0,1               |
| Narodowy Bank Szwajcarii    | 25                | 9                 | 0                 | 0                 | -                 |
| Bank Japonii                | 123               | 25                | 1                 | 0,2               | -                 |
| Bank Anglii                 | 33                | 2                 | 0                 | 0                 | -                 |
| Narodowy Bank Danii         | 15                | 5                 | 0                 | -                 | -                 |
| Bank Rezerwy Australii      | 23                | 2                 | 0                 | -                 | -                 |
| Bank Szwecji                | 25                | 17                | 0                 | -                 | -                 |
| Bank Norwegii               | 8                 | 5                 | 0                 | -                 | -                 |
| Bank Rezerwy Nowej Zelandii | 0                 | 0                 | 0                 | -                 | -                 |
| Bank Korei                  | 10                | 13                | 0                 | -                 | -                 |
| Bank Centralny Brazylii     | 0                 | 0                 | 0                 | -                 | -                 |
| Władza Monetarna Singapuru  | 0                 | 0                 | 0                 | -                 | -                 |
| <b>Ogółem</b>               | <b>554</b>        | <b>182</b>        | <b>11</b>         | <b>1,2</b>        | <b>0,1</b>        |

Zródło: opracowanie własne na podstawie: *Federal Reserve System Monthly Report on Credit and Liquidity Programs and the Balance Sheet* z lat 2009, 2010 i 2011, Board of Governors of the Federal Reserve System.

W dniu 6 kwietnia 2009 r. Komitet Operacji Otwartego Rynku (FOMC) zawarł dodatkowo lustrzane umowy swapowe z wybranymi bankami centralnymi krajów rozwiniętych (EBC, BoE, BoJ, SNB) na dostarczanie amerykańskim instytucjom finansowym płynności w walutach obcych. Otwarte linie swapowe służyły zmniejszeniu napięć na rynkach finansowych i opiewały na następujące kwoty: do 30 mld GBP, 80 mld EUR, 10 bln YEN i 40 mld CHF. System Rezerwy Federalnej nie skorzystał z pożyczek walutowych w ramach uruchomionych linii swapowych w walutach obcych<sup>310</sup>.

Większość umów swapowych została zakończona na początku 2010 r., jednak w związku z turbulencjami na rynkach finansowych spowodowanymi kryzysem zadłużenia Grecji oraz Irlandii, w maju 2010 r. instrument ten został przywrócony w celu złagodzenia napięć i zapobieżenia recesji<sup>311</sup>.

#### **4.3. Nadzwyczajne udogodnienia kredytowo-płynnościowe**

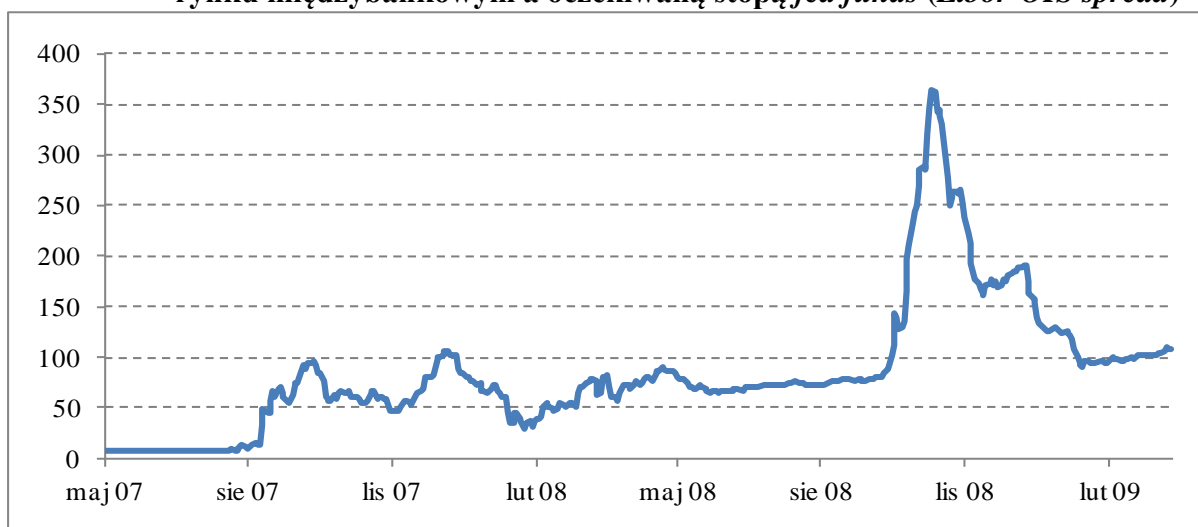
Program TAF nie zdołał trwale uspokoić sytuacji na amerykańskim rynku pieniężnym. Początkowe sukcesy, polegające na chwilowych obniżkach spreadu pomiędzy 3-miesięcznym Liborem a OIS, w dalszej części 2008 r. przerodziły się w narastające

<sup>310</sup> Ibidem, s. 5.

<sup>311</sup> L. B. Thomas, op. cit. 168.

turbulencje, które doprowadziły do ponownego pogorszenia sytuacji na rynku międzybankowym. We wrześniu 2008 r. wskaźnik LIBOR-OIS spread osiągnął rekordowy poziom 364 punktów bazowych (wykres 4.7.)<sup>312</sup>.

**Wykres 4.7. Rozpiętość pomiędzy oprocentowaniem trzymiesięcznych pożyczek na rynku międzybankowym a oczekiwaną stopą *fed funds* (*Libor-OIS spread*)**



Źródło: opracowanie własne na podstawie: <http://english.mnb.hu/Statiztika/data-and-information/> za: Reuters.

Wobec narastającego kryzysu płynności oraz braku sukcesów w wychodzeniu z opisanego przez I. Fishera zakłętego kręgu szybkich sprzedaży, przymusowego pozbywania się aktywów i spadku cen, System Rezerwy Federalnej zaoferował wsparcie instytucjom depozytowym, a następnie skierował pomoc do dilerów rynku pieniężnego oraz innych uczestników systemu finansowego, którzy do tej pory nie mieli dostępu do finansowania w banku centralnym. Sięgając, po raz pierwszy od czasów Wielkiego Kryzysu, do nadzwyczajnych uprawnień zawartych w rozdziale 13 ust. 3 Aktu Rezerwy Federalnej<sup>313</sup>, amerykański bank centralny wdrożył nowatorskie programy pomocowe, określane mianem *Federal Reserve Liquidity Facility*<sup>314</sup>, które miały na celu poprawę funkcjonowania różnorodnych segmentów rynku finansowego, poprzez odbudowę zaufania uczestników rynku oraz podniesienie poziomu płynności tych rynków.

<sup>312</sup> P. Krugman, *Zalamanie gospodarcze dobiega końca*, <http://gielda.onet.pl/zalamanie-gospodarcze-dobiega-konca--paul-krugman-,18869,3005275,1,komentarze-detaj>

<sup>313</sup> *Section 13(3) of the Federal Reserve Act* - W oryginalne fragment rozdziału 13 brzmi następująco: "In unusual and exigent circumstances, the Board of Governors of the Federal Reserve System may authorize any Federal reserve bank to discount for any individual, partnership, or corporation, notes, drafts, and bills of exchange [that are] secured to the satisfaction of the Federal reserve bank: provided that such individual, partnership, or corporation is unable to secure adequate credit accommodations from other banking institutions. All such discounts for individuals, partnerships, or corporations shall be subject to such limitations, restrictions, and regulations as the Board of Governors of the Federal Reserve System may prescribe."

<sup>314</sup> <http://www.federalreserve.gov/aboutthefed/section13.htm>

Wdrożone przez Fed programy pomogły czasowo nie płynnym firmom o zdrowych fundamentach finansowych uzyskać finansowanie bieżącej działalności operacyjnej. Programy te były „szyte na miarę”, co oznaczało, że zarówno czas ich trwania, jak i wielkość, były dostosowywane ściśle do potrzeb rynku, a o ich efektywności świadczy dość krótkie zastosowanie, wynikające z uzyskania stosunkowo szybkiej poprawy sytuacji panującej na rynku<sup>315</sup>. Nowatorskie programy skierowane zostały do różnych grup beneficjentów: banków, dilerów rynku pieniężnego, innych uczestników rynku finansowego, np. funduszy pieniężnych, a także instytucji finansowych o zdrowych fundamentach ekonomicznych, przeżywających czasowe problemy z utrzymaniem odpowiedniego poziomu płynności.

W dalszej części podrozdziału dokonana zostanie charakterystyka najważniejszych programów płynnościowych, ze szczególnym uwzględnieniem przyczyn wdrożenia, grupy docelowej oraz segmentu rynku, będącego przedmiotem oddziaływania, jak również przebiegu wykorzystania programu oraz oczekiwanych efektów.

#### **4.3.1. Nadzwyczajne programy płynnościowe wspierające dilerów rynku pieniężnego**

Początek 2008 r. przyniósł kolejny problem na rynku międzybankowym w postaci niedoboru papierów skarbowych (*U.S. Treasury securities*). Sytuacja ta doprowadziła do gwałtownego spadku oprocentowania operacji *repo* zabezpieczonych tymi papierami. Jak już wcześniej wspomniano oprocentowanie to spadło w marcu 2008 r. do poziomu 0,2%, oznaczającego, że inwestorzy chcieli utrzymywać papiery skarbowe niemalże bez żadnej rekompensaty<sup>316</sup>. Odpowiedzią Systemu Rezerwy Federalnej było stworzenie programu ***Term Security Lending Facility (TSLF)***, którego wdrożenie nastąpiło w dniu 11 marca 2008 r.

Zasadniczo program TSLF polegał na udzielaniu dilerom rynku pieniężnego (*Primary dealers*), tj. wybranym bankom inwestycyjnym oraz brokerom, którzy z zasady nie mieli dostępu do finansowania w ramach okna dyskontowego lub TAF, krótkookresowych pożyczek papierów skarbowych, znajdujących się w dyspozycji banku centralnego na rachunku operacji otwartego rynku (*SOMA – System Open Market Account*), pod zastaw bardziej ryzykownych zabezpieczeń, do których należały papiery dłużne agencji rządowych, papiery komunalne, MBS-y oraz ABS-y. Konstrukcja programu opierała się na udzielaniu pożyczek papierów wartościowych w ramach aukcji ogłaszanych z jednodniowym wyprzedzeniem przez Bank Rezerwy Federalnej Nowego Jorku (FRB-NY). Ogłoszeniu

---

<sup>315</sup> N. Willardson, L. Pederson, op. cit., s. 15.

<sup>316</sup> S. G. Cecchetti, op. cit., s. 68.

aukcji towarzyszyła informacja o wartości koszyka papierów skarbowych, które FRB-NY zamierzał pożyczyć, wraz z podaniem kombinacji akceptowanych zabezpieczeń.

Program TSLF był pewną odmianą programu TAF, przy czym grupą docelową byli dilerzy rynku pieniężnego, którzy w zamian za czasowo mniej płynne papiery wartościowe, otrzymać mogli papiery skarbowe, które były nie tylko szerzej akceptowane, ale również umożliwiały łatwiejsze pozyskiwanie finansowania. Program TSLF poprawiał zatem zdolność dilerów rynku pieniężnego do pozyskania gotówki na prywatnych rynkach finansowych. Dodatkowo w ramach uzupełnienia określanego mianem TOP (*TSLF Options Program*), uczestnikom programu zaoferowano możliwość zaciągania pożyczek w okresach strategicznych, np. na koniec kwartału lub roku<sup>317</sup>.

Program TSLF był modyfikacją istniejącego od 1969 r. instrumentu umożliwiającego dilerom rynku pieniężnego, w ramach operacji otwartego rynku, pożyczanie papierów skarbowych w banku centralnym. Różnica pomiędzy tradycyjnym programem a jego zmodyfikowaną wersją polegała jednak na wydłużeniu terminu pożyczki z jednego dnia do 28 dni oraz na istotnym poszerzeniu zakresu akceptowanych zabezpieczeń. Tradycyjny program umożliwiał wyłącznie wymianę jednego rodzaju papierów skarbowych na inny o odmiennych atrybutach lub okresie zapadalności, podczas gdy jego nowatorska wersja pozwalała dilerom na dokonanie swapu przy użyciu szerokiego wachlarza zabezpieczeń. Znaczącą różnicą pomiędzy tradycyjnym i nowatorskim rozwiązaniem było udzielanie pożyczek po jednej cenie, która była najniższą zaakceptowaną ofertą (tradycyjny program pożyczek papierów wartościowych wykorzystywał format „multi-ceny”).

Chociaż program TSLF był zbliżony do tradycyjnego jednodniowego programu pożyczek papierów wartościowych oferowanego przez System Rezerwy Federalnej, cele tradycyjnego programu oraz nowo-wdrożonego TSLF były odmienne. Zadaniem tradycyjnego programu było zapewnienie płynnego funkcjonowania rynku papierów skarbowych, podczas gdy TSLF służył zwiększeniu płynności rynków papierów wartościowych akceptowanych jako zabezpieczenia, poprawiając ogólne funkcjonowanie rynków finansowych.

Program TSLF stał się bardzo popularny w początkowym okresie funkcjonowania, dostarczając na rynek w pierwszych tygodniach, w ramach dziennych operacji, ponad 30 mld USD finansowania. Pierwszym kulminacyjnym okresem zainteresowania programem był

---

<sup>317</sup> *The Federal Reserve's Section 13 (3) Lending Facilities to Support Overall Market Liquidity: Function, Status, and Risk Management*, Board of Governors of the Federal Reserve System, Office of Inspector General, November 2010, s. 32.

marzec 2008 r., kiedy Rezerwa Federalna ogłosiła program pomocowy dla banku Bear Stearns. Wykorzystanie programu TSLF z czasem uległo jednak stopniowemu osłabieniu, osiągając pod koniec maja 2008 r. wielkość około 10 mld USD. W połowie 2008 r. zainteresowanie programem spadło całkowicie, jednak pozostał on aktywny. Gwałtowny wzrost wykorzystania pożyczek w ramach TSLF nastąpił bezpośrednio po upadku banku Lehman Brothers, ze szczytowym wykorzystaniem w dniu 1 października 2008 r. (235,5 mld USD). W związku z pojawieniem się możliwości pozyskania tańszego finansowania na rynku, zainteresowanie programem TSLF ponownie zmalało, zatem program był stopniowo wycofywany i ostatecznie zakończył się w dniu 1 lutego 2010 r.<sup>318</sup>.

Warto zauważyć, iż TSLF był jedynym programem płynnościowym polegającym na wymianie jednego rodzaju papierów wartościowych na inny, podczas gdy pozostałe udogodnienia pożyczkowe (*lending facilities*) oferowały finansowanie pod zastaw papierów wartościowych<sup>319</sup>. Z tego względu pożyczki udzielane w ramach TSLF nie znalazły odzwierciedlenia w bilansie Fed. Podsumowanie najważniejszych cech programu znajduje się w tabeli 4.5.

Alternatywnym źródłem płynności dla dilerów rynku pieniężnego był program ***Primary Dealer Credit Facility (PDCF)***, zainicjowany w dniu 16 marca 2008 r., którego celem było dostarczenie finansowania w zamian za szeroki zakres zabezpieczeń (m.in. ABS-y, MBS-y, obligacje komunalne oraz obligacje korporacyjne).

*Primary dealers*, w przeciwieństwie do instytucji depozytowych uzyskujących finansowanie dzięki wkładom depozytariuszy, bazują w głównej mierze na finansowaniu krótkoterminowym na rynku pieniężnym oraz rynku *repo*, gdzie są najaktywniejszymi pożyczkobiorcami. Zakłócenia na rynku finansowym spowodowały znaczne utrudnienia w dostępie do finansowania krótkoterminowego, zatem System Rezerwy Federalnej uznał za konieczne wsparcie *Primary Dealers* w celu uniknięcia problemu braku płynności, który dotknął bank Bear Stearns, jak również w celu zapobieżenia rozprzestrzenianiu się ryzyka na inne instytucje.

Struktura i funkcje programu PDCF były zbliżone do tradycyjnego okna dyskontowego oferującego finansowanie dla instytucji depozytowych. W praktyce program polegał na udzielaniu 19 podmiotom upoważnionym do transakcji z bankiem Rezerwy Federalnej Nowego Jorku, zabezpieczonych pożyczek jednodniowych (*overnight*).

---

<sup>318</sup> <http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/tslf.htm>

<sup>319</sup> *The Federal Reserve's Section 13 (3) Lending Facilities to Support Overall Market Liquidity: Function, Status, and Risk Management*, op. cit., s. 33.

W początkowym okresie realizacji programu jako zabezpieczenia akceptowane były wyłącznie papiery wartościowe o niskim ryzyku inwestycyjnym (*investment-grade securities*). Począwszy od 14 października 2008 r. ich zakres rozszerzono o zabezpieczenia uprawnione w trójstronnych transakcjach *repo*, czyli prowadzonych z udziałem banku rozliczeniowego, dopuszczając także papiery o wyższym ryzyku inwestycyjnym. Odpowiedzialność pożyczkobiorców wykraczała poza wielkość przekazanych zabezpieczeń. Oprocentowanie pożyczek udzielanych w ramach PDCF odpowiadało stopie podstawowej (*prime credit rate*) stosowanej w odniesieniu do finansowania za pośrednictwem okna dyskontowego.

Proces udzielania pożyczek za pomocą programu PDCF rozpoczynał się od zakomunikowania właściwym bankom rozliczeniowym potrzeb finansowych zgłaszanych przez dilerów rynku pieniężnego. W drugim kroku banki rozliczeniowe dokonywały weryfikacji przedkładanych zabezpieczeń pod kątem ich rodzaju, zapadalności oraz *haircuts*, upewniając się czy ich wielkość jest wystarczająca w relacji do zgłaszanych potrzeb pożyczkowych. W przypadku niestwierdzenia nieprawidłowości, banki rozliczeniowe zawiadamiły FRB-NY o zgłoszonym zapotrzebowaniu na finansowanie, a następnie dokonywały zapisu przyjętych zabezpieczeń na rachunku FRB-NY. Po spełnieniu tej procedury bank centralny uznawał rachunek pożyczkobiorcy w banku rozliczeniowym. W dniu następnym dokonywano transakcji odwrotnej<sup>320</sup>.

Rozszerzenie roli banku centralnego jako kredytodawcy ostatniej instancji również w odniesieniu do banków inwestycyjnych miało na celu dostarczenie im płynności krótkoterminowej, co po dramatycznych doświadczeniach banku Bearn Stearns okazało się bardzo istotne. Finansowanie za pośrednictwem PDCF służyło również obniżeniu spreadu pomiędzy oprocentowaniem ABS-ów, wykorzystywanych jako zabezpieczenie udzielanych pożyczek, a oprocentowaniem papierów skarbowych, ułatwiając inwestorom obrót tymi papierami na rynku finansowym. Możliwość uzyskania finansowania pod zastaw ABS-ów miała stanowić zachętę do ich przyjmowania jako zabezpieczenie pożyczek w sektorze prywatnym. Podstawowym celem programu było poprawienie zdolności dilerów rynku pieniężnego do dostarczenia finansowania uczestnikom rynku papierów sekurytyzowanych, a także wspieranie lepszego funkcjonowania rynku finansowego jako całości<sup>321</sup>.

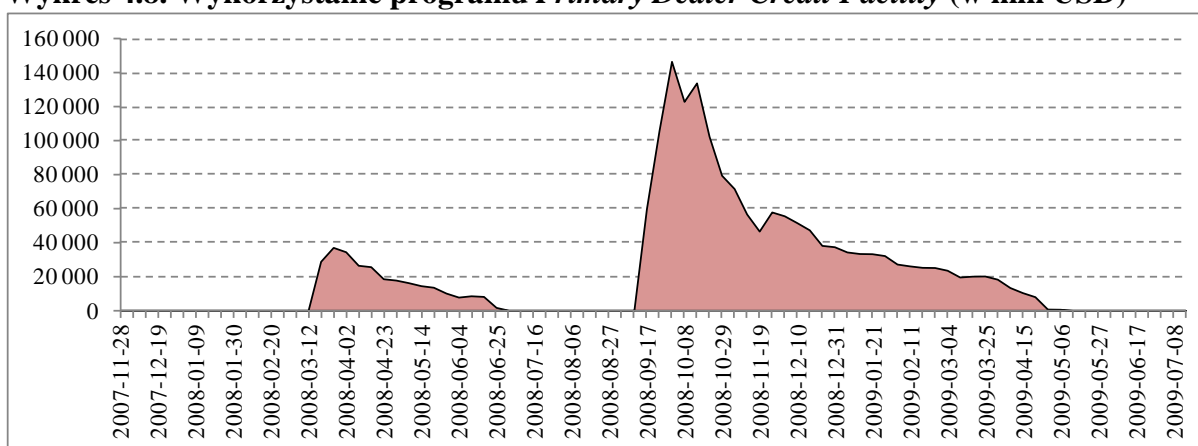
---

<sup>320</sup> *The Federal Reserve's Section 13 (3) Lending Facilities to Support Overall Market Liquidity: Function, Status, and Risk Management*, op. cit., s. 49.

<sup>321</sup> <http://www.ny.frb.org/newsevents/news/markets/2008/rp080316.html>

Wykorzystanie programu PDCF było bardzo zróżnicowane (wykres 4.8.). Wkrótce po wdrożeniu programu saldo operacji wyniosło 37 mld USD, a następnie zainteresowanie tą formą finansowania zaczęło spadać, osiągając w dniu 2 lipca 2008 r. wartość zerową, która utrzymywała się do początków września 2008 r. Ponowne zainteresowanie programem nastąpiło po 10 września 2008 r. i spowodowane było napięciami na rynku wywołanymi problemami finansowymi banku inwestycyjnego Lehman Brothers. W rezultacie należności z tytułu pożyczek udzielonych w ramach programu PDCF zaczęły szybko rosnąć, osiągając w dniu 1 października 2008 r. poziom maksymalny w wysokości 146,6 mld USD. W związku z uzyskaniem poprawy warunków panujących na rynku, wykorzystanie tej formy zasilania w płynność stopniowo malało. Należności z tytułu pożyczek udzielonych w ramach PDCF w maju 2009 r. osiągnęły wartość zerową, a całkowite zakończenie finansowania tym kanałem nastąpiło w dniu 1 lutego 2010 r.<sup>322</sup>.

**Wykres 4.8. Wykorzystanie programu *Primary Dealer Credit Facility* (w mln USD)**



Źródło: opracowanie własne na podstawie <http://www.federalreserve.gov/releases/h41>

#### **4.3.2. Nadzwyczajne programy płynnościowe wspierające innych uczestników rynku**

W obliczu pogarszającej się sytuacji na rynkach finansowych Fed zmuszony został do stworzenia nowych narzędzi, skutecznych w zwalczaniu kryzysu finansowego nie tylko w odniesieniu do tradycyjnego systemu bankowego, ale również systemu parabankowego (*shadow banking*). Czynnikiem przyczyniającymi się do wybuchu paniki w systemie bankowości alternatywnej była z jednej strony narastająca świadomość inwestorów co do możliwości poniesienia znaczących strat na skutek posiadania w portfelu toksycznych papierów wartościowych, z drugiej natomiast niepewność w kwestii, które papiery wartościowe doznają strat oraz w czym posiadaniu aktualnie się znajdują. Niepewność ta stała się katalizatorem wybuchu kryzysu w tradycyjnym systemie bankowym, zatem

<sup>322</sup> <http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/pdcf.htm>

znalezienie skutecznego sposobu redukcji tej niepewności w sektorze bankowości alternatywnej wydawało się kluczowym krokiem w kierunku zażegnania kryzysu.

Zasadniczym wyzwaniem dla Systemu Rezerwy Federalnej stało się zatem stworzenie skutecznej ochrony płynności podmiotów finansowych wchodzących w skład *shadow banking*, który stał się źródłem ryzyka systemowego<sup>323</sup>. Wśród istotnych komponentów amerykańskiego systemu parabankowego wymienić należy m. in. spółki specjalnego przeznaczenia dokonujące sekurytyzacji aktywów (*securitisation vehicles*), podmioty odpowiedzialne za emisję papierów komercyjnych zabezpieczonych aktywami (ABCP), fundusze wzajemne rynku pieniężnego (*Money Market Mutual Funds*, MMMF<sup>324</sup>), banki inwestycyjne oraz towarzystwa hipoteczne (*mortgage companies*). *Shadow banking*, podobnie jak tradycyjny system bankowy, dokonuje transformacji okresów zapadalności, wykorzystując krótkoterminowe bardziej płynne pasywa do sfinansowania mniej płynnych długoterminowych aktywów, a także kanalizuje oszczędności w określone inwestycje, zazwyczaj w instrumenty dłużne. Najważniejszą cechą odróżniającą *shadow banking* od tradycyjnego systemu bankowego jest brak przynależności do systemu gwarancji depozytów, jak również brak dostępu do finansowania w banku centralnym<sup>325</sup>.

Wśród aktywów stanowiących przedmiot obrotu na krótkoterminowych rynkach pieniężnych w Stanach Zjednoczonych, na szczególną uwagę zasługują papiery komercyjne<sup>326</sup>, zarówno niezabezpieczone (*commercial papers* - CP), jak i zabezpieczone

---

<sup>323</sup> J. Tracy, *What the Fed did and why*, Remarks at the Westchester County Bankers Association, Tarrytown, New York, June 25, 2010, BIS Review 92/2010, s. 3.

<sup>324</sup> *Money Market Mutual Funds* to duże fundusze inwestycyjne, których celem jest ograniczanie różnego rodzaju ryzyk, na które narażone są inwestorzy (m.in. ryzyka kredytowego, rynku oraz płynności), poprzez inwestowanie wyłącznie w wysokojakościowe, krótkoterminowe instrumenty dłużne, takie jak papiery rządowe oraz wysokojakościowe papiery komercyjne. W normalnych okolicznościach MMMF uznawane są za niezwykle bezpieczne i płynne, dlatego też instytucje finansowe lokują w nich środki, które czasowo nie są wykorzystane do udzielenia pożyczek. Na rynku amerykańskim MMMF stanowią znaczące ogniwo rynku finansowego. Szacuje się, że wartość aktywów utrzymywanych przez amerykańskie wzajemne fundusze rynku pieniężnego (MMMF) wzrosła ze 180 mld USD w 1983 r. do 3,9 bln USD w 2009 r., co odpowiada 20% gotówki utrzymywanej przez gospodarstwa domowe oraz ponad 30% krótkoterminowych aktywów sektora niefinansowego. Fundusze te są głównymi inwestorami na rynku repo oraz głównymi nabywcami papierów komercyjnych.

<sup>325</sup> B. S. Bernanke, *Some Reflections on the Crisis and the Policy Response*, At the Russell Sage Foundation and The Century Foundation Conference on „Rethinking Finance”, New York, April 13, 2012, s. 2.

<sup>326</sup> Papiery komercyjne są papierami dłużnymi o wysokich nominałach i terminie zapadalności nieprzekraczającym 1 roku, emitowanymi przez spółki giełdowe, przedsiębiorstwa nienotowane na giełdzie, banki oraz filie koncernów zagranicznych. Za bezpieczeństwem obrotu papierami komercyjnymi przemawia fakt, iż większość ich emitentów stanowią duże przedsiębiorstwa o silnym ratingu kredytowym. Celem emisji papierów komercyjnych jest finansowanie bieżącej działalności przedsiębiorstw, ponieważ - dzięki krótkiemu okresowi zapadalności (średnio mniej niż 30 dni) - niosą ze sobą stosunkowo niskie ryzyko kredytowe. Emitenci wykorzystują papiery komercyjne do wspomagania projektów inwestycyjnych poprzez rolowanie emisji. Środki uzyskane z emisji papierów komercyjnych stanowiąc mogą finansowanie pomostowe. Nabywcami papierów komercyjnych są przede wszystkim przedsiębiorstwa, banki oraz towarzystwa ubezpieczeniowe. Podstawowym ryzykiem związanym z emisją niezabezpieczonych papierów komercyjnych jest ryzyko wystąpienia



aktywami (*asset-backed commercial papers* – ABCP). W latach 2005 - 2007 r. rynek papierów komercyjnych, w szczególności zabezpieczonych aktywami (ABCP), przeżywał znaczący rozkwit (wzrost o 69%)<sup>327</sup>. Według stanu na początek sierpnia 2007 r. amerykański rynek ABCP wart był około 1,2 bln USD, a wielkość emisji papierów komercyjnych ogółem wynosiła 2,2 bln USD. Około 40% papierów komercyjnych utrzymywana była przez fundusze wzajemne rynku pieniężnego (*Money Market Mutual Funds* – MMMF), wymienione jako jeden z głównych przedstawicieli bankowości alternatywnej.

Bankructwo Lehman Brothers Holdings Inc., spowodowało znaczące napięcia na rynku papierów komercyjnych. Konieczność umorzenia należności przysługujących od upadłego banku spowodowała dramatyczne pogorszenie sytuacji najstarszego funduszu rynku pieniężnego – *Reserve Primary Fund*<sup>328</sup>, którego aktywa netto na jednostkę uczestnictwa w funduszu spadły poniżej wartości 1 USD (co w żargonie finansowym określa się pojęciem to *breake the buck*). Wydarzenie to spowodowało powszechne zwątpienie w wiarygodność kredytową instytucji finansowych, w tym również funduszy rynku pieniężnego. Rezultatem paniki narastającej wśród inwestorów było wycofywanie środków z funduszy rynku określanego jako *prime money market* i lokowanie ich w bezpiecznych funduszach utrzymujących wyłącznie papiery rządowe. Dążenie do realokacji środków wywołało niespotykaną dotąd presję na pozyskanie płynnych rezerw, zmuszając fundusze do wyprzedazy aktywów, względnie wprowadzenia limitów na dokonywane wypłaty (*redemption*). W ciągu tygodnia po upadku banku Lehman Brothers fundusze rynku pieniężnego (*prime money market funds*), wypłaciły inwestorom środki w wysokości ponad 117 mld USD. Panika na rynku i brak dostępu do płynnych środków sprawiły, że fundusze rynku pieniężnego nie były w stanie nabywać papierów komercyjnych oraz innych aktywów obarczonych ryzykiem. W celu przygotowania się do ewentualnych dalszych żądań wypłat

---

negatywnego zdarzenia, które zagrozi rentowności działalności gospodarczej prowadzonej przez ich emitenta. W przypadku ABCP, podstawowe ryzyko wiąże się z niebezpieczeństwem znaczącego spadku wartości aktywów zabezpieczających dany papier komercyjny. (opracowano na podstawie: E. Gruszczyńska-Broźbar, K. Gabryelczyk, U. Ziarko-Siwiek, *Instrumenty rynku kapitałów pieniężnych*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Poznaniu, Poznań 2008, s. 47).

<sup>327</sup> *The Federal Reserve's Section 13 (3) Lending Facilities to Support Overall Market Liquidity: Function, Status, and Risk Management*, op. cit., s. 71.

<sup>328</sup> *The Reserve Primery Fund* był dużym amerykańskim funduszem rynku pieniężnego, z sumą bilansową przekraczającą 60 mld USD. W aktywach Funduszu znajdowały się papiery komercyjne wyemitowane przez Lehman Brothers o wartości ponad 700 mln USD. Upadłość banku spowodowała, że wyemitowane przez niego papiery komercyjne stały się bezwartościowe, a ww. fundusz stracił zdolność spłaty udziałów na żądanie udziałowców po cenie odpowiadającej wartości nominalnej równej 1 USD. W ciągu jednego dnia po upadku Lehman Brothers udziałowcy próbowali wycofać blisko 25 mld USD z ww. funduszu, które to roszczenia zostały zaspokojone w mniej niż połowie. (opracowano na podstawie: L. B. Thomas, op. cit., s. 168).

fundusze nabywały wyłącznie papiery krótkoterminowe, skracając termin wykupu utrzymywanego portfela aktywów<sup>329</sup>.

Konsekwencją braku skłonności do nabywania papierów ze strony funduszy rynku pieniężnego było drastyczne pogorszenie sytuacji emitentów papierów komercyjnych, którzy zaczęli ograniczać się do emisji wyłącznie papierów jednodniowych. Jednocześnie rosło ryzyko po stronie banków komercyjnych, które otworzyły linie kredytowe emitentom papierów komercyjnych. Trudności te zbiegły się z turbulencjami na rynku międzybankowym, skutkującymi niemożnością pozyskania płynnych środków. Napięcia na rynkach krótkoterminowych potęgowały presję wywieraną na instytucje finansowe, grożąc poważnymi zakłóceniami w finansowaniu przedsiębiorstw i gospodarstw domowych. Załamanie na rynku papierów komercyjnych prowadziło zatem do podwyższenia kosztów emisji, wymuszało wyprzedzanie aktywów w celu zgromadzenia gotówki, podnosiło ryzyko niewypłacalności oraz zwiększało presję na refinansowanie długu w bankach komercyjnych.

Na skutek nadmiernej ekspozycji na ryzyko kredytowe, ryzyko refinansowania (*rollover risk*) oraz płynności, na które narażony był rynek papierów komercyjnych, emisja papierów w ostatnim kwartale 2008 r. spadła o 24%. Rynek papierów komercyjnych znacząco się skurczył, okresy zapadalności uległy skróceniu, a oprocentowanie pożyczek zaciąganych w drodze emisji papierów komercyjnych osiągnęło rekordową wysokość w stosunku do stopy *overnight index swap - OIS* (spread na poziomie 539 pkt). W październiku 2008 r. należności z tytułu wyemitowanych papierów komercyjnych skurczyły się o 300 mld USD, osiągając poziom 1,5 bln USD. Około 70% spadku było efektem załamania odnotowanego w sektorze finansowych papierów komercyjnych, a 20% było wynikiem redukcji na rynku papierów komercyjnych zabezpieczonych aktywami (ABCP)<sup>330</sup>. Wartość rynku papierów komercyjnych zabezpieczonych aktywami spadła do 840 mld USD.

W związku z niestabilnością rynku papierów komercyjnych wiele amerykańskich przedsiębiorstw doświadczyło trudności w dostępie do taniego pieniądza, w następstwie czego utraciło zdolność do prowadzenia bieżącej działalności operacyjnej. Sytuację pogarszał fakt, że rynek papierów komercyjnych zabezpieczonych aktywami stanowił znaczące źródło płynności dla mniejszych przedsiębiorstw, niemających bezpośredniego dostępu do rynku kapitałowego.

---

<sup>329</sup> T. Adrian, K. Kimbrough, D. Marchioni, *The Federal Reserve's Commercial Paper Funding Facility*, Federal Reserve Bank of New York Staff Reports, Staff Report No. 423, January 2010, Revised June 2010, s. 10.

<sup>330</sup> *Ibidem*, s. 10-12.

System Rezerwy Federalnej miał trzy główne powody, dla których zdecydował się okazać wsparcie funduszom rynku pieniężnego<sup>331</sup>:

- przeciwdziałanie upadłościom czasowo nie płynnych, lecz wypłacalnych instytucji,
- zapobieganie wystąpieniu ryzyka systemowego wywołanego upadłością funduszy rynku pieniężnego,
- niedopuszczenie do pogorszenia kondycji finansowej banków komercyjnych, skutkującej zaostrzeniem warunków kredytowych dla gospodarstw domowych oraz przedsiębiorstw.

Decydując się na interwencję na rynku funduszy pieniężnych System Rezerwy Federalnej musiał sprostać dwóm trudnościom. Po pierwsze nie mógł interweniować za pomocą bezpośredniego skupu ABCP, a jedynie w drodze uruchomienia pożyczek zabezpieczonych. Po drugie musiał pokonać opór funduszy przed zaciąganiem pożyczek w banku centralnym, wynikający z obawy przed upublicznieniem informacji o pozyskiwaniu finansowania awaryjnego, co mogłoby skutkować dalszą ucieczką kapitałów<sup>332</sup>.

Seria niestandardowych interwencji amerykańskiego banku centralnego, służąca poprawie warunków funkcjonowania rynku pieniężnego obejmowała następujące działania<sup>333</sup>:

- 14 września 2008 r. - rozszerzenie zakresu kwalifikowanych zabezpieczeń wykorzystywanych w omówionych wcześniej programach PDCF i TSLF,
- 19 września 2008 r. - zwiększenie linii swapowych z zagranicznymi bankami centralnymi,
- 19 września 2008 r. - uruchomienie programu *Asset-Backed Commercial Paper Money Market Mutual Fund Liquidity Facility* (AMLF) dla amerykańskich instytucji depozytowych,
- 19 września 2008 r. – ogłoszenie tymczasowego programu gwarancyjnego dla funduszy wzajemnych rynku pieniężnego (MMMF),
- 7 października 2008 r. - ogłoszenie programu *Commercial Paper Funding Facility* (CPFF),
- 21 października 2008 r. – ogłoszenie programu *Money Market Investor Funding Facility* (MMIFF),

---

<sup>331</sup> B. Duygan-Bump i in., *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 Paper No. QAU10-3, 29 April 2010, s. 8.

<sup>332</sup> Ibidem, s. 8.

<sup>333</sup> T. Adrian, K. Kimbrough, D. Marchioni, op. cit., s. 13.

- 25 listopada 2008 r. - ogłoszenie programu *Term Asset-Backed Securities Lending Facility* (TALF).

Program *Asset-Backed Commercial Paper Money Market Mutual Fund Liquidity Facility* (AMLF), ogłoszony przez System Rezerwy Federalnej w dniu 19 września 2008 r. , zainicjowany trzy dni później, wprowadzony został dla osiągnięcia podwójnego celu, tj. podniesienia płynności na rynkach papierów komercyjnych zabezpieczonych aktywami oraz zapewnienia płynnych środków finansowych dla funduszy wzajemnych rynku pieniężnego, niezbędnych do zaspokojenia żądań wypłaty gotówki nasilonych w związku z upadkiem banku Lehman Brothers<sup>334</sup>. Zasadniczym celem programu było ułatwienie sprzedaży aktywów przez fundusze wzajemne rynku pieniężnego, dzięki czemu możliwe było odbudowanie ich płynności. Cechą charakterystyczną zastosowanego udogodnienia była automatyczna likwidacja programu w sytuacji, gdy warunki funkcjonowania rynków finansowych ulegały poprawie.

Idea programu AMLF opierała się na rozszerzeniu prawa do zaciągania pożyczek bezwarunkowych (*nonrecourse loans*)<sup>335</sup> na amerykańskie instytucje depozytowe oraz holdingi bankowe w Stanach Zjednoczonych (spółki macierzyste lub filie broker-dilerów), a także oddziały i agencje banków zagranicznych w Stanach Zjednoczonych. Instytucje uprawnione do udziału w programie zobligowane były do wykorzystania uzyskanych środków na nabywanie wysokojakościowych papierów komercyjnych zabezpieczonych aktywami (ABCP), oferowanych przez fundusze rynku pieniężnego (MMMF) dotknięte kryzysem niedoboru płynności<sup>336</sup>.

Pożyczki udzielane przez amerykański bank centralny w ramach programu AMLF, oprocentowane były według stawki odpowiadającej stopie podstawowej obowiązującej w danym dniu. Zabezpieczeniem pożyczek były sekurytyzowane papiery komercyjne (ABCP) zakupione przez upoważnionych pożyczkobiorców i przedłożone przez nich w banku centralnym. Dla zwiększenia motywacji instytucji do uczestnictwa w programie, w odniesieniu do przedkładanych zabezpieczeń nie stosowano haircutów. Pożyczki w ramach programu AMLF dostarczane były zatem w kwocie odpowiadającej pełnej wartości przedstawianych zabezpieczeń.

---

<sup>334</sup> B. Duygan-Bump i in., op. cit., s. 7.

<sup>335</sup> Pożyczki bezwarunkowe – pożyczki, w których pożyczkodawca może odzyskać wyłącznie kwotę odpowiadającą wartości złożonego zabezpieczenia, nie posiada natomiast regresu w stosunku do majątku pożyczkobiorcy

<sup>336</sup> *The Federal Reserve's Section 13 (3) Lending Facilities to Support Overall Market Liquidity: Function, Status, and Risk Management*, op. cit., s. 57.

Finansowanie za pośrednictwem AMLF narażało System Rezerwy Federalnej na ryzyko wynikające z udzielania pożyczek bez regresu do majątku banków pozyskujących tą drogą środki finansowe oraz bez redukcji wartości przyjmowanych zabezpieczeń. W celu zminimalizowania ryzyka, na które narażony był System Rezerwy Federalnej, ustanowiono surowe kryteria w odniesieniu do papierów komercyjnych zabezpieczonych aktywami dopuszczonych do programu AMLF. Kwalifikacja ABCP odbywała się pierwotnie zgodnie z kryterium posiadania przez nie ratingu co najmniej na poziomie A-1/P-1/F1<sup>337</sup> nadanego przez minimum dwie narodowe instytucje ratingowe lub - jeśli oceniane były wyłącznie przez jedną instytucję – najwyższego ratingu (tzw. *top rating category*). 22 kwietnia 2009 r. kryteria te zostały zaostrzone, poprzez akceptację tych ABCP, które posiadały wszystkie ratingi na poziomie co najmniej A-1/P-1/F1 oraz nie były zakwalifikowane przez żadną instytucję ratingową jako tzw. „*negative watch*”<sup>338</sup>. Dodatkowym zabezpieczeniem pożyczek udzielanych w ramach AMLF były aktywa zabezpieczające papiery komercyjne. Zgodnie z raportami Zarządu Fed, program AMLF wygenerował 543 mln USD zysków odsetkowych, a wszystkie udzielone pożyczki zostały zwrócone, co było zasługą zarówno poprawiających się warunków rynkowych, jak i restrykcyjnego określenia kryteriów dostępu do programu wyłącznie dla wysokojakościowych ABCP<sup>339</sup>.

Program AMLF został bardzo szybko zaadoptowany przez rynek i kilka dni po jego wdrożeniu, tj. 1 października 2008 r. należności z tytułu pożyczek udzielonych za pośrednictwem AMLF osiągnęły maksimum i wyniosły 152,1 mld USD (wykres 4.9.). Wraz ze stabilizowaniem się rynku papierów komercyjnych oraz osłabieniem presji w kierunku wypłat z funduszy wzajemnych MMMF, wykorzystanie programu AMLF stopniowo zmniejszało się. Umiarkowany wzrost zainteresowania pożyczkami w ramach AMLF miał miejsce w maju 2009 r., w związku z oczekiwaniem na rządową publikację wyników nadzoru w bankach<sup>340</sup>, która mogła doprowadzić do zdyskredytowania emitentów

---

<sup>337</sup> Najwyższy krótkoterminowy rating przyznawany przez Nationally Recognized Statistical Rating Organization (czyli Standard & Poor's, Moody's i Fitch Ratings), wskazujący na wysoką zdolność emitenta do realizowania zaciągniętych zobowiązań finansowych.

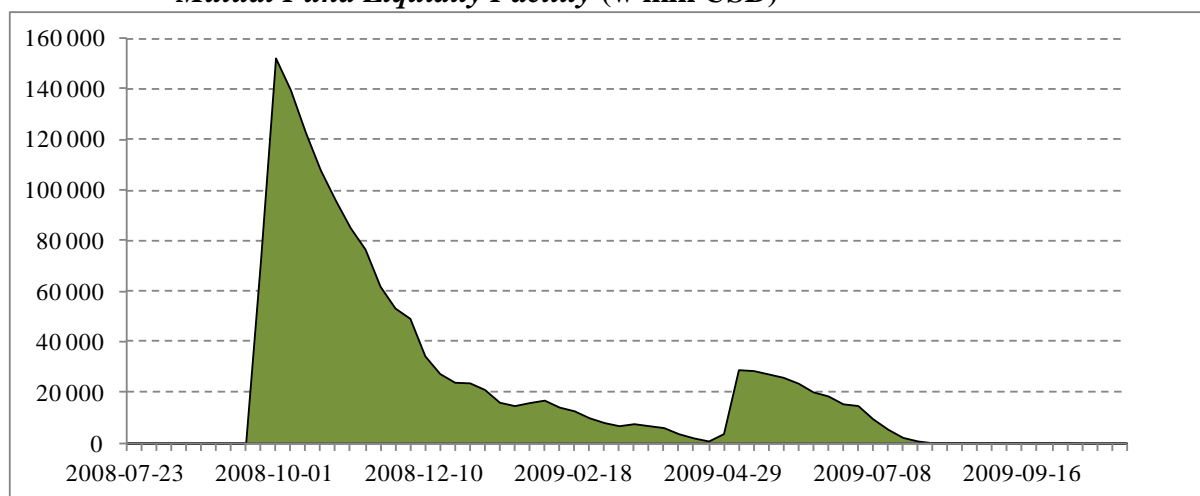
<sup>338</sup> *Negative watch* – to status jaki agencje ratingowe, takie jak: Standard and Poor's, Moody's lub Fitch nadają przedsiębiorstwu, względem którego rozważane jest obniżenie ratingu kredytowego. Z chwilą kiedy przedsiębiorstwo zostaje umieszczone na tzw. *negative watch*, istnieje 50% prawdopodobieństwo, iż jego rating zostanie w ciągu najbliższych 3 miesięcy obniżony.

<sup>339</sup> *The Federal Reserve's Section 13 (3) Lending Facilities to Support Overall Market Liquidity: Function, Status, and Risk Management*, op. cit., s. 66.

<sup>340</sup> *Supervisory Capital Assessment Program* (zwany często *bank stress test*) stanowił ocenę poziomu adekwatności kapitałowej banków amerykańskich, wyrażoną przez najważniejsze instytucje finansowe w Stanach Zjednoczonych, tj.: Zarząd Fed (Board), Departament Skarbu (*the Department of the Treasury*), Federalną Korporację Ubezpieczeń Depozytów (*the Federal Deposit Insurance Corporation*) oraz Biuro Rewidenta Walutowego (*the Office of the Controller of the Currency*);

papierów komercyjnych, a co za tym idzie obniżenia ratingu emitowanych przez nich ABCP, a więc i pozbawienia ich uprawnień do pozyskiwania finansowania w ramach AMLF. Termin ostatecznego zamknięcia programu był trzykrotnie przesuwany w związku z trudnościami w przywróceniu stabilności na rynku finansowym - pierwotnie na 30 kwietnia 2009 r., a następnie na 30 października 2009 r. i ostatecznie na 1 lutego 2010 r. Wraz z osiągnięciem poprawy sytuacji na rynku wykorzystanie programu AMLF stopniowo malało, prowadząc do jego ostatecznego zakończenia 1 lutego 2010 r.<sup>341</sup>. Podsumowanie charakterystycznych cech programu prezentuje tabela 4.5.

**Wykres 4.9. Wykorzystanie programu *Asset-Backed Commercial Paper Money Market Mutual Fund Liquidity Facility* (w mln USD)**



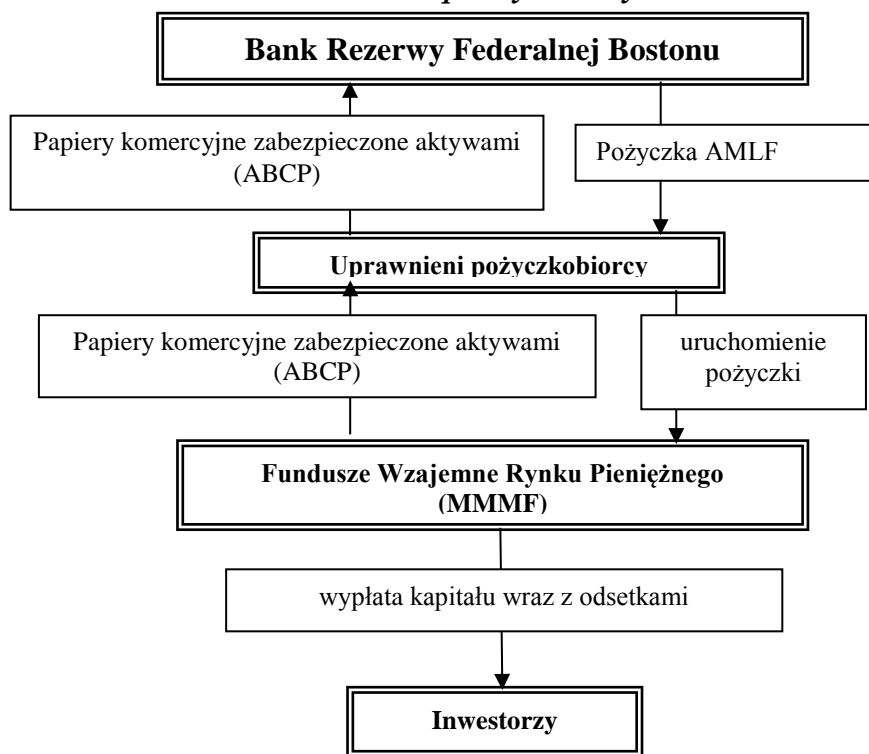
Źródło: opracowanie własne na podstawie <http://www.federalreserve.gov/releases/h41>

Mechanizm udzielania pożyczek za pośrednictwem programu AMLF został zaprezentowany na schemacie 4.1. Upoważniony pożyczkobiorca otrzymywał pożyczkę na zakup kwalifikowanych papierów komercyjnych zabezpieczonych aktywami, pod warunkiem, że transakcję zawierano z funduszem pieniężnym narażonym na zwiększone żądania wykupu. Pożyczkobiorcy zabezpieczali zaciągniętą pożyczkę poprzez przedstawianie ABCP jako zabezpieczenia w Banku Rezerwy Federalnej w Bostonie. Okres zapadalności pożyczki był zgodny z okresem zapadalności przedkładanych zabezpieczeń, przy czym nie mógł przekraczać 270 dni w przypadku zaciągania pożyczki przez instytucję niedepozytową oraz 120 dni w przypadku instytucji depozytowych. W czerwcu 2009 r. zweryfikowano zasady udzielania pożyczek w ramach programu AMLF, uprawniając do ich otrzymania wyłącznie te fundusze rynku pieniężnego, które doznały znaczącej presji na dokonywanie wypłat, tzn.

<sup>341</sup> <http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/abcpmmmf.htm>

takie, które zmuszone były realizować w ciągu jednego dnia roboczego spłaty przekraczające 5% swoich aktywów netto lub też 10% w okresie 5 dni roboczych lub krótszym<sup>342</sup>.

**Schemat 4.1. Mechanizm udzielania pożyczki *Asset-Backed Commercial Paper Money Market Mutual Fund Liquidity Facility* - AMLF**



Źródło: *The Federal Reserve's Section 13 (3) Lending Facilities ...*, op. cit., s. 61.

Program AMLF jest jednym z bardziej interesujących narzędzi niestandardowej polityki pieniężnej podejmowanej przez System Rezerwy Federalnej. Niekonwencjonalność tego instrumentu polegała na odejściu od modelu tradycyjnych pożyczek dostępnych w ramach okna dyskontowego, bezpiecznych dzięki regresowi w stosunku do majątku pożyczkobiorcy, udzielanych pod zastaw zabezpieczeń przewyższających zaciągnięte zobowiązanie, na rzecz emisji pożyczek bezwarunkowych przeznaczonych dla instytucji nabywających ABCP bezpośrednio od funduszy pieniężnych.

Wsparcie Systemu Rezerwy Federalnej w segmencie rynku papierów komercyjnych nie ograniczyło się wyłącznie do programu AMLF, polegającego na dostarczaniu bankom i holdingom bankowym pożyczek na zakup papierów komercyjnych. W celu stworzenia zachęty dla dotychczasowych inwestorów do ponownego zaangażowania się na rynku papierów komercyjnych, 7 października 2008 r. System Rezerwy Federalnej ogłosił uzupełniający program wsparcia finansowania o nazwie *Commercial Paper Funding Facility*

<sup>342</sup> *The Federal Reserve's Section 13 (3) Lending Facilities to Support Overall Market Liquidity: Function, Status, and Risk Management*, op. cit., s. 61.

(CPFF), który oferował bezpośrednie wsparcie dla emitentów papierów komercyjnych, eliminując w dużej mierze ryzyko ich niewypłacalności. Program powstał w następstwie braku zainteresowania ze strony inwestorów transakcjami z udziałem papierów komercyjnych, w szczególności o dłuższych terminach zapadalności. Warto zaznaczyć, iż, o ile celem nadrzędnym omówionego wcześniej programu AMLF było wspieranie sprzedaży aktywów przez fundusze rynku pieniężnego (MMMF), w przypadku CPFF głównym powodem wdrożenia programu było dążenie do zapewnienia płynności na rynku papierów komercyjnych.

CPFF był programem pomocowym przeznaczonym dla emitentów papierów komercyjnych, polegającym na skupowaniu bezpośrednio od uprawnionych przedsiębiorstw trzymiesięcznych papierów komercyjnych, niezabezpieczonych (CP) lub zabezpieczonych aktywami (ABCP). Operacje skupu dokonywane były przez specjalnie w tym celu powołany SPV (*Special Purpose Vehicle*), tj. spółkę z ograniczoną odpowiedzialnością funkcjonującą pod nazwą CPFF LLC, która upoważniona została również do utrzymywania skupionych aktywów do osiągnięcia przez nie terminu zapadalności. CPFF LLC działał jako pożyczkodawca ostatniej instancji na rynku papierów komercyjnych, oferując ich emitentom dostęp do finansowania na zasadzie okna dyskontowego<sup>343</sup>. Zwiększony popyt na papiery komercyjne służył obniżeniu ich oprocentowania, a także zachęcał do emisji papierów o dłuższym terminie zapadalności<sup>344</sup>. Zyski z przeprowadzonych transakcji SPV przeznaczał na zwrot pożyczki w banku centralnym (FED-NY), oprocentowanej według maksymalnej stopy funduszy federalnych (*target fed funds*), ustalonej w dniu zawarcia umowy pożyczkowej i pozostającej na stałym poziomie przez cały okres pożyczkowy.

W celu zapobiegania nadużyciom ze strony emitentów, program CPFF wprowadził ograniczenia w stosunku do maksymalnej kwoty papierów komercyjnych, którą CPFF SPV może zakupić w jednym momencie od danego emitenta. Emitenci ubiegający się o uczestnictwo w programie zobowiązani byli również do zapłaty bezzwrotnej opłaty w wysokości 10 punktów bazowych od maksymalnej kwoty emisji.

Mechanizm udzielania finansowania w ramach CPFF opierał się na dostarczaniu przez Rezerwę Federalną Nowego Jorku pożyczek finansowych dla SPV w celu finansowania dokonywanych przez niego operacji skupu kwalifikowanych papierów komercyjnych. SPV nabywał papiery komercyjne bezpośrednio od emitentów, wykorzystując w tym celu środki

---

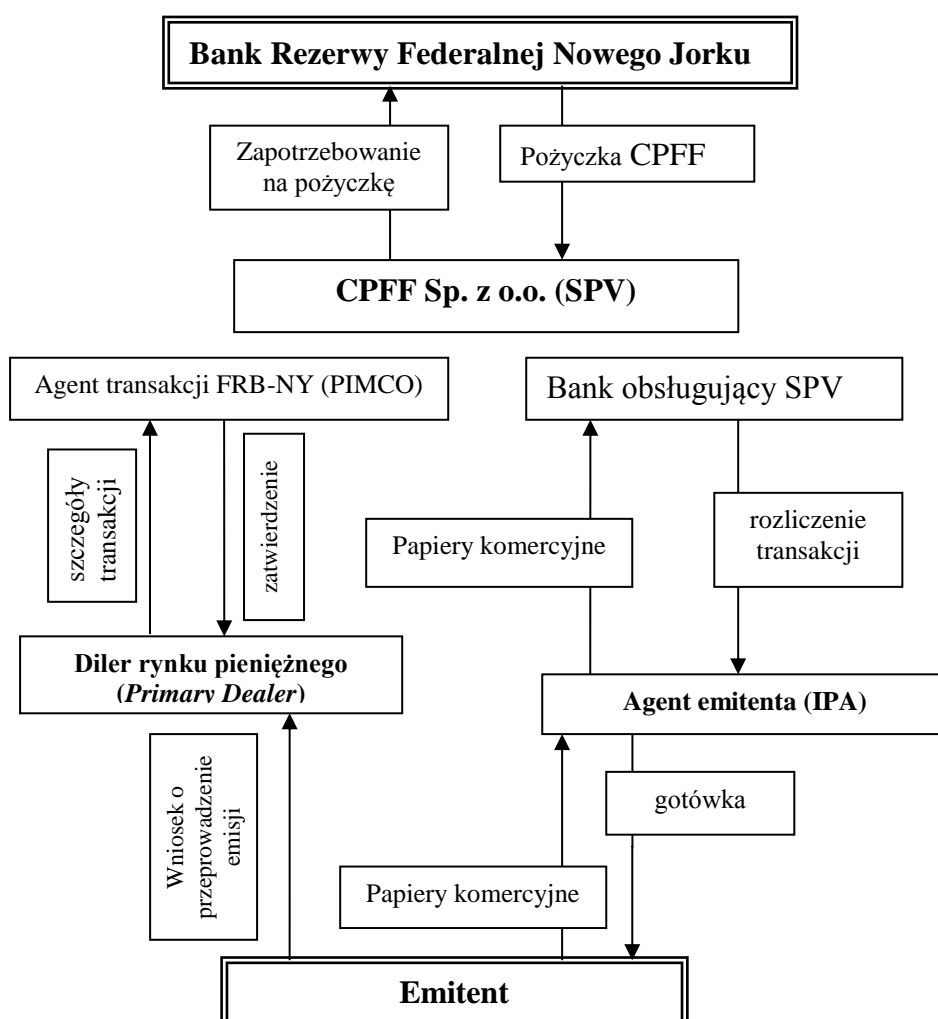
<sup>343</sup> T. Adrian, K. Kimbrough, D. Marchioni, op. cit., s. 1.

<sup>344</sup> *Report Pursuant to section 129 of the Emergency Economic Stabilization Act of 2008: Commercial Paper Funding Facility*, s. 2, <http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/files/129aigrestructure.pdf> [data dostępu 9.06.2012].



dostarczone przez Fed. Pożyczki udzielane przez bank centralny w ramach programu CPFF opierały się na zasadzie pełnego regresu w stosunku SPV i były zabezpieczone wszelkimi aktywami znajdującymi się w posiadaniu SPV oraz dodatkowo w przypadku ABCP, również aktywami zabezpieczającymi papiery komercyjne. Warto jednakże zauważyć, iż System Rezerwy Federalnej w ramach CPFF nie posiadał regresu w stosunku do majątku emitentów papierów komercyjnych.

**Schemat 4.2. Mechanizm udzielania pożyczek w ramach programu Commercial Paper Funding Facility (CPFF)**



Źródło: opracowanie własne na podstawie *The Federal Reserve's Section 13 (3) Lending Facilities to Support Overall Market Liquidity: Function, Status, and Risk Management*, op. cit., s. 73.

Istotnym elementem konstrukcji programu CPFF było wykorzystywanie sprzedawców (agentów), którzy wspierali poszczególne etapy operacji pożyczkowych. Przykładowo Pacific Investment Management Company LLC (PIMCO) został zaangażowany do pełnienia funkcji agenta transakcji w imieniu Rezerwy Federalnej Nowego Jorku, zarządzającego

inwestycjami. Usługi związane z administracją oraz przechowywaniem aktywów powierzone zostały State Street Bank & Trust Company. PIMCO, jako agent transakcji, współpracował z emitentami, dilerami rynku pieniężnego oraz bankami specjalizującymi się w przechowywaniu aktywów w celu przeprowadzenia procesu sprzedaży papierów komercyjnych. Odpowiedzialny był on także za monitorowanie ryzyka kredytowego, na które narażony był CPFF LCC, jak również ocenę przedkładanych zabezpieczeń. Szczegółową ilustrację mechanizmu udzielania pożyczek w ramach CPFF stanowi schemat 4.2.

21 stycznia 2009 r. suma środków pożyczonych za pośrednictwem programu CPFF osiągnęła maksimum i wyniosła 348,2 mld USD, co stanowiło około 22% całego rynku papierów komercyjnych. Pod koniec stycznia 2009 r., tj. po upływie terminu zapadalności pierwszej fali papierów komercyjnych zakupionych za pośrednictwem CPFF, wykorzystanie programu zmalało o około 100 mld USD. Wraz z normalizowaniem się sytuacji w sektorze finansowym, objawiającym się m.in. zmniejszeniem spreadu pomiędzy oprocentowaniem wysokojakościowych papierów komercyjnych oraz porównywalnych papierów skarbowych, udział papierów komercyjnych skupionych w ramach CPFF malał i pod koniec 2009 r. wyniósł poniżej 1% (wykres 4.10)<sup>345</sup>. Wykorzystanie programu CPFF stopniowo malało w związku z rozpoczęciem nabywania papierów komercyjnych przez prywatnych inwestorów. Warto zauważyć, iż w początkowym okresie funkcjonowania programu portfel CPFF składał się głównie z niezabezpieczonych papierów komercyjnych, a w ciągu 2009 r. zaczęły dominować papiery zabezpieczone aktywami, co świadczy o powolniejszym procesie stabilizowania się tego segmentu rynku<sup>346</sup>. W związku z utrzymywaniem się zakłóceń na rynku papierów komercyjnych data zamknięcia programu CPFF była dwukrotnie przesuwana w czasie, początkowo na 30 października 2009 r., a następnie 1 lutego 2010 r. Ostatnie papiery komercyjne skupione w ramach CPFF zapadły 26 kwietnia 2010 r.<sup>347</sup>.

Zgodnie z raportem złożonym przez Rezerwę Federalną Nowego Jorku, program CPFF wygenerował 6,1 mld USD zysków z tytułu odsetek i opłat. Jednocześnie nie odnotowano żadnych strat z tytułu udzielonych pożyczek. Podsumowanie charakterystycznych cech programu prezentuje tabela 4.5.

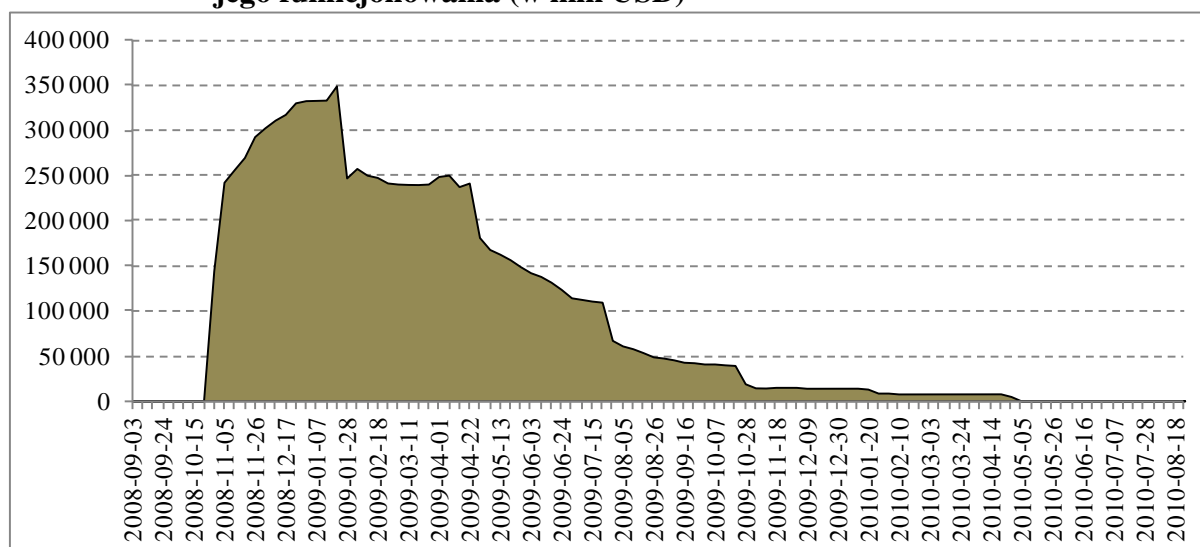
---

<sup>345</sup> *Domestic Open Market Operations During 2009*, A Report Prepared for the Federal Open market Committee by the Markets Group of the Federal Reserve Bank of New York, January 2010, s. 24, <http://www.newyourfed.org/markets/omo/omo2009.pdf>

<sup>346</sup> N. Willardson, L. Pederson, op. cit., s. 20.

<sup>347</sup> <http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/cpff.htm>

**Wykres 4.10. Wykorzystanie programu *Commercial Paper Funding Facility* w okresie jego funkcjonowania (w mln USD)**



Zródło: opracowanie własne na podstawie <http://www.federalreserve.gov/releases/h41>

Jak już wcześniej podkreślano, fundusze rynku pieniężnego w Stanach Zjednoczonych (*Prime Money Market Mutual Funds*) są istotnym źródłem płynności instytucji finansowych oraz przedsiębiorstw. W portfelu tych funduszy gromadzone są certyfikaty depozytowe, papiery komercyjne i inne instrumenty rynku pieniężnego, wyemitowane przez liczące się instytucje finansowe. Nasilone żądania wypłaty środków zgłaszane przez inwestorów w następstwie paniki wywołanej bankrutstwem Lehman Brothers, zmusiły fundusze wzajemne rynku pieniężnego (*Money Market Mutual Fund*) do wyprzedazy znaczących ilości instrumentów, co zniechęciło je do nabywania nowych aktywów, w szczególności tych o dłuższych terminach zapadalności. Te nadzwyczajne okoliczności skłoniły System Rezerwy Federalnej do uruchomienia programu ułatwiającego sprzedaż instrumentów rynku pieniężnego na rynku wtórnym, co miało służyć redukcji ryzyka płynności, na które narażone były MMMF i inni inwestorzy rynku pieniężnego.

W dniu 21 października 2008 r. amerykański bank centralny ogłosił dodatkowy program o nazwie *Money Market Investor Funding Facility* (MMIFF), służący zapewnieniu płynności funduszom rynku pieniężnego. Konstrukcja programu była zbliżona do zastosowanej w programie CPFF i polegała na dostarczeniu finansowania do podmiotów specjalnego przeznaczenia (SPV), które zobligowane były do wykorzystania pozyskanych środków na zakup wskazanych w programie instrumentów rynku pieniężnego. Do aktywów takich zaliczono denominowane w dolarach amerykańskich certyfikaty depozytowe oraz papiery komercyjne emitowane przez wiarygodne instytucje finansowe o terminie wykupu

do 90 dni<sup>348</sup>. Zakres instrumentów rynku pieniężnego upoważnionych przez System Rezerwy Federalnej do udziału w programie MMIFF był większy niż w przypadku AMLF, chociaż oba programy zainicjowane były w celu ułatwienia procesu sprzedaży aktywów przez fundusze rynku pieniężnego.

Wprowadzając udogodnienia sprzedaży na wtórnym rynku pieniężnym, MMIFF utwierdzał fundusze rynku pieniężnego oraz inne fundusze, że mogą utrzymywać odpowiedni poziom płynności, niezbędny na wypadek wzmożonych wypłat kapitału, pomimo dokonywania zakupów instrumentów długoterminowych (do 90 dni). Zwiększony dostęp do finansowania długoterminowego oferowanego przez inwestorów rynku pieniężnego, zwiększał zdolność banków i innych pośredników finansowych do sprostania potrzebom kredytowym sektora przedsiębiorstw oraz gospodarstw domowych. Upoważniając fundusze wzajemne rynku pieniężnego do uczestnictwa w programie MMIFF, System Rezerwy Federalnej dążył zatem do poprawy warunków panujących na rynku pieniężnym oraz wzmocnienia zdolności banków i innych pośredników do finansowania gospodarki.

Konstrukcja programu opierała się na dostarczeniu środków do pięciu podmiotów specjalnego przeznaczenia (SPV - *Special Purpose Vehicles*), w celu finansowania zakupów określonych instrumentów rynku pieniężnego od upoważnionej grupy inwestorów. Program MMIFF w 90% finansowany miał być za pośrednictwem pożyczek Banku Rezerwy Federalnej Nowego Jorku. Założony limit 600 mld USD oznaczał zatem, iż ryzyko leżące po stronie amerykańskiego banku centralnego wynosiło maksymalnie 540 mld USD. Pożyczki udzielane przez Bank Rezerwy Federalnej Nowego Jorku miały być w pełni zabezpieczone przez aktywa należące do podmiotów specjalnego przeznaczenia (SPV). Inwestorzy korzystający z tego ułatwienia płynnościowego zobowiązani byli do zabsorbowania pierwszych 10% poniesionych strat<sup>349</sup>.

W założeniu mechanizm wsparcia płynnościowego za pomocą programu MMIFF polegać miał na sprzedaży przez fundusze wzajemne rynku pieniężnego (MMMF) kwalifikowanych papierów komercyjnych oraz certyfikatów depozytowych. Nabywcą tych aktywów miały być prywatne podmioty specjalnego przeznaczenia (SPV), które 90% środków na zakup uprawnionych aktywów pozyskiwały z pożyczek w Banku Rezerwy Federalnej Nowego Jorku (oprocentowanych według stopy podstawowej - *primary credit*),

---

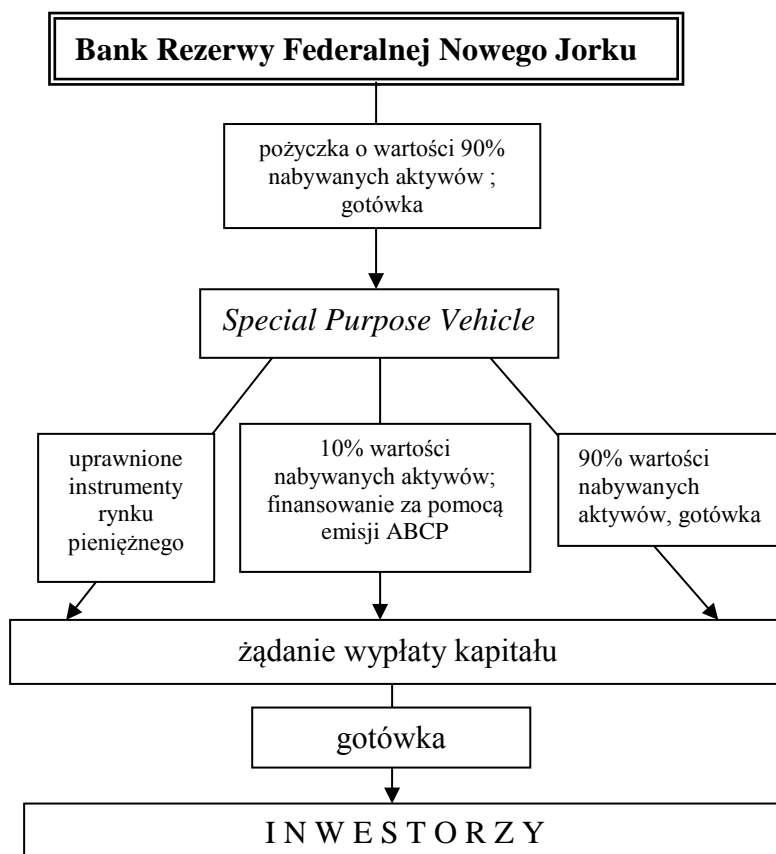
<sup>348</sup> *Domestic Open Market Operations During 2009*, op. cit., s. 24,  
<http://www.newyourfed.org/markets/omo/omo2009.pdf>

<sup>348</sup> <http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/cpff.htm>

<sup>349</sup> *The Federal Reserve's Section 13 (3) Lending Facilities to Support Overall Market Liquidity: Function, Status, and Risk Management*, op.cit., s. 81.

a pozostałe 10% z emisji papierów komercyjnych zabezpieczonych aktywami (ABCP). Podmioty specjalnego przeznaczenia (SPV) zobowiązane były do utrzymywania nabytych instrumentów do terminu ich zapadalności. Mechanizm wsparcia płynnościowego w drodze MMIFF został zaprezentowany na schemacie 4.3.

**Schemat 4.3. Mechanizm wsparcia płynnościowego oferowanego w ramach programu Money Market Investor Funding Facility (MMIFF)**



Źródło: opracowanie własne na podstawie: *The Federal Reserve's Section 13 (3) Lending Facilities to Support Overall Market Liquidity: Function, Status, and Risk Management*, op. cit., s. 85.

Program nie był w praktyce wykorzystywany i został oficjalnie zakończony w dniu 30 października 2009 r.<sup>350</sup>. Pomimo braku faktycznego zastosowania sama świadomość możliwości skorzystania z programu przyczyniła się do złagodzenia obaw wśród inwestorów rynku pieniężnego w odniesieniu do utrzymywania papierów wartościowych o dłuższych terminach zapadalności, co miało pozytywny wpływ na rynki pieniężne. Podsumowanie charakterystycznych cech programu prezentuje tabela 4.5.

<sup>350</sup> N. Willardson, L. Pederson, op. cit., s. 19.

### 4.3.3. Nadzwyczajne programy płynnościowe wspierające rynek papierów sekurytyzowanych

We wrześniu 2008 r. nastąpiło gwałtowne obniżenie liczby nowych emisji papierów wartościowych zabezpieczonych aktywami (ABS-ów), które doprowadziło do poważnego zastoju w tym segmencie rynku. Jednocześnie oprocentowanie wysokojakościowych transz ABS-ów (o ratingu AAA) osiągnęło bardzo wysoki poziom, znacznie przekraczając wartości historyczne, co świadczyło o niezwykle wysokiej premii za ryzyko. Rynek ABS-ów w przeszłości finansował znaczącą część kredytów konsumenckich i przeznaczonych dla małych przedsiębiorstw. Trwałe załamanie tego segmentu rynku mogło przyczynić się do dotkliwego ograniczenia dostępności kredytów, a w konsekwencji do dalszego osłabienia gospodarki. Zakłócenia te, wraz z napięciami występującymi w innych częściach rynku kredytowego, zwiększały ryzyko utraty stabilności przez amerykański system finansowy<sup>351</sup>.

Załamanie programów sekurytyzacji aktywów skłoniło System Rezerwy Federalnej do ogłoszenia w dniu 25 listopada 2008 r. instrumentu *Term Asset-Backed Securities Loan Facility (TALF)*, zaprojektowanego w celu wsparcia emisji papierów wartościowych sekurytyzowanych, zabezpieczonych pożyczkami studenckimi, samochodowymi, zaciąganyymi w ramach kart kredytowych oraz przeznaczonych dla małych przedsiębiorstw.

Konstrukcja programu polegała na udzielaniu przez Bank Rezerwy Federalnej Nowego Jorku upoważnionym przedsiębiorstwom pożyczek bezwarunkowych (*non-recourse loans*) pod zastaw ABS-ów. Bezpośrednim celem programu było dążenie do zwiększenia dostępności kredytu dla gospodarstw domowych oraz podmiotów gospodarczych, dzięki obniżeniu kosztów finansowania uzyskanemu w wyniku zwiększenia emisji papierów wartościowych zabezpieczonych aktywami. Drugim celem programu było osiągnięcie poprawy warunków rynkowych w zakresie obrotu ABS-ami.

Szeroki zakres akceptowanych zabezpieczeń, korzystny z punktu widzenia stabilizowania rynku, narażał System Rezerwy Federalnej na ryzyko kredytowe spowodowane dużą liczbą potencjalnych pożyczkobiorców, przy ograniczonej informacji na temat ich historii kredytowej. Ze względu na fakt, że udzielane pożyczki nie przewidywały możliwości regresu w odniesieniu do majątku pożyczkobiorcy, Bank Rezerwy Federalnej Nowego Jorku ograniczył swoje ryzyko poprzez ustanowienie ścisłych kryteriów doboru

---

<sup>351</sup> Report Pursuant to section 129 of the Emergency Economic Stabilization Act of 2008: *Term Asset-Backed Securities Loan Facility*, s. 1, <http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/files/129talf.pdf> [data dostępu 9.06.2012].

zabezpieczeń<sup>352</sup>. Niezbędnym warunkiem akceptacji ABS-ów był fakt posiadania przez nie ratingu AAA nadanego przez co najmniej dwie upoważnione narodowe instytucje ratingowe. Kryteria dotyczące warunków programu zmieniały się kilkakrotnie w trakcie jego wykorzystywania, również w odniesieniu do zakresu akceptowanych zabezpieczeń. W maju 2009 r. do programu zakwalifikowano obligacje wystawione w oparciu o kredyty hipoteczne gwarantowane przez agencje rządowe *Fannie Mae*, *Freddie Mac*, *Ginnie Mae* oraz *the Federal Home Loan Banks*.

Zarządzanie przyjętymi zabezpieczeniami powierzono utworzonemu w tym celu podmiotowi specjalnego przeznaczenia (SPV) - *Asset Disposition Facility*. Jego zadaniem był wykup przedłożonych papierów wartościowych od Rezerwy Federalnej Nowego Jorku za kwotę uwzględniającą narosłe odsetki od pożyczki, w sytuacji, gdy pożyczkobiorca zamiast zwrotu pożyczki rezygnował z przekazanego zabezpieczenia. W wyniku takiej transakcji SPV otrzymywał część odsetek uzyskanych przez Rezerwę Federalną Nowego Jorku jako zapłatę, którą mógł następnie wykorzystać na zakup aktywów służących jako zabezpieczenie.

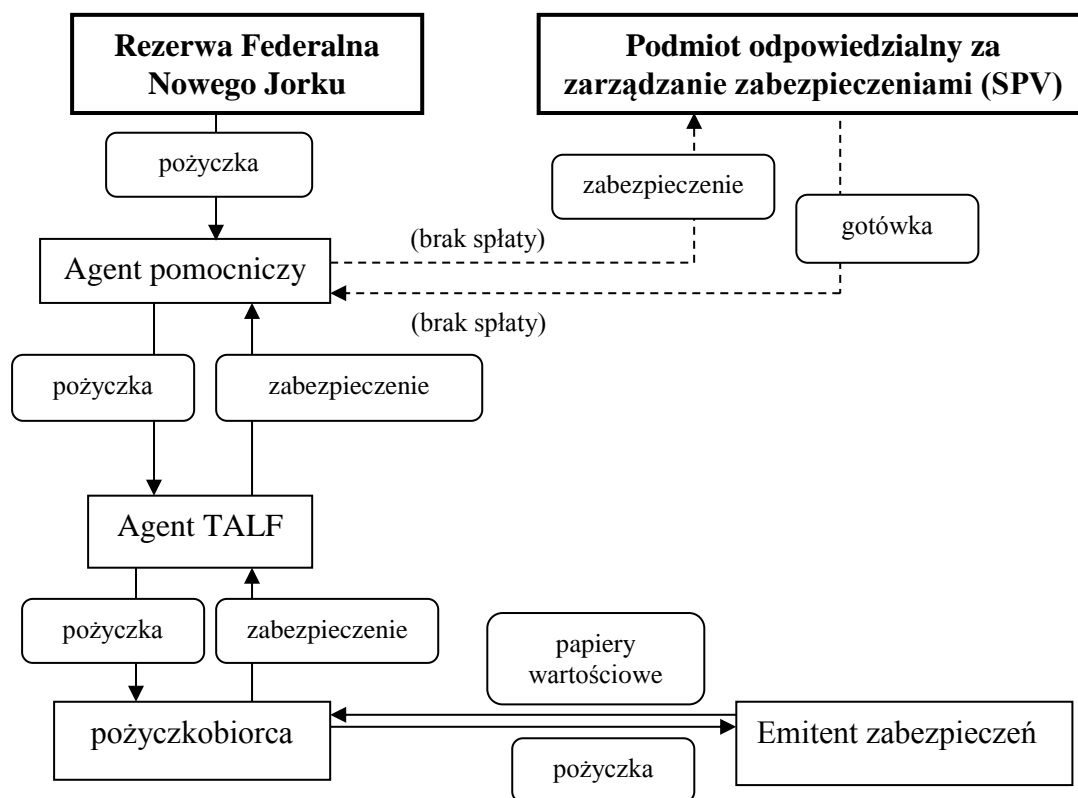
Zgodnie z założeniem Zarządu Systemu Rezerwy Federalnej wielkość wsparcia za pośrednictwem programu TALF ograniczona została do kwoty 200 mld USD, przy czym zaznaczono, iż kwota ta może ulec zwiększeniu do 1 bln USD, o ile warunki ekonomiczne będą się pogarszały. Indywidualni pożyczkobiorcy nie byli jednak ograniczeni co do kwoty lub liczby dostępnych pożyczek, choć minimalną kwotę pojedynczej pożyczki ustanowiono na poziomie 10 mln USD. Niemal wszystkie pożyczki udzielane w ramach programów TALF miały 3-letni termin zapadalności. Wyjątek stanowiły pożyczki zabezpieczone ABS-ami wyemitowanymi w oparciu o kredyty dla małych przedsiębiorstw, pożyczki studenckie oraz hipoteki komercyjne, których okres zapadalności wydłużono do pięciu lat.

Oprocentowanie pożyczek udzielanych w ramach programu TALF było korzystniejsze niż oferowane na niestabilnym rynku finansowym, jednak mniej atrakcyjne niż stawki dostępne w trakcie normalnego funkcjonowania rynku. Wysokość oprocentowania uzależniona była od rodzaju przedłożonych zabezpieczeń oraz terminu pożyczki. Pożyczkobiorcy zobowiązani byli do uiszczenia odsetek oraz opłaty administracyjnej od każdej pożyczki. Pożyczki nie stanowiły równowartości złożonych zabezpieczeń, lecz były umniejszone o *haircut*.

---

<sup>352</sup> Warto zaznaczyć, iż pożyczki udzielane w ramach programu TALF mogą zmienić swój charakter na pożyczki z regresem do majątku pożyczkobiorcy (*recourse loans*) w sytuacji oszustwa lub błędnej interpretacji ze strony pożyczkobiorcy;

**Schemat 4.4. Mechanizm udzielania pożyczek w ramach programu *Term Asset-Backed Securities Loan Facility (TALF)***



Źródło: opracowanie własne na podstawie *The Federal Reserve's Section 13 (3) Lending Facilities to Support Overall Market Liquidity: Function, Status, and Risk Management*, op. cit, s. 99.

Mechanizm dystrybucji środków w ramach programu TALF polegał na udzielaniu pożyczek upoważnionym pożyczkobiorcom pod zastaw ściśle określonych zabezpieczeń. Procedura rozpoczynała się z chwilą zgłoszenia potrzeb pożyczkowych do agenta TALF, który następnie przekazywał stosowne informacje Rezerwie Federalnej Nowego Jorku oraz agentowi pomocniczemu (*custodial agent*<sup>353</sup>). Rezerwa Federalna dokonywała przeglądu wniosków pożyczkowych pod kątem przedłożenia właściwych zabezpieczeń i wydawała decyzję o udzieleniu pożyczki lub odrzuceniu wniosku. Wypłata środków miała miejsce w dniu rozliczenia i dokonywana była na konto agenta TALF po otrzymaniu stosownego zabezpieczenia oraz uiszczeniu opłaty administracyjnej. Agent TALF przekazywał następnie środki pożyczkobiorcy. Mechanizm udzielania pożyczek TALF został zaprezentowany na schemacie 4.4.

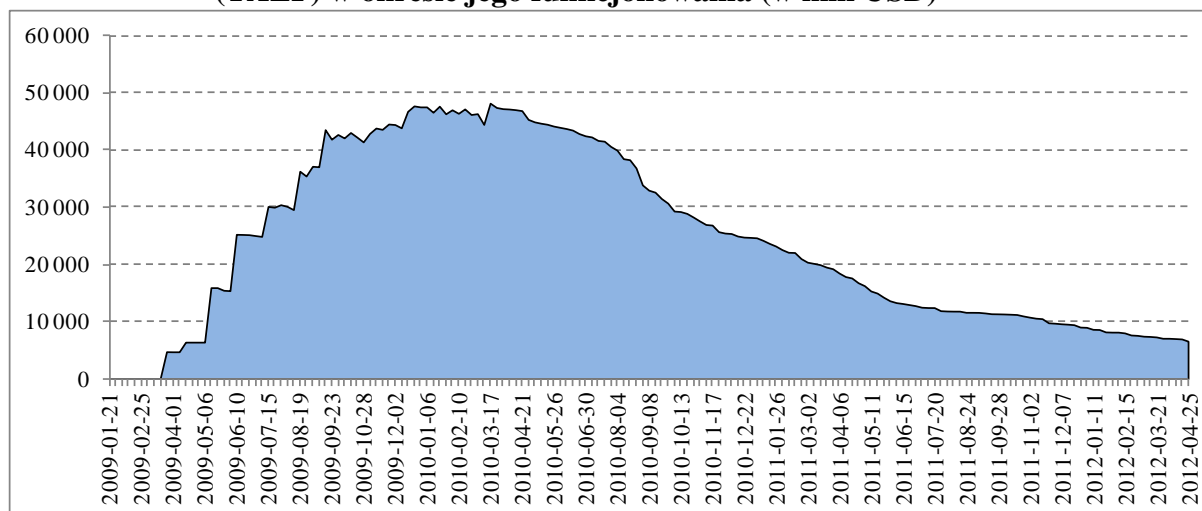
Pierwsza subskrypcja pożyczki w ramach programu TALF nastąpiła 17 marca 2009 r. Według stanu na koniec maja 2012 r. kwota należności z tytułu pożyczek udzielonych

<sup>353</sup> *Custodial Agent* to instytucja, zwykle bank komercyjny, która przechowuje i zabezpiecza cudze aktywa.



w ramach TALF wyniosła 5,4 mld USD (wykres 4.11). TALF jest jedynym programem płynnościowym, który w dalszym ciągu jest aktywny.

**Wykres 4.11. Wykorzystanie programu *Term Asset-Backed Securities Loan Facility* (TALF) w okresie jego funkcjonowania (w mln USD)**



Źródło: opracowanie własne na podstawie <http://www.federalreserve.gov/releases/h41>

Reasumując efekty programu TALF należy zauważyć, iż w trakcie jego działania rynek papierów sekurytyzowanych zaczął przejawiać oznaki stabilizacji. Od początku 2009 r. emisja papierów wartościowych zabezpieczonych aktywami systematycznie rosła, a oprocentowanie wysokojakościowych ABS-ów zabezpieczonych kredytami konsumenckimi znacząco się obniżyło. Do końca czerwca 2010 r. program TALF dostarczył finansowania, które wspomogło emisję 101 pierwotnych transakcji sekurytyzacyjnych na ogólną kwotę 109 mld USD<sup>354</sup>. Dopuszczenie do listy zabezpieczeń komercyjnych MBS-ów przyczyniło się również do obniżenia premii za ryzyko. Dla porównania MBS-y o niższej jakości, które nie zostały zaakceptowane jako zabezpieczenia pożyczek udzielanych w ramach programu TALF, nie odnotowały niemalże żadnej poprawy, co przemawia za dużą skutecznością programu.

\*

Większość nadzwyczajnych programów płynnościowych wdrożonych przez System Rezerwy Federalnej na podstawie art. 13(3) *Federal Reserve Act* została zakończona w lutym 2010 r. Odstępstwem od tej reguły jest program TALF, którego funkcjonowanie przedłużono do 30 czerwca 2010 r., mając na uwadze skalę zakłóceń, których doświadczył segment rynku papierów wartościowych zabezpieczonych aktywami. W szczytowym okresie wykorzystania nadzwyczajnych programów płynnościowych, tj. w dniu 5 listopada 2008 r., całkowita kwota

<sup>354</sup> *The Federal Reserve's Section 13 (3) Lending Facilities to Support Overall Market Liquidity: Function, Status, and Risk Management*, op. cit., s. 108.

należności z tytułu udzielonych za ich pośrednictwem pożyczek wyniosła 600 mld USD<sup>355</sup>. Raport Zarządu Systemu Rezerwy Federalnej podkreśla, iż żaden z wdrożonych programów płynnościowych nie przyniósł straty, a wręcz przeciwnie, przyczyniły się one do uzyskania niemal 9 mld USD zysków z tytułu opłat oraz odsetek<sup>356</sup>. Zastosowanie nadzwyczajnych programów płynnościowych nie spowodowało również dodatkowych kosztów po stronie banku centralnego, jako że w zdecydowanej większości przypadków wykorzystywano dotychczasową załogę i infrastrukturę (systemy, procesy, procedury i kontrolę). Jedynie kluczowe zadania związane z zawieraniem transakcji i zarządzaniem inwestycjami dokonywane były przez agentów zewnętrznych. Podsumowanie informacji na temat zysków, szczytowego wykorzystania oraz należności z tytułu omówionych programów płynnościowych według stanu na dzień 30 czerwca 2010 r. prezentuje tabela 4.4.

Operacje finansowe związane z udzielaniem pożyczek za pośrednictwem wdrożonych programów pożyczkowych były przedmiotem niezależnego audytu przeprowadzonego przez firmę Deloitte. Programy te były również przedmiotem badania przeprowadzonego przez *Government Accountability Office* - amerykańskiego odpowiednika Najwyższej Izby Kontroli oraz inspektora odpowiadającego za właściwą realizację rządowych programów ratunkowych, którego funkcję powołano w 2008 r. na mocy *Emergency Economic Stabilization Act (Special Inspector General for the Troubled Asset Relief Program*<sup>357</sup> - SIGTARP). Wymienione instytucje nie stwierdziły nieprawidłowości.

**Tabela 4.4. Należności, zyski oraz szczytowe wykorzystanie nadzwyczajnych programów pożyczkowych Systemu Rezerwy Federalnej**

| Rodzaj programu   | Kwota należności z tytułu udzielonych pożyczek według stanu na 30 czerwca 2010 r. (w mld USD) | Opłaty/zyski odsetkowe (w mld USD) | Szczytowe wykorzystanie (w mld USD) |
|-------------------|---|------------------------------------|-------------------------------------|
| TSLF (wraz z TOP) | 0   | 0,781                              | 235,5                               |
| PDCF              | 0   | 0,593                              | 146,6                               |
| AMLF              | 0   | 0,543                              | 152,1                               |
| CPFF              | 0   | 6,112                              | 348,2                               |
| MMIFF             | 0   | 0                                  | 0                                   |
| TALF              | 42,5  | 0,926                              | 48,2                                |

Źródło: *The Federal Reserve's Section 13 (3) Lending Facilities to Support Overall Market Liquidity: Function, Status, and Risk Management*, op. cit., s. 5.

<sup>355</sup> Łączne wykorzystanie programów płynnościowych osiągnęło apogeum w listopadzie 2008 r., jednak każdy z wdrożonych programów osiągał swoje maksimum w innym okresie.

<sup>356</sup> *The Federal Reserve's Section 13 (3) Lending Facilities to Support Overall Market Liquidity: Function, Status, and Risk Management*, op. cit., s. 5.

<sup>357</sup> <http://www.sig tarp.gov/>

Tabela 4.5 zawiera podsumowanie najważniejszych informacji dotyczących programów płynnościowych wdrożonych na podstawie art. 13 (3) *Federal Reserve Act*.

#### **4.3.4. Działania ratunkowe w odniesieniu do indywidualnych instytucji**

System Rezerwy Federalnej uczestniczył nie tylko w przedsięwzięciach służących zapewnieniu płynności całego sektora finansowego lub poszczególnych jego segmentów, ale podejmował również działania, mające na celu wsparcie pojedynczych instytucji. Działania ratunkowe w odniesieniu do indywidualnych podmiotów, choć nie były elementem prowadzonej polityki pieniężnej *sensu stricte* i odbywały się w porozumieniu z rządem USA, stanowiły istotny element działań antykrzysowych amerykańskiego banku centralnego i z tego powodu nie mogą zostać pominięte. Podstawowym ich celem było niedopuszczenie do upadłości znaczących instytucji finansowych, co groziłoby powstaniem efektu domina (*contagion effect*).

Pierwszym spektakularnym programem pomocowym wdrożonym przez System Rezerwy Federalnej było wsparcie udzielone bankowi J.P. Morgan & Chase na przejęcie zagrożonego upadłością banku Bear Stearns, należącego do grupy największych banków inwestycyjnych na świecie, funkcjonującego na rynku od ponad 84 lat<sup>358</sup>.

Kondycja finansowa Bear Stearns pogorszyła się znacznie w pierwszym kwartale 2008 r., co spowodowało obniżenie ratingu kolejnej transzy obligacji banku. Informacja o poważnych trudnościach finansowych banku, choć w rzeczywistości dysponował on wówczas kwotą 18 mld USD płynnych rezerw, wywołała nieuzasadnioną panikę na rynku, skutkującą masową wyprzedazą akcji banku, którego kursy spadły do rekordowo niskiego poziomu<sup>359</sup>.

Niebezpieczeństwo niewypłacalności banku, w połączeniu z jego obecnością w wielu znaczących segmentach rynku finansowego, jak również ryzyko rozlania się problemów banku na inne podmioty znajdujące się w podobnej sytuacji, wzbudziło obawy o utrzymanie stabilności systemu finansowego. Jediną metodą zapobieżenia upadłości banku wydawało się jego przejęcie przez inny bank inwestycyjny. Zainteresowanie transakcją wyraził J.P. Morgan Chase (JPMC), który swoją pomoc uzależnił od uzyskania wsparcia ze strony amerykańskiego banku centralnego.

---

<sup>358</sup> *Międzynarodowe bankructwa i afery bankowe*, red. Piotr Misiukiewicz, Szkoła Główna Handlowa, Warszawa 2009, s. 103-111.

<sup>359</sup> Cena maksymalna w ciągu 2007 r. wyniosła 170 USD; według notowań z 30.12.2007 r. cena wyniosła 88,25 USD; w styczniu 2008 r. cena ponownie wzrosła do 100 USD, by następnie spaść do niespełna 3 USD w marcu 2008 r. Ostatecznie Bear Stearns został sprzedany po cenie 10 USD za akcję.

**Tabela 4.5. Charakterystyka udogodnień płynnościowych wdrożonych przez System Rezerwy Federalnej na podstawie art. 13(3) *Federal Reserve Act (Federal Reserve Liquidity Facility)***

| nazwa programu | data ogłoszenia     | data pierwszej operacji | data zakończenia programu | bieżące wykorzystanie (wg stanu na 31.05.2012 r.) | szczytowe wykorzystanie                     | uczestnicy programu                     | akceptowane zabezpieczenia  | okres udzielania pożyczek  | admini-strator program                                    |
|----------------|---------------------|-------------------------|---------------------------|---|---|---|---|--|---|
| TSLF           | 11 marca 2008 r.    | 27 marca 2008 r.        | 1 lutego 2010 r.          | brak  | 235,5 mld USD w dniu 1 października 2008 r. | <i>Primary dealers</i>                  | Papiery wartościowe tradycyjnie akceptowane w operacjach otwartego rynku (amerykańskie papiery skarbowe, dłużne papiery agencji, MBS agencji), inne korporacyjne papiery wartościowe o niskim ryzyku ( <i>investment-grade</i> ), komunalne papiery wartościowe, MBS-y oraz ABS-y | 28-dni, chyba że w umowie określono inaczej  | Bank Rezerwy Federalne Nowego Jorku (FR-NY)               |
| PDCF           | 16 marca 2008 r.    | 17 marca 2008 r.        | 1 lutego 2010 r.          | brak  | 146,6 mld USD w dniu 1 października 2008 r. | <i>Primary dealers</i>                  | Papiery wartościowe tradycyjnie akceptowane w trójstronnych operacjach repo   | 1 dzień ( <i>overnight</i> )   | Bank Rezerwy Federalne Nowego Jorku, Atlanty oraz Chicago |
| AMLF           | 19 września 2008 r. | 22 września 2008 r.     | 1 lutego 2010 r.          | brak  | 152,1 mld USD w dniu 1 października 2008 r. | Institucje depozytowe, holdingi bankowe | Papiery komercyjne zabezpieczone aktywami (ABCP)  | Do 120 dni dla instytucji depozytowych i do 270 dni dla instytucji niedepozytowych | Bank Rezerwy Federalne Bostonu                            |

|       |                               |                               |                               |  |  |   |   |                     |       |
|-------|-------------------------------|-------------------------------|-------------------------------|--|--|---|---|---------------------|-------|
| CPFF  | 7<br>października<br>2008 r.  | 27<br>października<br>2008 r. | 1 lutego<br>2010 r.           | brak   | 348,2 mld USD<br>w dniu 21<br>stycznia 2009 r. | emitterci papierów<br>komercyjnych  | Trzymiesięczne<br>papiery komercyjne                              | 3 miesiące          | FR-NY |
| MMIFF | 21<br>października<br>2008 r. | 24 listopada<br>2008 r.       | 30<br>października<br>2009 r. | brak<br>wykorzystania<br>w całym okresie<br>funkcjonowania | 0 USD  | fundusze<br>wzajemne rynku<br>pieniężnego<br>(MMMF),<br>inni inwestorzy<br>rynku<br>pieniężnego | certyfikaty<br>depozytowe (CD)<br>oraz papiery<br>komercyjne (CP) | 90 dni lub<br>mniej | FR-NY |
| TALF  | 25 listopada<br>2008 r.       | 17 marca<br>2009 r.           | 30 czerwca<br>2010 r.         | 5,4 mld USD  | 48,2 mld USD<br>w dniu 17 marca<br>2010 r.     | uprawnione<br>przedsiębiorstwa  | ABS   | 3 do 5 lat          | FR-NY |

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: *The Federal Reserve's Section 13 (3) Lending Facilities to Support*

*Overall Market Liquidity: Function, Status, and Risk Management*, op. cit., November 2010.

Kondycja finansowa Bear Stearns pogorszyła się znacznie w pierwszym kwartale 2008 r., co spowodowało obniżenie ratingu kolejnej transzy obligacji banku. Informacja o poważnych trudnościach finansowych banku, choć w rzeczywistości dysponował on wówczas kwotą 18 mld USD płynnych rezerw, wywołała nieuzasadnioną panikę na rynku, skutkującą masową wyprzedazą akcji banku, którego kursy spadły do rekordowo niskiego poziomu<sup>360</sup>.

Niebezpieczeństwo niewypłacalności banku, w połączeniu z jego obecnością w wielu znaczących segmentach rynku finansowego, jak również ryzyko rozlania się problemów banku na inne podmioty znajdujące się w podobnej sytuacji, wzbudziło obawy o utrzymanie stabilności systemu finansowego. Jediną metodą zapobieżenia upadłości banku wydawało się jego przejęcie przez inny bank inwestycyjny. Zainteresowanie transakcją wyraził J.P. Morgan Chase (JPMC), który swoją pomoc uzależnił od uzyskania wsparcia ze strony amerykańskiego banku centralnego.

**Tabela 4.6. Charakterystyka pożyczki pomostowej dla banku Bear Stearns**

|  |               |
|--|---------------|
| <b>Data udzielenia pożyczki</b>  | 14 marca 2008 |
| <b>Data spłaty</b>   | 17 marca 2008 |
| <b>Kwota pożyczki</b>  | 12,9 mld USD  |
| <b>Oprocentowanie</b>  | 3,50%         |
| <b>Całkowite zabezpieczenie, w tym:</b>  | 13,8 mld USD  |
| Zabezpieczone obligacje hipoteczne<br>( <i>Collateralized Mortgage Obligations - CMO</i> ) | 5,4 mld USD   |
| Inne papiery wartościowe zabezpieczone aktywami (ABS)                                      | 1,6 mld USD   |
| Papiery komunalne ( <i>Municipal Securities</i> )  | 0,7 mld USD   |
| Inne papiery wartościowe i akcje   | 6,1 mld USD   |

Zródło: [http://www.federalreserve.gov/newsevents/reform\\_bearstearns.htm](http://www.federalreserve.gov/newsevents/reform_bearstearns.htm)

W dniu 14 marca 2008 r. System Rezerwy Federalnej, działając na podstawie paragrafu 13(3) Aktu Rezerwy Federalnej, upoważnił Rezerwę Federalną Nowego Jorku do przyznania kredytu bankowi Bear Stearns, udzielonego za pośrednictwem JP Morgan Chase Bank, N.A. (JPMC Bank). Celem pożyczki pomostowej było zapewnienie bankowi Bear Stearns możliwości spłaty jego wymagalnych zobowiązań finansowych, jak również zyskanie dodatkowego czasu na zbadanie innych możliwości. Omawiana pożyczka pomostowa opiewała na kwotę 12,9 mld USD i była zabezpieczona aktywami banku opiekującymi na kwotę 13,8 mld USD (tabela 4.6). Odsetki od udzielonej pożyczki naliczane były według stopy kredytu podstawowego (*Primary Credit*). Rezerwa Federalna Nowego Jorku nie

<sup>360</sup> Cena maksymalna w ciągu 2007 r. wyniosła 170 USD; według notowań z 30.12.2007 r. cena wyniosła 88,25 USD; w styczniu 2008 r. cena ponownie wzrosła do 100 USD, by następnie spaść do niespełna 3 USD w marcu 2008 r. Ostatecznie Bear Stearns został sprzedany po cenie 10 USD za akcję.

uzyskała żadnych gwarancji ani potencjalnych udziałów w majątku JP Morgan Chase lub Bear Stearns w zamian za udzieloną pożyczkę. W dniu 17 marca 2008 r. pożyczka została całkowicie spłacona wraz z odsetkami w wysokości 4 mln USD.

W celu usprawnienia procesu przejęcia, Bank Rezerwy Federalnej Nowego Jorku, działając w oparciu o paragraf 13(3) Aktu Rezerwy Federalnej, stworzył spółkę z ograniczoną odpowiedzialnością – Maiden Lane LLC, której zadaniem było przejęcie, a następnie sprawne zarządzanie aktywami banku Bear Stearns w celu zminimalizowania ryzyka zakłóceń rynkowych<sup>361</sup>. Spółka ta uzyskała 10-letnią pożyczkę od Banku Rezerwy Federalnej Nowego Jorku w wysokości 29 mld USD, oprocentowaną według stopy kredytu podstawowego (*primary credit rate*). Jednocześnie Bank JP Morgan Chase zadeklarował dostarczenie spółce 1 mld USD w formie pożyczki podporządkowanej w stosunku do pożyczki udzielonej przez Fed, z której w pierwszej kolejności zaspokajane byłyby ewentualne straty. Przejęcie banku Bear Stearns nastąpiło 20 marca 2008 r. za ogólną kwotę 1,5 mld USD.

Kolejną instytucją finansową, która uzyskała wsparcie płynnościowe na podstawie paragrafu 13(3) Aktu Rezerwy Federalnej, była American International Group (AIG). Według stanu na 30 czerwca 2008 r. AIG, będąca znaczącą instytucją finansową o zdywersyfikowanej działalności, posiadała aktywa opiewające łącznie na kwotę nieco ponad 1 bln USD. Zakłócenia na rynkach finansowych, które miały miejsce jeszcze przed wrześniem 2008 r., spowodowały, iż instytucja ta zaczęła mieć problemy z utrzymaniem odpowiedniego poziomu płynności. Napięcia panujące na rynku nie pozwalały na pozyskanie finansowania w innych instytucjach komercyjnych, grożąc rychłą upadłością grupy. AIG zaczęła również odczuwać straty związane z działalnością na rynku kredytów hipotecznych *subprime*. We wrześniu 2008 r. grupa stanęła przed koniecznością sprzedaży znacznych ilości papierów wartościowych w celu zgromadzenia odpowiedniej ilości kapitału. Ceny papierów wartościowych doświadczyły znacznych spadków, zatem transakcje sprzedaży wiązały się ze stratami. Istniało ryzyko, że straty mogą okazać się tak duże, iż instytucja ta nie będzie w stanie zebrać odpowiednio wysokiego kapitału dla utrzymania poziomu wypłacalności<sup>362</sup>.

W obliczu narastających trudności w dniu 16 września 2008 r. System Rezerwy Federalnej ogłosił, iż upoważnia Rezerwę Federalną Nowego Jorku do udzielenia pożyczki w wysokości 85 mld USD dla American International Group Inc. (AIG). Wdrożony program pomocowy, dzięki któremu możliwa była terminowa spłata wymagalnych zobowiązań grupy, jak również racjonalizacja jej działalności, służyć miał ustabilizowaniu sytuacji AIG.

---

<sup>361</sup> [http://www.federalreserve.gov/newsevents/reform\\_bearstearns.htm](http://www.federalreserve.gov/newsevents/reform_bearstearns.htm)

<sup>362</sup> N. Willardson, L. Pederson, op. cit., s. 21.

Pożyczka z amerykańskiego banku centralnego udzielona została na dwa lata pod zastaw szerokiego zakresu aktywów znajdujących się w posiadaniu AIG. Spodziewano się, iż spłata zadłużenia nastąpi z dochodów uzyskanych ze sprzedaży aktywów grupy.

Udzielenie wsparcia finansowego grupie AIG polegało na powołaniu do życia spółek odpowiedzialnych za przeprowadzenie wykupu ryzykownych aktywów znajdujących się w bilansie grupy. Przykładowo spółka Maiden Lane II powołana została w celu przeprowadzenia skupu MBS-ów zabezpieczonych nieruchomościami mieszkaniowymi (*residential mortgage-backed security* – RMBS) od filii AIG. Środki finansowe, którymi operowała spółka Maiden Lane II pochodziły m.in. z pożyczki w wysokości 19,5 mld USD udzielonej przez Rezerwę Federalną Nowego Jorku i zabezpieczonej portfelem aktywów. Wszelkie dochody uzyskane z aktywów utrzymywanych przez Maiden Lane II LLC zostały przeznaczone na spłatę zobowiązań względem banku centralnego. Spółka Maiden Lane III powołana została w celu przeprowadzenia transakcji skupu sekurytyzowanych instrumentów dłużnych (*collateralized debt obligations* - CDOs), w stosunku do których bank AIG wystawił instrumenty pochodne CDS (*credit default swap*). Spółka Maiden Lane III została dofinansowana pożyczką z Rezerwy Federalnej Nowego Jorku w wysokości 24,3 mld USD oraz kapitałem w wysokości 5 mld USD wniesionym przez AIG. Pożyczka z Fed została zabezpieczona portfelem aktywów. Dochody z utrzymywania aktywów przez spółkę Maiden Lane III zostały również przeznaczone na spłatę pożyczki zaciągniętej w banku centralnym wraz z należnymi odsetkami<sup>363</sup>.

System Rezerwy Federalnej we współpracy z Departamentem Skarbu oraz Federalną Korporacją Ubezpieczeń Depozytów (*Federal Deposit Insurance Corporation*) wyraził zamiar pomocy dwóm innym amerykańskim bankom komercyjnym, tj. Bank of America<sup>364</sup> (16 stycznia 2009 r.) oraz Citigroup (23 listopada 2009 r.). Bezpośrednim celem amerykańskiego banku centralnego było zapewnienie stabilności na rynkach finansowych. Beneficjenci pomocy ostatecznie nie skorzystali z uruchomionych programów.

Programy pomocowe dla indywidualnych instytucji, aranżowane przez banki centralne we współpracy z rządem, były z całą pewnością rozwiązaniami nadzwyczajnymi, wzbudzającymi niejednokrotnie wiele kontrowersji. W obliczu pogarszających się warunków na rynkach finansowych wsparcie ze strony instytucji państwowych pozwoliło jednak na uniknięcie zakłóceń w funkcjonowaniu podmiotów blisko współdziałających z beneficjentami pomocy. Chociaż z pewnością korzystniej byłoby, gdyby pomoc ta w ogóle

---

<sup>363</sup> [www.federalreserve.gov/newsevents/reform\\_aig.htm](http://www.federalreserve.gov/newsevents/reform_aig.htm)

<sup>364</sup> [www.federalreserve.gov/newsevents/reform\\_boa.htm](http://www.federalreserve.gov/newsevents/reform_boa.htm)



nie musiała być uruchamiana, w określonych okolicznościach rynkowych jej wdrożenie okazało się najkorzystniejsze z punktu widzenia podatników<sup>365</sup>.

#### 4.4. Wdrożenie programu skupu aktywów – *Large-Scale Asset Purchase*

Jednym z najbardziej imponujących narzędzi zastosowanych przez System Rezerwy Federalnej w walce z kryzysem było „ilościowe łagodzenie polityki pieniężnej”, czyli zastosowanie narzędzi klasyfikowanych przez L. B. Smagiego jako *direct quantitative easing*<sup>366</sup>. W ramach tej grupy narzędzi System Rezerwy Federalnej powiększał rozmiary swojego bilansu w wyniku skupu od banków komercyjnych długoterminowych papierów rządowych. Podstawowym założeniem tego rodzaju interwencji było przewyciężenie impasu na rynku kredytowym poprzez oddziaływanie banku centralnego na cenę długu długoterminowego. Dzięki skupowi instrumentów długoterminowego długu publicznego szybko i znacząco zwiększała się płynność systemu finansowego, bowiem skup ten finansowany był z dodatkowej emisji pieniądza banku centralnego. Strumień pieniądza spływał do banków komercyjnych przystępujących, za pośrednictwem *Primary dealers*, do transakcji sprzedaży papierów wartościowych bankowi centralnemu, zwiększając ich płynność, a co za tym idzie zdolności pożyczkowe. Działania Fedu nakierowane były na obniżenie rentowności papierów objętych skupem, a w konsekwencji obniżenie atrakcyjności tego sposobu lokowania środków. Mechanizm ten następował na skutek wygenerowania dodatkowego popytu ze strony banku centralnego skutkującego wzrostem ceny papierów wartościowych<sup>367</sup>.

Odpowiedzią Fedu na pogarszające się warunki na rynkach finansowych i niedostateczną poprawę wynikającą z zastosowania programów płynnościowych, było zainicjowanie w dniu 25 listopada 2008 r. programu skupu aktywów o średnim i długim okresie zapadalności, odbywającego się w ramach bezwarunkowych operacji otwartego rynku, którego celem było obniżenie długoterminowych rynkowych stóp procentowych. Operacja ta znana jest w literaturze pod nazwą *Large-Scale Asset Purchases (LSAP)* lub pod obiegowym terminem *quantitative easing*, czyli poluzowania ilościowego. W odróżnieniu od instrumentów wsparcia kredytowego, bądź też wsparcia finansowego skierowanego do indywidualnych instytucji finansowych, program LSAP służyć miał zwiększeniu tempa ożywienia gospodarczego oraz utrzymaniu inflacji na poziomie zgodnym z przyjętym celem.

---

<sup>365</sup> N. Willardson, L. Pederson, op. cit. s. 21.

<sup>366</sup> L. B. Smaghi, *Conventional and unconventional monetary Policy*, op. cit., s. 3-5.

<sup>367</sup> N. Roubini, S. Mihm, op. cit., s. 179-180.

Decyzja o przeprowadzeniu skupu aktywów podjęta została w dwóch etapach. W dniu 25 listopada 2008 r. System Rezerwy Federalnej ogłosił zamiar skup papierów dłużnych następujących agencji mieszkaniowych (*Government Sponsored Enterprises - GSEs*): Fannie Mae, Freddie Mac oraz Federal Home Loan Banks, a także obligacji zabezpieczonych hipotekami (MBS-ów) agencji rządowych: Fannie Mae, Freddie Mac, and Ginnie Mae, za kwotę do 600 mld USD, przy czym 500 mld USD przeznaczono na skup MBS-ów, a 100 mld USD na skup papierów dłużnych agencji GSE. Podjęta akcja służyć miała redukcji kosztów kredytów hipotecznych oraz zwiększeniu ich dostępności, stanowiąc jednocześnie wsparcie dla rynku nieruchomości oraz generalnie całego rynku finansowego<sup>368</sup>.

Drugi etap wdrożenia programu LSAP miał miejsce w dniu 18 marca 2009 r., na mocy decyzji Komitetu Operacji Otwartego Rynku o znaczącym rozszerzeniu programu skupu papierów wartościowych do kwoty 1,75 bln USD, która dwukrotnie przekraczała kwotę aktywów Fed sprzed 2008 r.<sup>369</sup>. Na mocy niniejszej decyzji zwiększono kwotę skupu papierów dłużnych agencji GSE o dodatkowe 100 mld USD (do 200 mld USD) oraz MBS-ów agencji GSE o dalsze 750 mld USD (do 1,25 bln USD). W toku realizacji programu skupu papierów dłużnych agencji GSE, docelowa kwota skupu została w listopadzie 2009 r. ograniczona do 175 mld USD, co tłumaczono ograniczoną dostępnością tego typu papierów<sup>370</sup>. Ponadto, kierując się chęcią poprawy funkcjonowania prywatnych rynków kredytowych, w marcu 2009 r. podjęto decyzję o rozpoczęciu, zaplanowanych na najbliższe 6 miesięcy, operacji skupu długoterminowych papierów skarbowych na kwotę do 300 mld USD<sup>371</sup>. W listopadzie 2009 r. FOMC ogłosił zamiar stopniowego obniżania miesięcznego tempa skupu aktywów, przewidując zakończenie programu LSAP na koniec pierwszego kwartału 2010 r.

Największym wyzwaniem programu LSAP było przeprowadzenie skupu MBS-ów, z natury skomplikowanych i heterogenicznych, które do tej pory nie były przedmiotem bezwarunkowych operacji otwartego rynku, a występowały jedynie jako zabezpieczenie w operacjach *repurchase agreement*. Papiery dłużne agencji GSE, a także papiery skarbowe wykorzystywane były wcześniej w operacjach typu *outright*, dlatego też nie sprawiały inicjatorom programu większych trudności. Skupione aktywa przechowywane były

---

<sup>368</sup> *Press Release*, Release Date: November 25, 2008,

<http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20081125b.htm>

<sup>369</sup> J. Gagnon, M. Raskin, J. Remache, B. Sack, *Large-Scale Asset Purchases by the Federal Reserve : Did they Work?*, FRBNY Economic Policy Review, May 2011, s. 41.

<sup>370</sup> *Press Release*, Release Date: November 4, 2009,

<http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20091104a.htm>

<sup>371</sup> *Press Release*, Release Date: March 18, 2009,

<http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20090318a.htm>

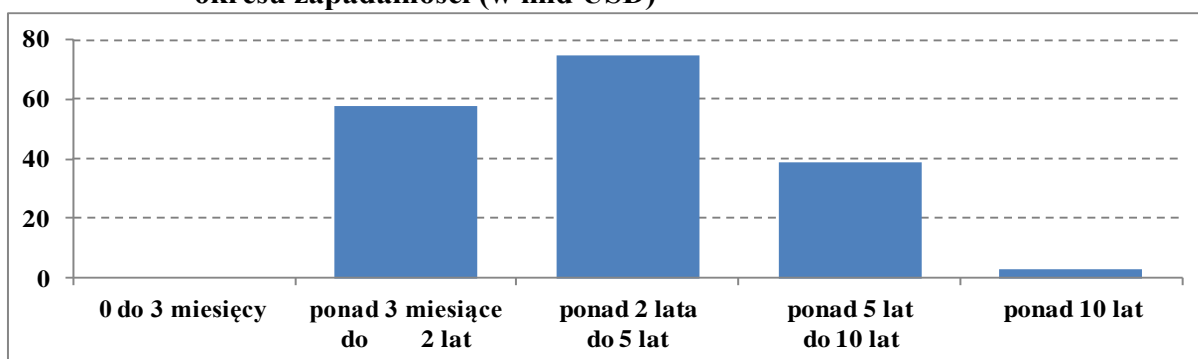
na Rachunku Operacji Otwartego Rynku SOMA (*System Open Market Account*). W przeszłości na rachunku tym utrzymywane były głównie papiery skarbowe oraz nieznaczne ilości papierów dłużnych agencji.

Transakcje skupu papierów wartościowych zawierane były, podobnie jak w przypadku standardowych operacji otwartego rynku, wyłącznie z dilerami rynku pieniężnego, którzy stali się pośrednikami pomiędzy inwestorami zbywającymi papiery a Rezerwą Federalną, która stawała się ich nabywcą. Zasadniczą różnicą pomiędzy zwykłymi operacjami otwartego rynku a LSAP było wywieranie wpływu na ceny aktywów będących przedmiotem obrotu.

Celem operacji skupu papierów dłużnych agencji mieszkaniowych było udzielenie wsparcia osłabionemu rynkowi nieruchomości, jak również rynkowi kredytów hipotecznych. Zwiększony skup papierów skarbowych służyć miał natomiast poprawie warunków kredytowania na rynkach prywatnych dzięki uruchomieniu kanału portfelowego<sup>372</sup>.

W wyniku operacji LSAP, przeprowadzonych w okresie od grudnia 2008 r. do marca 2010 r., System Rezerwy Federalnej dokonał skupu aktywów o wartości ponad 1,7 bln USD, z czego zasadniczą część stanowiły MBS-y agencji rządowych opiewające łącznie na kwotę 1,25 bln USD<sup>373</sup>. Papiery dłużne agencji GSE w kwocie 172 mld USD oraz długoterminowe papiery rządowe w kwocie 300 mld USD stanowiły około 28% całkowitego zasobu skupionych aktywów<sup>374</sup>. Z całą pewnością można stwierdzić, że żaden inny publiczny lub prywatny inwestor w przeszłości nie zakumulował takiej wysokiej kwoty w tak krótkim czasie. Skup papierów dłużnych agencji koncentrował się na papierach o średnim terminie zapadalności, w związku z niskim saldem papierów o ponad 5-letnim okresie wykupu (wykres 4.12.).

**Wykres 4.12. Wielkość skupu przez Fed papierów dłużnych agencji GSE - według okresu zapadalności (w mld USD)**



Źródło: Federal Reserve Bank of New York, za: J. Gagnon, M. Raskin, J. Remache, B. Sack, op. cit., s. 46.

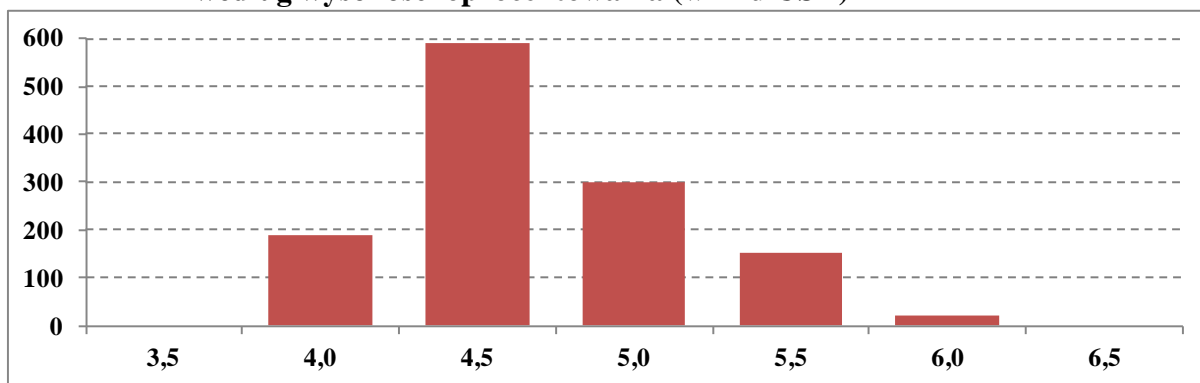
<sup>372</sup> J. Gagnon, M. Raskin, J. Remache, B. Sack, op. cit., s. 43.

<sup>373</sup> Ibidem, s. 44.

<sup>374</sup> M. J. Fleming, N.J. Klagge, *Income Effects of Federal Reserve Liquidity Facilities*, Current Issues in Economics and Finance, Volume 17, Nr 1/2011, Federal Reserve Bank of New York, s. 2.

Skup obligacji zabezpieczonych hipoteką (MBS) w przeważającej części dotyczył nowych papierów niskokuponowych, o 30-letnim okresie wykupu, wyemitowanych przez Fannie Mae lub Freddie Mac, które charakteryzowały się większą płynnością i dłuższym okresem zapadalności (duracji) niż pozostałe MBS-y (wykres 4.13).

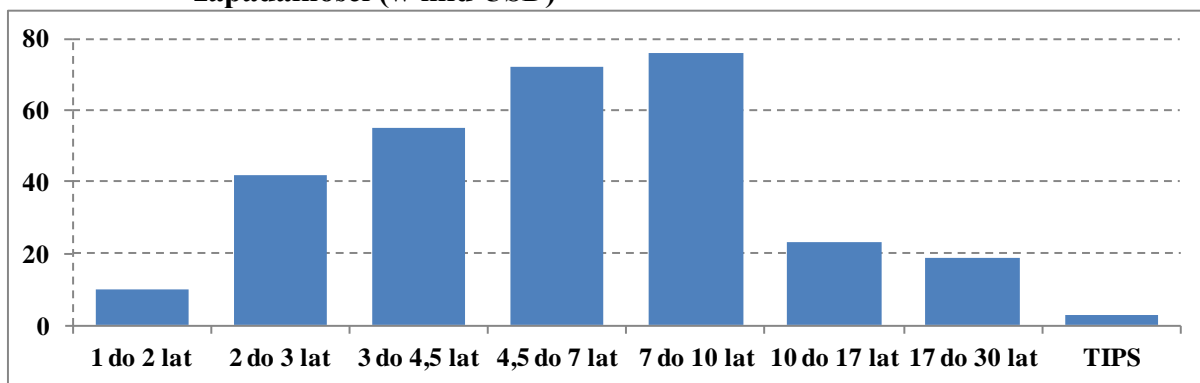
**Wykres 4.13. Wielkość skupu przez Fed obligacji zabezpieczonych hipoteką (MBS) - według wysokości oprocentowania (w mld USD)**



Źródło: Federal Reserve Bank of New York, za: J. Gagnon, M. Raskin, J. Remache, B. Sack, op. cit., s. 46.

Transakcje skupu papierów skarbowych koncentrowały się na papierach o terminie wykupu od 2 do 10 lat (wykres 4.14).

**Wykres 4.14. Wielkość skupu przez Fed papierów skarbowych - według okresu zapadalności (w mld USD)**



Źródło: Federal Reserve Bank of New York, za: J. Gagnon, M. Raskin, J. Remache, B. Sack, op. cit., s. 47.

Dążąc do uzyskania ożywienia gospodarczego w warunkach zapewnienia stabilności cenowej, w sierpniu 2010 r. FOMC podjął decyzję o utrzymaniu aktualnego poziomu papierów wartościowych znajdujących się w portfelu Fed poprzez reinwestowanie spłat z zapadających papierów dłużnych agencji GSE oraz MBS-ów agencji GSE w nowe aktywa. Na mocy niniejszej decyzji odzyskane środki finansowe miały zostać przeznaczone na zakup długoterminowych papierów skarbowych. Jednocześnie w komunikacie z sierpnia 2010 r. poinformowano opinię publiczną, że System Rezerwy Federalnej będzie prowadził politykę

rolowania zapadających obligacji skarbowych, znajdujących się w portfelu banku centralnego<sup>375</sup>.

W obliczu mało zadawalającego tempa wychodzenia z recesji gospodarczej System Rezerwy Federalnej przystąpił do kolejnego etapu zastosowania nadzwyczajnych instrumentów polityki pieniężnej, określanego potocznie mianem *quantitative easing 2* (QE2). Przesłanką zwiększenia portfela posiadanych papierów wartościowych było dążenie do przyspieszenia ożywienia gospodarczego oraz utrzymania inflacji na poziomie zgodnym z założonym celem. W listopadzie 2010 r., niezależnie od kontynuowanego programu reinwestowania spłat z zapadłych obligacji rządowych w nowe papiery wartościowe, FOMC ogłosił deklarację skupu przez Fed dodatkowej puli długoterminowych papierów skarbowych na kwotę 600 mld USD (w tempie 75 mld USD każdego miesiąca), który to zamiar miał zostać zrealizowany do połowy 2011 r.<sup>376</sup>.

Ogłoszony w drugiej połowie 2010 r. rozszerzony skup papierów skarbowych, określane mianem QE2, zawiera pewne analogie do zastosowanej w latach sześćdziesiątych ubiegłego wieku operacji *Twist*<sup>377</sup>. Po pierwsze oba programy celowały w obniżenie długoterminowych stóp procentowych bez oddziaływania na zyski krótkoterminowe, po drugie ich realizacja polegała na skupie dużych ilości długoterminowych papierów skarbowych, po trzecie wreszcie w ramach operacji *Twist* System Rezerwy Federalnej wyprzedawał swoje zasoby krótkoterminowych bonów skarbowych, a w przypadku QE2 dokonuje emisji rezerw bankowych, które, będąc zobowiązaniem instytucji publicznej (w tym przypadku banku centralnego), stanowią bliski substytut bonów skarbowych<sup>378</sup>. Porównanie operacji *Twist* i QE2 prezentuje tabela 4.7. Nominalnie operacja *Twist* z lat sześćdziesiątych była dużo skromniejsza niż druga faza programu LSAP, tym niemniej odniesienie tych kwot

---

<sup>375</sup> *Press Release*, Release Date: August 10, 2010,  
<http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20100810a.htm>

<sup>376</sup> *Press Release*, Release Date: November 3, 2010,  
<http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20101103a.htm>

<sup>377</sup> W 1961 r. wyzwaniem dla administracji J. F. Kennedy'ego było pobudzenie osłabionej gospodarki oraz zapobieżenie odpływowi złota w kierunku banków europejskich, które oferowały wyższą stopę procentową niż banki amerykańskie. Rozwiązaniem tego problemu było dążenie do obniżenia długoterminowych stóp procentowych, przy jednoczesnym pozostawieniu stóp krótkoterminowych na poziomie niezmiennym. Idea programu zasadzała się na przekonaniu, że inwestycje podmiotów gospodarczych i popyt ze strony gospodarstw domowych zdeterminowane są przez wysokość długoterminowych stóp procentowych, natomiast transgraniczny arbitraż uzależniony jest od różnic w wysokości krótkoterminowych stóp procentowych pomiędzy krajami. Decydenci zauważyli wówczas, wówczas gospodarka może otrzymać bodźce rozwojowe, a zasoby złota pozostaną w kraju. (na podstawie: T. Alon, E. Swanson, *Operation Twist and the Effect of Large-Scale Asset Purchases*, FRBSF Economic Letter, April 25, 2011, s. 1).

<sup>378</sup> T. Alon, E. Swanson, op. cit., s. 1-2.

do wielkości PKB lub wielkości rynku papierów skarbowych nie pokazuje już tak drastycznych różnic.

**Tabela 4.7. Porównanie operacji Twist z lat 60-tych i QE2 z 2010 r.**

| Skala programu Fed  | operacja Twist | QE2         |
|---|----------------|-------------|
| kwota w USD   | 8,8 mld USD    | 600 mld USD |
| kwota jako % PKB  | 1,7%           | 4,1%        |
| kwota jako udział w dźugu w papierach skarbowych                | 4,6%           | 7,0%        |
| kwota jako udział w dźugu w gwarantowanych papierach skarbowych | 4,5%           | 3,7%        |

Źródło: E. T. Swanson, *Let's Twist Again: A High-Frequency Event-Study Analysis of Operation Twist and Its Implications QE2*, Federal Reserve Bank of San Francisco Working Paper Series, February 2011, Working Paper 2011-08, s. 5.

Podsumowanie zadeklarowanych wielkości skupu papierów wartościowych w ramach kolejnych etapów programu skupu aktywów (LSAP) przez Fed prezentuje tabela 4.8.

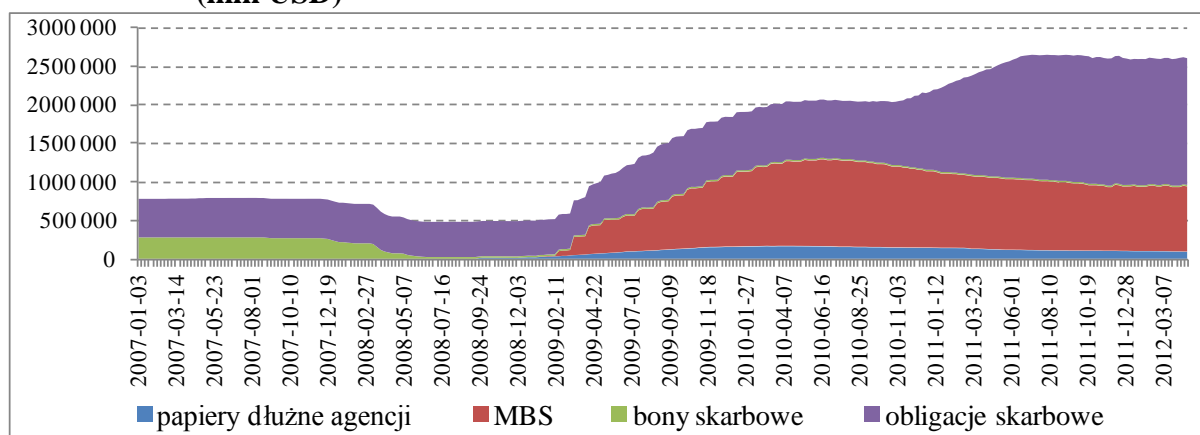
**Tabela 4.8. Etapy programu LSAP w okresie listopad 2008 – czerwiec 2011**

| faza programu LSAP                                 | rodzaj aktywów objętych skupem   | zadeklarowana przez Fed kwota skupu        |
|--|--|--|
| <i>Quantitative Easing 1</i>                       |  |  |
| <b>Listopad 2008</b>                               | papiery dłużne agencji GSE<br>MBS-y agencji                                      | 100 mld USD<br>500 mld USD                 |
| <b>Marzec 2009</b><br>(podniesienie limitów skupu) | papiery dłużne agencji GSE<br>MBS-y agencji<br>długoterminowe obligacje skarbowe | 200 mld USD<br>1250 mld USD<br>300 mld USD |
| <i>Quantitative Easing 2</i>                       |  |  |
| <b>Listopad 2010</b>                               | długoterminowe obligacje skarbowe  | 600 mld USD                                |

Źródło: opracowanie własne na podstawie *Press Release*, [www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary](http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary)

Struktura portfela papierów wartościowych Systemu Rezerwy Federalnej skupionych w ramach kolejnych faz programu LSAP zobrazowana została na wykresie 4.15.

**Wykres 4.15. Struktura portfela papierów wartościowych Systemu Rezerwy Federalnej (mln USD)**



Źródło: opracowanie własne na podstawie:

<http://www.federalreserve.gov/datadownload/Download.aspx?rel=H41&series=6ec6ab2d10db2d11b4c78fb260ef6e5b&filetype=sheet&label=include&layout=seriescolumn&from=01/01/2007&to=04/30/2012>

Ważnym elementem polityki antykryzysowej Systemu Rezerwy Federalnej, wpisującym się niejako w realizowane wcześniej fazy rozluźnienia ilościowego QE1 i QE2, było podjęcie w dniu 21 września 2011 r. decyzji o wdrożeniu Programu Wydłużenia Okresu Zapadalności (*Maturity Extension Program* – MEP), dotyczącego obligacji skarbowych utrzymywanych w portfelu Fed. Program funkcjonuje pod potoczna nazwą tzw. operacji *Twist*, których nazwa nawiązuje do niekonwencjonalnych instrumentów polityki pieniężnej stosowanych przez administrację J. F. Kennedy’ego. Operacja o wartości 400 mld USD polegać miała na swoistej wymianie obligacji o różnych terminach zapadalności, a dokładniej mówiąc na sprzedaży obligacji krótkoterminowych (trzyletnich i krótszych), utrzymywanych w portfelu Fed, i zakupie długoterminowych obligacji znajdujących się w rękach sektora prywatnego, których pozostały okres zapadalności wynosi od 6 do 30 lat. Celem operacji było ożywienie słabnącej gospodarki, dzięki wywieraniu presji na spadek długoterminowych stóp procentowych<sup>379</sup>. Horyzont czasowy operacji określono na czerwiec 2012 r. Operacja *Twist* służyć miała zwiększeniu okresu zapadalności aktywów znajdujących się w portfelu Fed, a przyjęta metoda zastępowania krótkookresowych papierów aktywami długookresowymi nie powodowała konieczności dalszej ekspansji bilansu Systemu Rezerwy Federalnej. Spodziewano się, że efekt spadku dochodowości długoterminowych papierów wartościowych powinien być zbliżony do osiągniętego dzięki drugiej odsłonie LSAP, czyli QE2. Wdrożeniu operacji *Twist* towarzyszył komunikat Fed o zamiarze utrzymywania stóp procentowych na wyjątkowo niskim poziomie co najmniej do połowy 2013 r.<sup>380</sup>. Horyzont czasowy gwarantowania niskich stóp został w późniejszym okresie wydłużony, najpierw do końca 2014 r.<sup>381</sup>, a następnie do połowy 2015 r. Operacja *Twist* miała za zadanie wsparcie amerykańskich gospodarstw domowych, bowiem dzięki oddziaływaniu w kierunku obniżenia długoterminowych stóp procentowych, wpłynąć miała na obniżenie kosztów kredytów hipotecznych<sup>382</sup>.

Fed zapowiedział również zmiany w polityce reinwestowania wczesnych spłat z MBS-ów oraz papierów dłużnych agencji GSE, które do tej pory przeznaczane były na skup obligacji skarbowych, a począwszy września 2011 r. służyć miały finansowaniu skupu dodatkowych MBS-ów agencji GSE. W okresie od 3 października 2011 r. do 13 września

---

<sup>379</sup> *Federal Reserve press release*, Release Date: September 21, 2011,

<http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20110921a.htm>

<sup>380</sup> R. Harding, *Fed launches \$400 bn "Operation Twist"*, *Financial Times*, September 21, 2011,

<http://www.ft.com/intl/cms/s/0/3deaf5fc-e478-11e0-92a3-00144feabdc0.html#axzz1YefUmfX5>

<sup>381</sup> *Federal Reserve press release*, Release Date: June 20, 2012,

<http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20120620a.htm>

<sup>382</sup> T. Prusek, *Fed zawiódł Wall Street*, *Gazeta Wyborcza* nr 179 z 2.08.2012 r., s. 19.

2012 r. Fed zaplanował i przeprowadził skup dodatkowych MBS-ów agencji GSE na łączną kwotę 304 mld USD<sup>383</sup>. W komunikacie z 21 września 2011 r. FOMC zapowiedział kontynuowanie dotychczasowej polityki rolowania zapadających obligacji skarbowych<sup>384</sup>.

Na przełomie 2011 i 2012 r. rynki finansowe uważnie śledziły kolejne komunikaty FOMC, spodziewając się kolejnej, trzeciej już, fazy rozluźniania polityki pieniężnej za pomocą instrumentów niekonwencjonalnych. Niektóre wypowiedzi przedstawicieli amerykańskich władz monetarnych bywały źle interpretowane przez uczestników rynku, co prowadziło niekiedy do nieuzasadnionych ekonomicznie zmian kursów walut czy stóp rentowności aktywów. Przykładem takiej sytuacji była wypowiedź Bena Bernanke podczas forum ekonomicznego *National Association of Business Economists* (NABE) w dniu 26 marca 2012 r., w którym stwierdził, że gospodarka powinna rozwijać się szybciej, aby zapewnić znaczącą poprawę na rynku pracy. Słowa te zostały odebrane, jako sygnał, iż FED rozważa stymulację gospodarki za pośrednictwem kolejnej fazy LSAP, czyli QE3. Efektem takich interpretacji było osłabienie dolara, które trwało kilkadziesiąt godzin<sup>385</sup>.

Podążając za kilkumiesięcznymi oczekiwaniami rynków, w dniu 13 września 2012 r. FOMC, kierując się niewystarczającym tempem wzrostu gospodarczego, spowolnieniem inwestycji oraz podniesioną stopą bezrobocia, podjął decyzję o wdrożeniu kolejnej, trzeciej już, fazy poluzowania ilościowego, określanej mianem QE3. U podstaw tej decyzji leżały zobowiązania wynikające ze statutowego mandatu Systemu Rezerwy Federalnej, którym jest nie tylko stabilność cenowa, ale również dążenie do zapewnienia maksymalnego poziomu zatrudnienia. Podwyższone bezrobocie, pomimo kontrolowanego poziomu inflacji oraz stabilnych długoterminowych oczekiwań inflacyjnych, w połączeniu z napięciami na globalnych rynkach finansowych, stwarzało realne zagrożenie dalszego spowolnienia wzrostu gospodarczego. Komitet Operacji Otwartego Rynku przewidywał także, że inflacja w średnim okresie może znajdować się dokładnie na poziomie 2% lub też obniżyć się poniżej wyznaczonego celu. Ze względu na kontrowersje towarzyszące uruchamianiu niestandardowych instrumentów polityki pieniężnej, warto zaznaczyć, że członkowie FOMC

---

<sup>383</sup> *Agency MBS Historical Operational Results and Planned Purchase Amounts*, Federal Reserve Bank of New York, [http://www.newyorkfed.org/markets/ambs/ambs\\_schedule.html](http://www.newyorkfed.org/markets/ambs/ambs_schedule.html)

<sup>384</sup> *Federal Reserve press release*, Release Date: September 21, 2011, <http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20110921a.htm>

<sup>385</sup> M. Rogalski, *Rynkowe deja wu?*, <http://waluty.wp.pl/kat,50000,title,Rynkowe-deja-wu,wid,14443335,wiadomosc.html>, [data dostępu – 01.05.2012].



byli, poza jednym wyjątkiem<sup>386</sup>, jednomyślni co do słuszności wdrożenia trzeciej fazy skupu aktywów przez bank centralny w Stanach Zjednoczonych<sup>387</sup>.

Trzecia faza polityki QE przewiduje skup papierów wartościowych agencji GSE zabezpieczonych kredytami hipotecznymi (MBS-ów). Miesięczny limit skupu ustanowiono na poziomie 40 mld USD, przy czym nie określono ram czasowych zakończenia programu. Wskazano jedynie, iż do końca 2012 r. skup aktywów, wraz z kontynuowanymi programami dostosowywania okresu zapadalności portfela obligacji skarbowych utrzymywanych przez Fed (operacja *Twist*) oraz programem reinwestowania kapitałów pochodzących ze spłaty zapadłych papierów dłużnych i MBS-ów agencji GSE w dalsze MBS-y agencji GSE, zwiększy stan posiadania długoterminowych papierów banku centralnego o 85 mld USD miesięcznie. Spodziewanym efektem tych operacji jest wywieranie presji w kierunku redukcji długoterminowych stóp procentowych, wsparcie rynków hipotecznych oraz uczynienie warunków finansowych bardziej dostosowawczymi<sup>388</sup>. System Rezerwy Federalnej zapowiedział jednocześnie, że jeśli skup MBS-ów agencji GSE nie przyniesie oczekiwanych rezultatów w zakresie poprawy na rynku pracy, niekonwencjonalna polityka pieniężna będzie kontynuowana, przy czym skupem mogą zostać objęte również inne aktywa. Decyzje o ewentualnym skupie innych aktywów poprzedzone będą analizą korzyści i koniecznych do poniesienia kosztów. Wszelkie transakcje skupu kwalifikowanych aktywów zawierane będą przez dilerów rynku pieniężnego, a rezultaty, zgodnie z zasadą przejrzystości, publikowane będą na stronie internetowej Banku Rezerwy Federalnej Nowego Jorku.

Komunikatowi o wdrożeniu kolejnej fazy poluzowania ilościowego towarzyszyła informacja o utrzymaniu docelowej stopy *fed funds rate* na dotychczasowym poziomie 0-0,25% oraz o zagwarantowaniu niskiego poziomu tej stopy co najmniej do połowy 2015 r.

## Podsumowanie

W niniejszym rozdziale przedstawiono całe spektrum działań Systemu Rezerwy Federalnej w odpowiedzi na kryzys finansowy zapoczątkowany w 2007 r. Oprócz standardowych działań, służących poprawie płynności systemu bankowego za pomocą tradycyjnej triady instrumentów polityki pieniężnej, Fed uruchomił nowatorskie programy płynnościowo-kredytowe, dedykowane różnego typu instytucjom finansowym, zaangażował

---

<sup>386</sup> Podczas głosowania członek komitetu FOMC - J. M. Lacker - był przeciwny dodatkowemu skupowi MBS-ów agencji GSE, jak również preferowałby pominąć informację o okresie gwarantowania niskiego poziomu docelowej stopy *federal funds rate*.

<sup>387</sup> *Federal Reserve press release*, Release Date: September 13, 2012, <http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20120913a.htm>

<sup>388</sup> *Statement Regarding Transactions in Agency Mortgage-Backed Securities and Treasury Securities*, September 13, 2012, [http://www.newyorkfed.org/markets/opolicy/operating\\_policy\\_120913.html](http://www.newyorkfed.org/markets/opolicy/operating_policy_120913.html)

się jako pożyczkodawca ostatniej instancji, udzielając wsparcia płynnościowego indywidualnym instytucjom, jak również wpływał na płynność rynków finansowych oraz rentowność instrumentów, masowo skupując długoterminowe papiery wartościowe. Ocena skuteczności tych instrumentów zostanie dokonana w rozdziale 6.

Strategia ilościowego łagodzenia polityki pieniężnej, polegająca na zwiększeniu wielkości bazy monetarnej w wyniku skupu różnego rodzaju aktywów długoterminowych, w ramach operacji znanych jako QE1, QE2 oraz QE3, zasługuje na największą uwagę. Beneficjentami pomocy udzielonej przez Fed stały się podmioty nieposiadające do tej pory dostępu do finansowania w banku centralnym. Dokonując skupu papierów dłużnych agencji rządowych GSE, amerykański bank centralny w rzeczywistości dawał tym podmiotom swobodę gwarantowania większej ilości kredytów hipotecznych. Bezpośredni skup długoterminowych papierów wartościowych miał ponadto na celu obniżenie atrakcyjności tego rodzaju lokat i zachęcenie banków do zwiększenia akcji kredytowej. Interwencje te nie miały precedensu w historii bankowości centralnej i przyczyniły się do znacznego rozszerzenia zasięgu pomocy państwa dla systemu finansowego<sup>389</sup>.

Nie wszystkie działania Systemu Rezerwy Federalnej spotkały się z uznaniem ekonomistów i opinii publicznej. Krytycy decyzji podjętych przez Beana Bernanke zarzucają mu rozluźnienie dyscypliny rynkowej poprzez rozbudzenie pokusy nadużycia na wielką skalę. Podejmując rozmaite działania interwencyjne, polegające na skupie bądź wymianie papierów skarbowych, Fed naruszył również tradycyjny podział pomiędzy polityką monetarną i fiskalną, wchodząc w kompetencje władz fiskalnych<sup>390</sup>. Decydując się wreszcie na skup toksycznych aktywów i ich utrzymywanie w bilansie banku centralnego, Bernanke przejmował ryzyko od sektora prywatnego, narażając amerykański bank centralny na utratę reputacji, a co za tym idzie wiarygodności prowadzonej polityki pieniężnej. Usprawiedliwieniem dla tych kontrowersyjnych działań była chęć przywrócenia właściwego funkcjonowania systemu finansowego, jak również niedopuszczenie do deflacji i depresji.

Za szczególnie kontrowersyjne działania antykryzysowe należy uznać także specjalne linie kredytowe przyznawane indywidualnym instytucjom „zbyt dużym aby upaść”. Utrzymywanie w bilansie Fedu aktywów trzech kontrolowanych przez bank centralny spółek z ograniczoną odpowiedzialnością, o nazwie Maiden Lane I, II oraz III, powstałych w związku z ratowaniem banku Bear Stearns oraz grupy AIG, należy uznać za dość kuriozalne. Spółki te zarządzane są przez firmę zewnętrzną – Black Rock Financial

---

<sup>389</sup> N. Roubini, S. Mihm, op. cit., s. 176.

<sup>390</sup> Ibidem, s. 164-165.

Management, co rodzi podejrzenia nadużyć. Rozwiązanie to nie ma precedensu w historii bankowości centralnej w Stanach Zjednoczonych.

Działania antykryzysowe Fedu oznaczały radykalną zmianę roli władzy monetarnej, która z pożyczkodawcy ostatniej instancji, na skutek zwiększonych ingerencji w gospodarkę, rozszerzona została do funkcji inwestora ostatniej instancji. Niestandardowe działania Systemu Rezerwy Federalnej wynikały z jego coraz aktywniejszego zaangażowania na polu przywracania stabilności finansowej.

Niezależnie od kontrowersji wynikających z zastosowania niestandardowych instrumentów polityki pieniężnej, determinacja Systemu Rezerwy Federalnej w walce z kryzysem, szybkość działania, a także wielkie bogactwo przyjętych rozwiązań, zasługują na wysoce pozytywną ocenę. Wdrożenie trzeciej fazy skupu aktywów przez bank centralny nasuwa wniosek, że w obecnej sytuacji gospodarczej nie ma innej alternatywy w zakresie instrumentów polityki pieniężnej, jak tylko niestandardowe poluzowanie ilościowe, służące zwiększeniu zagregowanego popytu.

## ROZDZIAŁ V

### POLITYKA PIENIĘŻNA WYBRANYCH BANKÓW CENTRALNYCH W EUROPIE W ODPOWIEDZI NA KRYZYS FINANSOWY LAT 2007-2012

Turbulencje na europejskich rynkach finansowych miały swój początek w sierpniu 2008 r., czyli mniej więcej rok po pierwszych zaburzeniach na rynkach finansowych w Stanach Zjednoczonych. Narastające problemy były następstwem wzrostu wskaźników niespłaconych zobowiązań na rynku amerykańskich kredytów hipotecznych podwyższonego ryzyka, które oddziaływały na wycenę papierów wartościowych zabezpieczonych hipoteką. Zaangażowanie banków europejskich na rynku instrumentów sekurytyzowanych przyczyniło się do pogorszenia jakości ich bilansów. Powszechna niepewność co do faktycznej wartości papierów wartościowych zabezpieczonych wierzytelnościami, spowodowana niemożnością ich wiarygodnej wyceny, skłoniła inwestorów do masowego wycofywania się z uczestnictwa w sekurytyzowanych funduszach inwestycyjnych (SIV) oraz spółkach utworzonych przez banki w celu zarządzania papierami wartościowymi wyemitowanymi w wyniku sekurytyzacji kredytów hipotecznych. W konsekwencji tej niekorzystnej tendencji banki zmuszone były ponownie zapisać w swoich bilansach produkty sekurytyzowane, przeniesione uprzednio do funduszy inwestycyjnych, bądź też bezpośrednio finansować fundusze SIV i spółki inwestycyjne typu *conduits*<sup>391</sup>. Niepewność uczestników rynku co do skali zaangażowania banków komercyjnych na rynku *subprime* oraz rynku instrumentów strukturyzowanych, i związany z tym wzrost postrzeganego ryzyka kontrahenta, spowodowały wzrost awersji do ryzyka, skutkujący znacznym ograniczeniem skali transakcji przeprowadzanych na rynku międzybankowym, który zaczął „wysychać” i ograniczać się do najkrótszych terminów<sup>392</sup>. Niepewność banków co do skali przyszłych strat z tytułu własnego zaangażowania na rynku toksycznych papierów wartościowych skłoniła je do gromadzenia bufora płynności oraz bardzo niskiej aktywności na rynku międzybankowym<sup>393</sup>.

Kolejny rok przyniósł pogłębienie zapoczątkowanej w 2008 r. recesji gospodarki światowej, której przejawem były znaczne spadki PKB w wielu krajach europejskich oraz dalsze pogarszanie się sytuacji na rynku pracy. Spowolnienie tempa przyrostu PKB zaczęło dotyczyć również europejskie gospodarki wschodzące. Polska okazała się na tym tle niezwykle odporna, a aktywność gospodarcza, mimo chwilowego spowolnienia, nie przerodziła się

---

<sup>391</sup> *Raport Roczny 2008*, Europejski Bank Centralny, Eurosystem, 2009, s. 35.

<sup>392</sup> *The implementation of Monetary Policy Since August 2007*, ECB Monthly Bulletin, July 2009, s. 76-91.

<sup>393</sup> S. Fahr i in., *Lessons for Monetary Policy Strategies from the Recent Past*, w: *Approaches to Monetary Policy Revisited – Lessons from the Crises*, Sixth ECB Central Banking Conference 18-19 November 2010, ECB, Eurosystem, 2011, s. 50.

w recesję, co stanowiło wyjątek w regionie. Wśród uczestników rynku w dalszym ciągu utrzymywała się niepewność i wzajemny brak zaufania, skutkujący wysoką awersją do ryzyka, prowadzącą do dalszych spadków cen papierów wartościowych i zaburzeń w funkcjonowaniu rynków aktywów. Rozprzestrzenianie kryzysu w kierunku gospodarek rozwijających się było wynikiem załamania światowego handlu, odpływu kapitału zagranicznego na skutek awersji do ryzyka oraz znacznej deprecjacji walut, która choć poprawiała konkurencyjność cenową danego kraju, wpływała negatywnie na wartość zadłużenia zagranicznego wyrażonego w walucie krajowej.

Czynnikiem zagrażającym osiągnięciu celu inflacyjnego przez wiele banków centralnych był spadek inflacji, który miał miejsce w związku z pogłębieniem się recesji w gospodarce światowej. Zgodnie z szacunkami MFW inflacja w krajach rozwiniętych obniżyła się z 3,4% w 2008 r. do 0,1% w 2009 r.<sup>394</sup>.

Pierwsza połowa 2010 r. przebiegała pod znakiem ożywienia w gospodarce światowej, spowodowanego w dużej mierze ekspansywną polityką makroekonomiczną. Pozytywnym zmianom towarzyszyła niepewność co do trwałości tego ożywienia. Na poziom nastrojów na rynkach finansowych w coraz większym stopniu oddziaływały jednak rosnące deficyty finansów publicznych oraz zadłużenie niektórych krajów strefy euro, a także skala kosztów poniesionych w związku z koniecznością dokapitalizowania banków. Wśród uczestników rynków finansowych rosły obawy o wypłacalność niektórych krajów strefy euro, co skutkowało znacznym wzrostem premii za ryzyko w stopach rentowności emitowanych przez nie obligacji skarbowych. Zaburzenia na rynkach finansowych strefy euro skutkowały zwiększonym napływem kapitału portfelowego na rynki wschodzące, wywierającego presję na wzrost kursów walutowych oraz cen aktywów. Niekorzystne tendencje nasiliły się w kolejnym 2011 r., który upłynął pod znakiem kryzysu finansów publicznych w peryferyjnych krajach strefy euro, oddziałującego w kierunku wzrostu niepewności i awersji do ryzyka.

Zaburzenia na rynkach finansowych stanowiły wyzwanie dla władz monetarnych w Europie, które musiały zmierzyć się z upośledzeniem transmisji impulsów pieniężnych, ryzykiem deflacji, a także zagrożeniem stabilności systemu finansowego. Dodatkową trudnością w procesie decyzyjnym banków centralnych okazały się również gwałtowne zmiany przepływów kapitału zagranicznego, wywołujące znaczne wahania kursów walutowych, a także towarzysząca uczestnikom rynku niepewność przyszłej sytuacji

---

<sup>394</sup> *Raport Roczny 2009*, Narodowy Bank Polski 2010, s. 30.

gospodarczej, powodująca konieczność częstych rewizji prognoz makroekonomicznych w odniesieniu do tempa PKB oraz wysokości inflacji<sup>395</sup>.

Celem niniejszego rozdziału jest zaprezentowanie niestandardowych reakcji Europejskiego Banku Centralnego oraz wybranych narodowych banków centralnych na turbulencje na rynkach finansowych w latach 2008-2012. Działania podjęte przez instytucje monetarne wiodących gospodarek światowych, takich jak Europejski Bank Centralny, Bank Anglii czy Bank Szwajcarii, stały się wzorcem do naśladowania dla mniej doświadczonych banków centralnych, w szczególności dla młodych członków Unii Europejskiej, w tym dla Narodowego Banku Polskiego oraz Narodowego Banku Czech.

### **5.1. Niekonwencjonalna polityka pieniężna Europejskiego Banku Centralnego w reakcji na kryzys**

Proces pogłębiania kryzysu finansowego w strefie euro można podzielić na trzy fazy<sup>396</sup>:

- a) fazę I, polegającą na zakłóceniach funkcjonowania rynków finansowych, przypadającą na okres od 9 sierpnia 2007 r., tj. od dnia, w którym francuski bank BNP Paribas ogłosił, że zawiesza wypłaty z posiadanych przez siebie funduszy, do 15 września 2008 r., który jest dniem upadłości amerykańskiego banku inwestycyjnego Lehman Brothers,
- b) fazę II, określaną jako kryzys finansowy, przypadającą na okres od ostatniego kwartału 2008 r. do końca trzeciego kwartału 2009 r., charakteryzującą się skurczeniem wielkości produkcji i handlu, a następnie powolną poprawą sytuacji makroekonomicznej,
- c) fazę III, trwającą od listopada 2009 r. do dnia dzisiejszego, będącą okresem eskalacji problemów wynikających z nadmiernej ekspansji długu publicznego w takich krajach jak: Irlandia, Grecja, Portugalia, Hiszpania oraz Włochy.

Skutkiem załamania funkcjonowania rynku międzybankowego w strefie euro było zahamowanie przepływu środków finansowych pomiędzy bankami oraz rozszerzenie spreadów pomiędzy stopami procentowymi rynku pieniężnego<sup>397</sup>, co wynikało z gwałtownego wzrostu stóp procentowych transakcji niezabezpieczonych. Przeszał funkcjonować zwłaszcza rynek lokat międzybankowych, mający kluczowe znaczenie nie

---

<sup>395</sup> *Raport Roczny 2008*, Narodowy Bank Polski 2009, s. 30.

<sup>396</sup> N. Cassola i in., *Implementing Monetary Policy in Crisis Times – the Case of the ECB*, w: *Approaches to Monetary Policy Revisited – Lessons from the Crises*, Sixth ECB Central Banking Conference 18-19 November 2010, ECB, Eurosystem, 2011, s. 280

<sup>397</sup> J. L. Bednarczyk, *Polityka pieniężna Europejskiego Banku Centralnego jako narzędzie przetrwania kryzysu w krajach strefy euro*, w: *Rynki finansowe i ubezpieczenia. Nowe perspektywy instytucji i instrumentów*, Zeszyty Naukowe nr 143, red. W. Przybylska-Kapuścińska, J. Handschke, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Poznaniu, Poznań 2010, s. 57.

tylko dla utrzymania płynności, ale również dla zdolności do kredytowania gospodarstw domowych oraz przedsiębiorstw. Wymiernym dowodem na znaczny spadek zaufania uczestników rynku był gwałtowny wzrost spreadu pomiędzy oprocentowaniem 3-miesięcznych depozytów oraz swapem indeksowanym stopą *overnight*<sup>398</sup> (*3-month EURIBOR-OIS spread*), który to wskaźnik w drugiej połowie 2008 r. osiągnął rekordowe wartości około 200 punktów bazowych (wykres 5.1.). Dla porównania w okresie poprzedzającym turbulencje finansowe *3-month EURIBOR-OIS spread* plasował się na poziomie zaledwie kilku punktów bazowych.

**Wykres 5.1. 3-miesięczny EURIBOR - overnight index swap spread (w procentach)**



Źródło: opracowanie własne na podstawie [http://english.mnb.hu/Kiadvanyok/mnben\\_stabil/mnben-stab-jel-200904](http://english.mnb.hu/Kiadvanyok/mnben_stabil/mnben-stab-jel-200904) oraz dane EBC.

### 5.1.1. Próby przywracania stabilności za pomocą tradycyjnej polityki pieniężnej

W normalnych warunkach rynkowych standardowe instrumenty polityki pieniężnej, obejmujące operacje otwartego rynku, operacje depozytowo-kredytowe oraz system rezerw obowiązkowych, służą do zarządzania płynnością na międzybankowym rynku pieniężnym w celu sterowania najkrótszymi stopami procentowymi w taki sposób, aby osiągnęły poziom zbliżony do podstawowej stopy procentowej EBC<sup>399</sup>. Kluczowymi instrumentami polityki monetarnej EBC w okresie poprzedzającym kryzys były operacje otwartego rynku, na które

<sup>398</sup> Swap indeksowany stopą overnight, czyli swap stałej stopy do zmiennej, jest odmianą swapu na stopę procentową, który umożliwia idealne zabezpieczenie pozycji gotówkowych w okresach największej zmienności rynku. Wykorzystanie OIS polega na pozyskiwaniu przez banki funduszy na długie terminy, a następnie na ich „swapowaniu” na jednodniowy indeks, czyli np. banki pozyskują depozyt na rok z roczną stopą kapitalizacji, a dzięki OIS zmieniają tę stopę na *overnight*. (opracowano na podstawie: *Bank na rynku finansowym*, red. E. Miklaszewska, Wolters Kluwer Polska Sp. z o.o., Warszawa 2010, s. 245.

<sup>399</sup> *Raport Roczny 2008*, EBC, op. cit., s. 110.

składały się podstawowe operacje refinansujące (*Main Refinancing Operations* - MROs), dłuższe operacje refinansujące (*Long-term Refinancing Operations* - LTROs) oraz operacje dostrajające, a także operacje depozytowo-kredytowe banku centralnego na koniec dnia. Warto zauważyć, że z uwagi na brak jednolitego rynku obligacji rządowych strefy euro, Eurosystem w okresie poprzedzającym kryzys nie przeprowadzał bezwarunkowych operacji otwartego rynku. Stopy oprocentowania operacji depozytowo-kredytowych wyznaczają korytarz wahań rynkowej stopy *overnight*. Tradycyjnie wykorzystywanym instrumentem polityki pieniężnej EBC są także rezerwy obowiązkowe, służące do stabilizowania stóp procentowych na rynku pieniężnym oraz zwiększania deficytu płynności systemu bankowego.

Zakłócenia w funkcjonowaniu rynku pieniężnego utrudniły Europejskiemu Bankowi Centralnemu prowadzenie efektywnej polityki monetarnej. Z uwagi na fakt, że finansowanie w strefie euro opiera się na systemie bankowym, co oznacza, że w ponad 80% realizowane jest za pomocą kredytów i pożyczek bankowych, stosunkowo szybko okazało się, że w okresie „zamrożenia” transakcji na rynku pieniężnym, zasilenie sektora bankowego w pieniądź banku centralnego stanie się najważniejszym elementem wsparcia ze strony władz publicznych.

W początkowych miesiącach kryzysu odpowiedź EBC opierała się głównie na sterowaniu krótkookresowymi stopami procentowymi rynku pieniężnego. Pierwsza decyzja w ramach prowadzonej polityki stóp procentowych, podjęta w lipcu 2008 r., polegała jednak na podniesieniu oprocentowania podstawowych operacji refinansujących o 25 punktów bazowych, co podyktowane było zagrożeniami inflacyjnymi spowodowanymi czynnikami o zasięgu światowym, w szczególności globalnymi zmianami cen energii i żywności<sup>400</sup>. Z nastawienia polityki pieniężnej wynikającego z tej decyzji można wywnioskować, że w połowie 2008 r. EBC bardziej koncentrował się na zapewnieniu realizacji celu inflacyjnego niż na kwestiach związanych z utrzymaniem stabilności finansowej. Pomiędzy październikiem 2008 r. a majem 2009 r. główna stopa procentowa podstawowych operacji refinansujących została jednak radykalnie obniżona w drodze siedmiu decyzji, łącznie aż o 325 punktów bazowych. Szybkość i skala cięć stóp procentowych, służących rozluźnieniu prowadzonej polityki pieniężnej, nie miała precedensu, w krótkiej co prawda, historii odpowiedzialności Eurosystemu za prowadzenie polityki pieniężnej w strefie euro. Podobną skalę obniżek w tak krótkim czasie trudno również odnaleźć

---

<sup>400</sup> Na początku 2008 r. roczny wskaźnik HICP przekraczał 3%, a następnie odnotował dalszy wzrost z 3,2% w styczniu do 3,7% w maju, przy silnej presji na wzrost inflacji ogólnej w krótkim okresie. Zgodnie z projekcjami ekspertów Eurosystemu z czerwca 2008 r. średnioroczna stopa inflacji HICP w roku 2008 miała wynieść między 3,2% a 3,6%, a w 2009 - między 1,8% a 3,0%.



w doświadczeniach niemieckiego Bundesbanku czy innych narodowych banków centralnych<sup>401</sup>. Warto zaznaczyć, że redukcje podstawowych stóp procentowych dokonane przez EBC w dniu 8 października 2008 r. zostały skoordynowane z obniżkami realizowanymi przez Bank Kanady, Bank Anglii, System Rezerwy Federalnej, Bank Szwecji oraz Bank Szwajcarii. W tabeli 5.1. zestawiono kalendarium decyzji Rady Prezesów Eurosystemu w odniesieniu do polityki stóp procentowych podstawowych operacji refinansujących. Kształtowanie się wysokości podstawowych stóp EBC prezentuje natomiast wykres 5.2.

**Tabela 5.1. Kalendarium decyzji w sprawie stóp procentowych operacji refinansujących EBC w odpowiedzi na zaburzenia na rynkach finansowych**

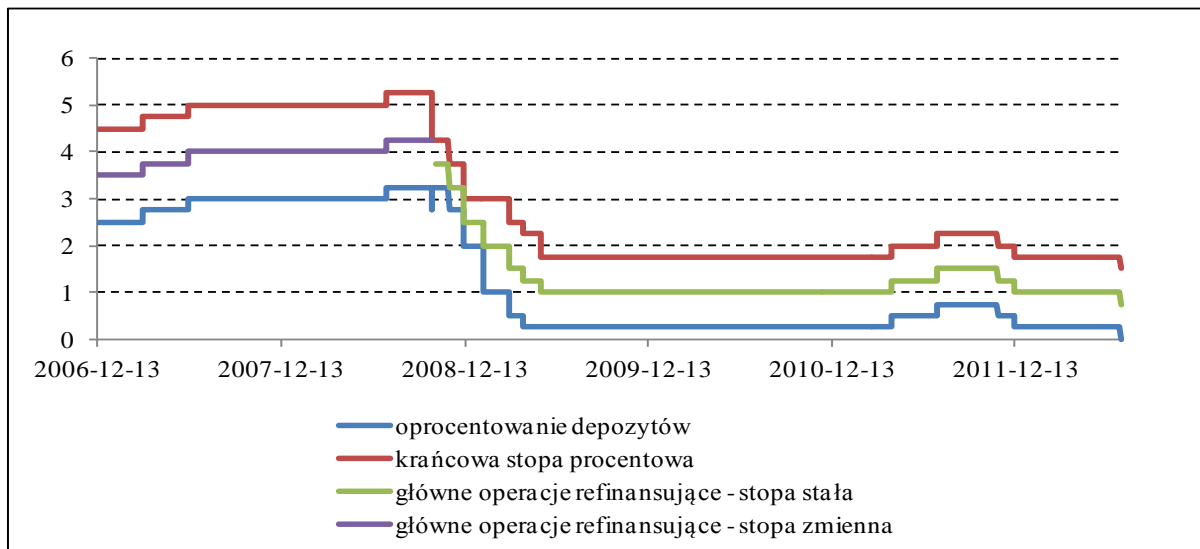
| data                   | opis działania  |
|------------------------|---|
| I faza kryzysu         |   |
| 3 lipca 2008 r.        | Podniesienie stóp procentowych podstawowych operacji refinansujących o 25 punktów bazowych do poziomu 4,25%   |
| II faza kryzysu        |   |
| 8 października 2008 r. | Zwężenie korytarza wahań wokół stopy procentowej dla podstawowych operacji refinansujących z 200 do 100 punktów bazowych ze skutkiem od 9 października 2008 r. Cena kredytu banku centralnego na koniec dnia została ustalona na poziomie o 50 punktów bazowych wyższym od stopy procentowej dla podstawowych operacji refinansujących, natomiast stopę oprocentowania depozytów ustalono na poziomie o 50 punktów bazowych niższym od stopy procentowej dla podstawowych operacji refinansujących.;<br>Obniżenie stóp procentowych podstawowych operacji refinansujących o 50 punktów bazowych do poziomu 3,75%; |
| 6 listopada 2008 r.    | Obniżenie stóp procentowych podstawowych operacji refinansujących o 50 punktów bazowych do poziomu 3,25%;   |
| 4 grudnia 2008 r.      | Obniżenie stóp procentowych podstawowych operacji refinansujących o 75 punktów bazowych do poziomu 2,5%;  |
| 18 grudnia 2008 r.     | Przywrócenie korytarza wahań wokół stopy procentowej dla podstawowych operacji refinansujących do 200 punktów bazowych ze skutkiem od 21 stycznia 2009 r.;  |
| 15 stycznia 2009 r.    | Obniżenie stóp procentowych podstawowych operacji refinansujących o 50 punktów bazowych do poziomu 2,0%;  |
| 21 stycznia 2009 r.    | Rozszerzenie korytarza wahań stopy operacji depozytowo-kredytowych ze 100 do 200 punktów bazowych;  |
| 5 marca 2009 r.        | Obniżenie stóp procentowych podstawowych operacji refinansujących o 50 punktów bazowych do poziomu 1,5%;  |
| 7 kwietnia 2009 r.     | Obniżenie stóp procentowych podstawowych operacji refinansujących o 25 punktów bazowych do poziomu 1,25%;   |
| 7 maja 2009 r.         | Obniżenie stóp procentowych podstawowych operacji refinansujących o 25 punktów bazowych do poziomu 1%;  |
| 15 maja 2009 r.        | Zwężenie korytarza wahań stopy operacji depozytowo-kredytowych z 200 do 150 punktów bazowych;   |
| III faza kryzysu       |   |
| 7 kwietnia 2011 r.     | Podniesienie stóp procentowych podstawowych operacji refinansujących o 25 punktów bazowych do poziomu 1,25%;  |
| 7 lipca 2011 r.        | Podniesienie stóp procentowych podstawowych operacji refinansujących o 25 punktów bazowych do poziomu 1,50%;  |

<sup>401</sup> J. M. Gonzáles-Páramo, *The Response of the Eurosystem to the Financial Crisis*, Keynote Speech at the European Parliament's Special Committee on the Financial, Economic and Social Crisis (CRIS), Brussels, 10 November 2009, s. 2.

| data                | opis działania   |
|---------------------|--|
| 3 listopada 2011 r. | Obniżenie stóp procentowych podstawowych operacji refinansujących o 25 punktów bazowych do poziomu 1,25%;  |
| 8 grudnia 2011 r.   | Obniżenie stóp procentowych podstawowych operacji refinansujących o 25 punktów bazowych do poziomu 1,00%;  |
| 11 lipca 2012 r.    | Obniżenie stóp procentowych podstawowych operacji refinansujących o 25 punktów bazowych do poziomu 0,75% ;<br>(obniżenie stopy depozytu w banku centralnym na koniec dnia do poziomu 0%) |

Źródło: opracowanie własne na podstawie <http://www.ecb.int/stats/monetary/rates/html/index.en.html>

## Wykres 5.2. Kształtowanie podstawowych stóp EBC w okresie styczeń 2007 – lipiec 2012



Źródło: opracowanie własne na podstawie <http://sdw.ecb.europa.eu/browseTable.do?node=2018801&trans=N>

Pomimo radykalnego obniżenia kosztu refinansowania w banku centralnym, sytuacja na rynkach finansowych w strefie euro w dalszym ciągu była napięta. Niewystarczająca skuteczność polityki stóp procentowych zmusiła EBC do podjęcia nadzwyczajnych środków polityki pieniężnej, których zadaniem było wsparcie efektywnej transmisji impulsów monetarnych w obrębie strefy euro. Zgodnie z zasadą *decoupling policy*<sup>402</sup> instrumenty te uruchomione zostały niezależnie od kontynuowanej polityki stóp procentowych.

### 5.1.2. Polityka pośredniego poluzowania ilościowego w reakcji na nadzwyczajne zapotrzebowanie sektora bankowego na płynność

Niestandardowe działania EBC w pierwszej fazie kryzysu sprowadzały się zasadniczo do zaspokajania zwiększonego zapotrzebowania sektora bankowego na płynność, przy jednoczesnym utrzymywaniu ogólnej strategii polityki pieniężnej w niezminionej formie. Oprócz omówionego wcześniej poluzowania polityki pieniężnej w drodze redukcji stóp procentowych głównych operacji refinansujących, dokonano także modyfikacji w zakresie

<sup>402</sup> zasada *decoupling* (*separation*) odnosi się do rozłączenia polityki bilansu banku centralnego uruchamianej niezależnie od prowadzonej polityki sterowania stopami procentowymi.

terminów i zapadalności operacji otwartego rynku oraz zakresu akceptowanych zabezpieczeń. W celu zniwelowania napięć na rynkach pieniężnych EBC podjął nadzwyczajne działania, które polegały na:

- wcześniejszym zapewnieniu płynności w okresie utrzymywania rezerwy obowiązkowej;
- zwiększeniu możliwości pozyskania płynnych środków dzięki dodatkowym dłuższym operacjom refinansującym;
- udostępnieniu finansowania w dolarach amerykańskich;

Z uwagi na napięcia występujące na rynku pieniężnym, EBC w pierwszej połowie 2008 r., zdecydował się na zapewnienie bankom większej płynności na początku okresu utrzymywania rezerwy, umożliwiając kontrahentom spełnienie zobowiązań w zakresie rezerwy obowiązkowej nieco wcześniej. W warunkach dużej niepewności i malejących obrotów rynkowych, zwłaszcza na długoterminowych segmentach rynku pieniężnego, instytucje kredytowe preferowały wcześniejsze wywiązanie się z nałożonych zobowiązań w tym zakresie. EBC redukował płynność na koniec okresu utrzymywania rezerwy obowiązkowej, zatem całkowity poziom płynności w całym wyznaczonym okresie pozostawał na niezmiennym poziomie. W kilku przypadkach w okresie utrzymywania rezerwy obowiązkowej EBC przeprowadził operacje dostrajające, które miały na celu przybliżenie poziomu krótkoterminowych stóp procentowych do poziomu stopy podstawowej<sup>403</sup>.

Drugim krokiem służącym zwiększeniu dostępu do płynności banku centralnego, było wprowadzenie dodatkowych dłuższych operacji refinansujących z trzy- i sześciomiesięcznym terminem zapadalności. Pierwsza decyzja w tym zakresie podjęta została w dniu 7 lutego 2008 r. i polegała na odnowieniu dwóch dodatkowych operacji 3-miesięcznych, wdrożonych po raz pierwszy w 2007 r., w celu wsparcia normalizacji sytuacji na rynku pieniężnym (początkowo na kwotę 60 mld EUR, a następnie na kwotę ograniczoną do 50 mld EUR). 28 marca 2008 r. podjęto decyzję o uruchomieniu kolejnych dodatkowych operacji 3-miesięcznych na kwotę 50 mld EUR oraz dwóch operacji 6-miesięcznych na kwotę 25 mld EUR każda. Operacje te zostały odnowione po upływie terminu ich zapadalności<sup>404</sup>. Dzięki zastosowaniu dodatkowych dłuższych operacji refinansujących, zwiększeniu uległa średnia zapadalność refinansowania, co służyło poprawie dostępu do pieniądza długoterminowego. Udział refinansowania długoterminowego w całości operacji refinansujących wzrósł z 33%

---

<sup>403</sup> *Raport Roczny 2008*, EBC, op. cit., s. 111.

<sup>404</sup> *Ibidem*, s. 111.

w pierwszej połowie 2007 r. do 61% w pierwszej połowie 2008 r. oraz 72% pod koniec 2008 r.<sup>405</sup>. Zmiany w warunkach refinansowania banków polegające na wydłużaniu terminów zapadalności pożyczek, spowodowały zwiększenie roli Eurosystemu jako pośrednika ułatwiającego dystrybucję płynnych środków w obrębie strefy euro. Obniżenie poziomu niepewności, jak również wydłużenie horyzontu czasowego w odniesieniu do zarządzania płynnością, służyły zachęceniu banków do kredytowania gospodarki, a także do utrzymania niskiego poziomu stóp procentowych na rynku pieniężnym.

Ramy operacyjne Eurosystemu w odniesieniu do głównych operacji otwartego rynku w okresie przed wybuchem kryzysu charakteryzowały się wbudowaną elastycznością. W porównaniu z innymi bankami centralnymi Eurosystem akceptował zabezpieczenia w postaci bardzo szerokiego zakresu aktywów (w tym papierów wartościowych zabezpieczonych wierzytelnościami, tj. ABS-ów, którym przyznano rating na poziomie AAA), zawierał transakcje z dużą liczbą uprawnionych podmiotów (około 1700 upoważnionych partnerów), a także, w przeważającej części, refinansował system bankowy za pomocą głównych operacji otwartego rynku, oprocentowanych według tej samej stopy procentowej niezależnie od rodzaju przedstawianych zabezpieczeń<sup>406</sup>. Okoliczności te sprawiły, że EBC w pierwszej fazie kryzysu nie musiał radykalnie dostosowywać ram operacyjnych, aby zapobiec zakłóceniom funkcjonowania systemu finansowego. Szeroki zakres aktywów kwalifikowanych w ramach wszystkich typów operacji kredytowych sprawiał, że, w procesie zaopatrywania instytucji finansowych w płynność, kwestia dostępności zabezpieczeń nie stanowiła większej przeszkody w pozyskiwaniu finansowania. Duża liczba podmiotów dopuszczonych do transakcji z Eurosystemem zapewniała natomiast bezpośrednią dostępność instytucji finansowych do płynności banku centralnego. Z uwagi na fakt, że refinansowanie systemu bankowego odbywało się za pośrednictwem terminowych operacji otwartego rynku, rozmiary tych operacji były znaczące w relacji do salda operacji wielu segmentów rynku finansowego (przykładowo pod koniec 2008 r. przekraczały 800 mld EUR, czyli opiewały na wyższą kwotę niż całkowita wartość rynku obligacji przedsiębiorstw strefy euro, bądź też stanowiły 50% europejskiego rynku papierów wartościowych zabezpieczonych aktywami). Powyższe czynniki w połączeniu z wydłużeniem terminu zapadalności regularnych operacji REPO pozwoliły bankom centralnym Eurosystemu na udzielenie wsparcia płynnościowego nie tylko bankom, ale pośrednio również rynkom

---

<sup>405</sup> *The Implementation of Monetary Policy Since August 2007*, op. cit., s. 76-91.

<sup>406</sup> Dla porównania SRF stosował odmienne stopy procentowe w zależności od przedstawionego zabezpieczenia, co służyć miało zminimalizowaniu wpływu przeprowadzanych operacji na ceny aktywów.

aktywów, w szczególności rynek ABS-ów. Wykorzystanie ABS-ów w transakcjach z bankiem centralnym uchroniło ten segment rynku przed załamaniem, ponieważ zapobiegło możliwym masowym wyprzedazom<sup>407</sup>. Warto zauważyć, że banki centralne Eurosystemu umożliwiały partnerom transakcji na złożenie wyższych zabezpieczeń, niż wymagałaby tego kwota refinansowania (*pooling system*), co wynikało przede wszystkim z potrzeby stworzenia ostrożnościowego bufora płynności, który mógł zostać wykorzystany w razie nagłej potrzeby zwiększenia refinansowania<sup>408</sup>.

Trzecią metodą oddziaływania na zaburzenia na rynkach finansowych było zapewnianie płynności w walutach obcych. W związku z niedoborem dolarów amerykańskich, EBC, korzystając ze środków, które otrzymał w ramach linii swapowych zawartych z Systemem Rezerwy Federalnej, związanych z krótkoterminowymi kredytami pod zastaw zabezpieczeń kwalifikowanych w operacjach kredytowych Eurosystemu, zaciągniętymi w ramach amerykańskiego programu TAF, zapewnił swoim kontrahentom finansowanie w tej walucie. Po dwóch miesiącach udostępniania płynności w tej postaci (grudzień 2007 r. oraz styczeń 2008 r.), w lutym 2008 r., wobec zmniejszonego zapotrzebowania na dolary amerykańskie, walutowe operacje zasilające zostały na krótko wstrzymane. W związku z kolejną falą turbulencji na rynkach finansowych kilka banków centralnych, w tym Eurosystem, podjęło skoordynowaną akcję polegającą na ponownym uruchomieniu finansowania w dolarach amerykańskich. Eurosystem początkowo oferował dolary amerykańskie w cyklu dwutygodniowym, o okresie zapadalności 28 dni, na kwotę 15 mld USD w każdym przetargu. W związku z utrzymującymi się napięciami na rynkach pieniężnych w maju 2008 r. kwotę przetargów zwiększono do 25 mld euro. Wychodząc naprzeciw zapotrzebowaniu banków na finansowanie w dolarach amerykańskich, 30 lipca 2008 r. EBC, we współpracy z Systemem Rezerwy Federalnej, ogłosił uruchomienie 84-dniowego kredytu krótkoterminowego denominowanego w dolarach amerykańskich, będącego uzupełnieniem istniejącego finansowania o 28-dniowym terminie zapadalności<sup>409</sup>.

### **5.1.3. Zarządzanie płynnością systemu bankowego po szoku wywołanym upadkiem banku Lehman Brothers - *Enhanced Credit Support***

Upadek amerykańskiego banku inwestycyjnego Lehman Brothers nasilił presję na europejskich rynkach finansowych, utrudniając dostęp do finansowania. Skutkiem

---

<sup>407</sup> S. Cheun, I. von Köppen-Mertes, B. Weller, *The collateral frameworks of the Eurosystem, The Federal Reserve System and the Bank of England and the financial market turmoil*, Occasional Paper Series, No 107/ December 2009, European Central Bank, Eurosystem, s. 23.

<sup>408</sup> Ibidem, s. 24.

<sup>409</sup> *Raport Roczny 2008*, EBC, op. cit., s. 112-113.

pogłębiającego się kryzysu finansowego, mającego negatywne skutki dla sfery realnej, było spowolnienie gospodarcze (łącznie w 2009 r. PKB w strefie euro spadło o 4%<sup>410</sup>) . Wyjątkowe okoliczności wywołane kryzysem finansowym spowodowały, iż EBC w prowadzonej polityce pieniężnej, oprócz sterowania stopą procentową, która osiągnęła bardzo niski poziom (*zero-lower bound*), uniemożliwiający dalsze jej obniżki, zaangażować musiał kolejne narzędzia niestandardowe, które miały służyć opanowaniu zaburzeń na rynku pieniężnym i wzmocnieniu efektu oddziaływania na poziom stóp rynku pieniężnego i kredytów bankowych za pomocą podstawowej stopy refinansującej. Wszystkie niestandardowe środki wprowadzone przez Radę Prezesów miały z definicji charakter przejściowy i uwzględniały konieczność utrzymania stabilności cen w średnim okresie, co uzyskano dzięki stabilizacji oczekiwań inflacyjnych na poziomie zgodnym z przyjętym celem inflacyjnym<sup>411</sup>. Środki nadzwyczajne zaprojektowano w sposób zapewniający ich łatwe wycofanie, gdy sytuacja na rynkach finansowych ponownie się znormalizuje.

W zdefiniowanej wcześniej tzw. drugiej fazie kryzysu EBC zastosował następujące instrumenty niekonwencjonalnej polityki pieniężnej, określane łącznie jako wzmocnienie wsparcia kredytowego (*Enhanced Credit Support*)<sup>412</sup>:

- dostarczenie bankom strefy euro, za odpowiednim zabezpieczeniem, nieograniczonych kwot płynności po stałej stopie we wszystkich operacjach refinansujących (w formie przetargów kwotowych z pełnym przydziałem),
- wydłużenie dłuższych operacji refinansujących do 1 roku (standardowo 3 miesiące),
- zapewnienie płynności w walutach obcych (USD, CHF),
- rozszerzenie listy kwalifikowanych zabezpieczeń,
- skup obligacji zabezpieczonych w ramach programu *Covered Bond Purchase Programme*.

W celu przeciwdziałania poważnym zakłóceniom, wynikającym z trudności pozyskania finansowania na rynku pieniężnym, w celu wzmocnienia efektu redukcji stóp procentowych, w dniu 8 października 2008 r. Rada Prezesów przyjęła nowatorskie rozwiązanie polegające na prowadzeniu wszystkich podstawowych operacji refinansujących w formie przetargów kwotowych o stałej stopie procentowej z pełnym przydziałem (*full allotment*)<sup>413</sup>. Poczynając od 15 października 2008 r., w operacjach refinansujących z

---

<sup>410</sup> *Raport Roczny 2009*, EBC, op. cit., s. 20.

<sup>411</sup> *Ibidem*, s. 18.

<sup>412</sup> *Ibidem*, s. 19.

<sup>413</sup> *Raport Roczny 2008*, Europejski Bank Centralny, op. cit., s. 113.

bankiem centralnym przestała zatem obowiązywać zmienna stopa przetargowa z określoną minimalną rentownością (*minimum bid rate*), a jej miejsce zajęła, po raz pierwszy od 28 stycznia 2000 r., stała stopa przetargowa (*fixed rate*). Począwszy od 30 października 2008 r. decyzję o zaspakajaniu całego popytu po stałej stopie procentowej rozszerzono także na długoterminowe operacje refinansujące, również te uruchomione dodatkowo. Podejmując decyzję o zmianie trybu przetargów, EBC dał bankom pewność, że mogą liczyć na nielimitowane wsparcie płynnościowe i nie muszą obawiać się o odrzucenie ofert.

Banki komercyjne w strefie euro skorzystały z rozwiązania udostępnionego przez EBC i zaczęły zasilać się w płynność na niespotykaną dotąd skalę. Z uwagi na utrzymującą się niepewność, pozyskane środki nie zostały jednak uruchomione do transakcji na rynku międzybankowym ani przeznaczone na wzmocnienie akcji kredytowej, lecz były deponowane na bezpiecznym rachunku w banku centralnym, oprocentowanym zgodnie z obowiązującą stopą depozytową. Banki europejskie ponosiły zatem koszt, wynikający z różnicy pomiędzy stopą procentową, stosowaną w operacjach refinansujących, a stopą depozytową. W obliczu turbulencji rynkowych ponoszony koszt miał jednak mniejsze znaczenie niż uzyskane tą drogą bezpieczeństwo, wynikające z dysponowania odpowiednio dużym buforem płynności. Mimo zmiany trybu przetargowego w operacjach otwartego rynku głównym animatorem rynku pieniężnego pozostał zatem EBC<sup>414</sup>.

Kolejnym elementem wzmocnionego wsparcia kredytowego było wydłużenie dłuższych operacji refinansujących. Decyzją Rady Prezesów z dnia 15 października 2008 r. wprowadzono zatem dodatkowe dłuższe operacje otwartego rynku oraz dokonano rolowania już istniejących. W każdym okresie utrzymywania rezerwy obowiązkowej przeprowadzono cztery dłuższe operacje refinansujące: jedną przez okres utrzymywania rezerwy, dwie o zapadalności 3-miesięcznej i jedną 6-miesięczną. Za pośrednictwem dłuższych operacji refinansujących do końca 2008 r. sektor finansowy otrzymał dodatkową płynność w wysokości 617 mld EUR, co stanowiło najwyższy w historii udział finansowania sektora bankowego w EBC (na poziomie 72% ogółu operacji otwartego rynku)<sup>415</sup>. W kolejnym roku EBC kontynuował politykę wydłużania operacji refinansujących, przy czym okres zapadalności został wydłużony do 12 miesięcy. W maju 2009 r. Rada Prezesów podjęła decyzję o przeprowadzeniu w czerwcu, wrześniu oraz grudniu 2009 r. trzech dłuższych operacji zasilających w płynność z 12-miesięcznym terminem zapadalności. Pierwsza z 12-miesięcznych dłuższych operacji refinansujących, przeprowadzona w dniu 24 czerwca

---

<sup>414</sup> D. Tymoczko, op. cit., s. 126.

<sup>415</sup> *Raport Roczny 2008*, Europejski Bank Centralny, op. cit., s. 119.

2009 r., przyczyniła się do udostępnienia systemowi bankowemu rekordowej kwoty 442 mld EUR po stałej stopie 1%. W rezultacie tej operacji wartość otwartych operacji refinansowych wzrosła do blisko 900 mld EUR, a stopy instrumentów rynku pieniężnego, również te o dłuższych terminach zapadalności, uległy obniżeniu<sup>416</sup>. Przyjęte rozwiązania przyczyniły się do złagodzenia napięć na rynku instrumentów krótkoterminowych, prowadząc do spadku stopy EONIA.

W związku z nasilającymi się napięciami na rynkach pieniężnych dolara amerykańskiego, objawiającymi się utrudnionym dostępem do finansowania w tej walucie dla instytucji spoza Stanów Zjednoczonych, w październiku 2008 r. Eurosystem zwiększył płynność w dolarach amerykańskich oferując swoim kontrahentom dodatkowe operacje refinansujące o terminie zapadalności początkowo 7-dniowym, a następnie 1-dniowym (przy zachowaniu wcześniejszego finansowania w ramach operacji 28- i 84-dniowych). Zwiększeniu uległy również oferowane kwoty (50 mld USD w ramach operacji jednodniowych, 40 mld USD w ramach operacji 28-dniowych i 20 mld USD w ramach operacji 84-dniowych). W związku z pojawiającym się problemem niewystarczającej dostępności kwalifikowanych zabezpieczeń, przy realizowaniu procedury pełnego przydziału środków w ramach operacji zapewniających płynność również w dolarach amerykańskich, Eurosystem, chcąc zniwelować tę niedogodność, w dniu 15 października 2008 r. zadeklarował uruchomienie transakcji swapów walutowych dla kursu EUR/USD.

Eurosystem wyszedł również naprzeciw zwiększonemu zapotrzebowaniu na franki szwajcarskie zgłaszanemu przez banki nieposiadające bezpośredniego dostępu do operacji Narodowego Banku Szwajcarii (SNB). W celu zwiększenia płynności na krótkoterminowych rynkach walutowych, 15 października 2008 r. EBC zawarł umowę swapową z SNB, dzięki której mógł zapewnić swoim kontrahentom finansowanie we frankach szwajcarskich. Płynność we frankach szwajcarskich udostępniana była w ramach swapów walutowych dla kursu EUR/CHF, po stałej cenie i maksymalnej kwocie przydziału, początkowo o okresie zapadalności 7-dniowej, a następnie 3-miesięcznej. Popyt na swapy walutowe we frankach szwajcarskich był dużo niższy od ustalonych przez EBC kwot maksymalnych, które wynosiły 20 mld EUR dla operacji 7-dniowych i 5 mld EUR dla operacji 84-dniowych.

Warto zauważyć, iż EBC zdecydował się również na wsparcie płynności w euro wielu banków centralnych spoza strefy euro, zawierając stosowne umowy z Węgierskim Bankiem Centralnym (do kwoty 5 mld EUR) oraz Narodowym Bankiem Polskim (do kwoty 10 mld

---

<sup>416</sup> *Raport Roczny 2009*, EBC, op. cit., s. 22.



EUR). Wsparcie to miało formę transakcji z przyrzeczeniem odkupu (repo). Współpracę banków centralnych na polu zasilania w płynność w walutach obcych należy uznać za absolutnie bezprecedensową, świadczącą o wspólnym zaangażowaniu władz monetarnych różnych krajów w łagodzenie napięć na rynkach walutowych.

Szok po upadku banku Lehman Brothers spowodował dramatyczny wzrost poziomu dysfunkcji rynku pieniężnego strefy euro, zmuszając Eurosystem do czasowej zmiany ram operacyjnych stosowanych w odniesieniu do operacji refinansujących. Ważną decyzją EBC, podjętą 15 października 2008 r., było rozszerzenie z dniem 22 października 2008 r. listy akceptowanych zabezpieczeń, przyjmowanych w ramach operacji refinansujących. Niekiedy można spotkać się z zarzutem pod adresem EBC, że rozszerzył listę kwalifikowanych zabezpieczeń dużo później niż inne banki centralne, jednakże należy mieć na względzie wspomniany wcześniej fakt, iż wyjściowa lista papierów wartościowych akceptowanych przez Eurosystem była dużo obszerniejsza niż w przypadku innych krajów<sup>417</sup>. Próg kredytowy dla zbywalnych i niezbywalnych aktywów kwalifikowanych został obniżony z poziomu „A-” do „BBB-”, za wyjątkiem papierów wartościowych zabezpieczonych aktywami, dla których próg jakości kredytowej określony został na poziomie „A-”. Wśród akceptowanych zabezpieczeń znalazły się również instrumenty dłużne emitowane przez instytucje kredytowe, w tym certyfikaty depozytowe, będące przedmiotem obrotu na rynkach nieregulowanych akceptowanych przez EBC. 14 listopada 2008 r. do listy akceptowanych zabezpieczeń dodano również zbywalne instrumenty dłużne wyemitowane w strefie euro i denominowane w dolarach amerykańskich, funtach szterlingach i jenach japońskich, pod warunkiem, że emitent miał siedzibę w Europejskim Obszarze Gospodarczym<sup>418</sup>. Możliwość uzyskania refinansowania w zamian za zabezpieczenia w postaci nie płynnych aktywów stanowiła skuteczne remedium dla niedoborów płynności, spowodowanych zatrzymaniem transakcji na rynku międzybankowym, wspomagając jednocześnie przywrócenie prawidłowego funkcjonowania rynku ABS-ów, których rynek „zamarł” po ogłoszeniu upadłości przez Lehman Brothers<sup>419</sup>. W 2008 r. nowe klasy aktywów przejściowo uznane za kwalifikowane stanowiły 3% ogólnej wartości złożonych zabezpieczeń rynkowych. Warto zaznaczyć, że udział papierów wartościowych zabezpieczonych aktywami w 2008 r. wyniósł 28%, podczas gdy w 2007 r. stanowił jedynie 16% ogółu plasowanych zabezpieczeń.

---

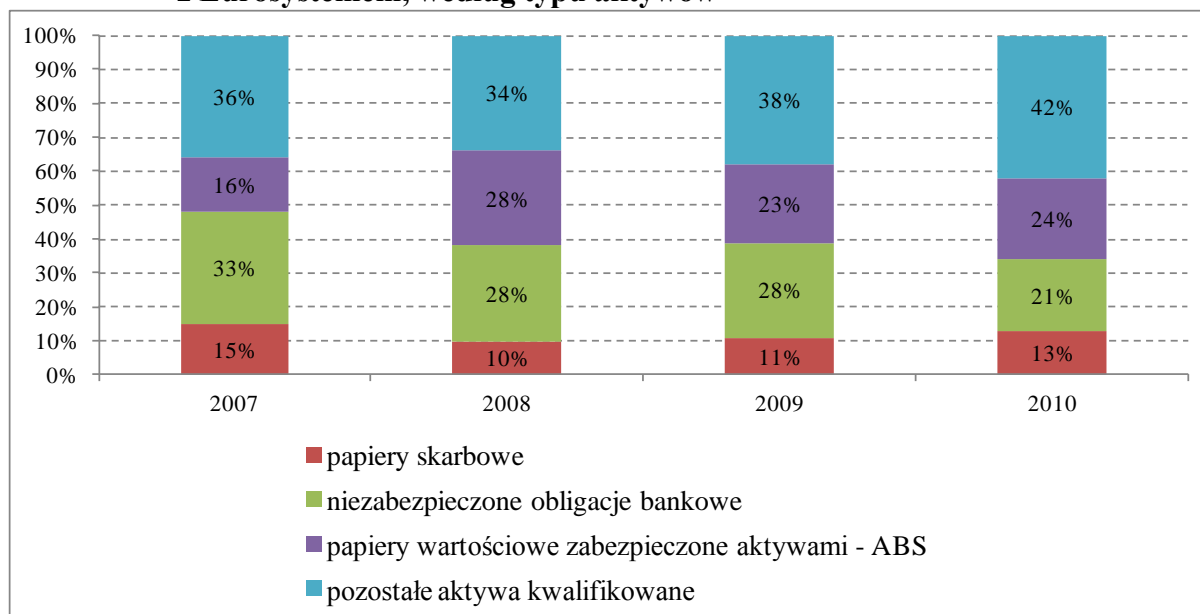
<sup>417</sup> J. M. Gonzáles-Páramo, op. cit., s. 3.

<sup>418</sup> *Raport Roczny 2008*, EBC, op. cit., s. 116.

<sup>419</sup> *The Monetary Police of the ECB 2011*, European Central Bank, Eurosystem, Third edition, May 2011, s. 43.

Porównanie struktury i wartości zabezpieczeń wykorzystanych w transakcjach z EBC w latach 2007-2011 zawiera wykres 5.3.

**Wykres 5.3. Udział aktywów wykorzystanych jako zabezpieczenia w operacjach z Eurosystemem, według typu aktywów**



Źródło: Raport roczny 2009, 2010, 2011, EBC, Eurosystem

Równoległe do decyzji dotyczących zwiększenia zakresu dopuszczalnych zabezpieczeń, Eurosystem intensywnie przeciwdziałał zwiększonemu ryzyku kumulującemu się w czasowych operacjach otwartego rynku, wprowadzając wyższy *haircuts* w odniesieniu do niezabezpieczonych obligacji bankowych i ABS-ów, a także zwiększając przejrzystość oceny ABS-ów, m.in. poprzez wprowadzenie obowiązku uzyskania oceny agencji ratingowej<sup>420</sup>.

Najbardziej innowacyjnym elementem nadzwyczajnego wsparcia płynnościowego zaoferowanego przez EBC w II fazie kryzysu, była jednak deklaracja skupu przez Eurosystem obligacji zabezpieczonych<sup>421</sup> wyemitowanych w strefie euro. Skup ten został uruchomiony

<sup>420</sup> S. Cheun, I. von Köppen-Mertes, B. Weller, op. cit., s. 25.

<sup>421</sup> *Covered bonds* – to dłużne papiery wartościowe (obligacje) zabezpieczone pulą pożyczek sektora publicznego lub pożyczek hipotecznych, w stosunku do których inwestorzy posiadają uprzywilejowaną pozycję na wypadek niewypłacalności emitenta. Emitent w celu zabezpieczenia roszczeń obligatariuszy wynikających z obligacji, może bowiem ustanowić określonego rodzaju zabezpieczenie, w tym przypadku hipotekę na nieruchomości stanowiącej własność emitenta lub podmiotu trzeciego, bądź też strumień spłat zadłużenia publicznego. *Covered bonds* zazwyczaj posiadają okres zapadalności od 2 do 10 lat i są atrakcyjnym instrumentem inwestycyjnym ze względu na stosunkowo wysoki rating uzależniony od jakości pożyczek, na bazie których zostały wyemitowane.

Opracowano na podstawie: <http://www.investopedia.com/terms/c/coveredbond.asp#ixzz1UYvU18vY>, <http://ecbc.hypo.org/Content/Default.asp?PageID=311>, <http://www.finance.egospodarka.pl/69304,Obligacje-zabezpieczone-hipotecznie,1,48,1.html> z dnia 17 sierpnia 2011 r.

w ramach programu *Covered Bonds Purchase Programme (CBPP)*<sup>422</sup>, na który to cel na mocy decyzji EBC/2009/16 z dnia 2 lipca 2009 r. przeznaczono kwotę 60 mld euro. Decyzja EBC podyktowana była niebagatelnym znaczeniem tego segmentu rynku dla zapewnienia płynności banków komercyjnych strefy euro. Rynek obligacji zabezpieczonych jest bowiem jednym z istotniejszych segmentów rynku obligacji prywatnych w Europie, stanowiącym cenne źródło kapitału długoterminowego dla banków, służącego w szczególności do finansowania portfela kredytów hipotecznych o stałej stopie procentowej. Emisja obligacji zabezpieczonych ułatwia bankom dopasowanie okresu zapadalności aktywów (w tym udzielonych kredytów hipotecznych) do źródeł ich finansowania, poprawiając zarządzanie ryzykiem stopy procentowej. Obligacje zabezpieczone są instrumentami o niskim ryzyku, bowiem umożliwiają regres zarówno do emitenta, jak i przedstawionego zabezpieczenia<sup>423</sup>.

Wartość rynku obligacji zabezpieczonych w strefie euro pod koniec 2007 r. wyniosła ponad 2 bln EUR wobec kwoty 1,5 bln EUR w 2003 r., zatem segment ten odnotował znaczący wzrost<sup>424</sup>. Ponad połowa wyemitowanych w 2007 r. obligacji tego typu zabezpieczona była kredytami hipotecznymi. Obligacje zabezpieczone różnią się jednak od instrumentów sekurytyzowanych pozostawieniem ryzyka kredytowego po stronie banku, a także niższym kosztem finansowania oraz zdecydowanie większą przejrzystością w zakresie ekspozycji na ryzyko. Brak transferu ryzyka zmusza instytucję finansową do wnikliwej oceny zdolności kredytobiorcy. Całkowita kwota alokacji programu CBPP stanowiła 5% wartości ogółu uprawnionych do transakcji obligacji zabezpieczonych i wydawała się wystarczająca do wsparcia obrotów w tym segmencie rynku. EBC działał jako katalizator ożywienia transakcji, a nie animator rynku ostatniej instancji (*Market Maker of Last Resort*)<sup>425</sup>.

Celem wsparcia ze strony EBC za pośrednictwem programu CBPP, oprócz ożywienia rynku obligacji zabezpieczonych, będącego istotnym elementem finansowania banków w strefie euro, było także:

- wspieranie procesu obniżania oprocentowania na rynku pieniężnym,
- łagodzenie warunków kredytowania dla instytucji finansowych i przedsiębiorstw,
- zachęcanie instytucji kredytowych do utrzymania, a nawet zwiększenia wielkości udzielanych kredytów,
- poprawa płynności istotnych segmentów rynku prywatnych papierów dłużnych.

---

<sup>422</sup> Ogłoszenie programu nastąpiło w dniu 7 maja 2009 r.

<sup>423</sup> *Covered Bonds in the EU Financial System*, December 2008, European Central Bank 2008, [http://www.ecb.int/pub/pdf/other/coverbondsintheeufinancialsystem200812en\\_en.pdf](http://www.ecb.int/pub/pdf/other/coverbondsintheeufinancialsystem200812en_en.pdf), s. 29.

<sup>424</sup> *Ibidem*, s. 8.

<sup>425</sup> J. M. Gonzáles-Páramo, *op. cit.*, s. 3.

Transakcje skupu *covered bonds*, zaplanowane na okres 12 miesięcy, zapoczątkowane zostały 6 lipca 2009 r. i odbywały się do 30 czerwca 2010 r. Skupem objęto papiery wartościowe spełniające następujące kryteria: (a) uprawnione do wykorzystywania w operacjach polityki pieniężnej, (b) denominowane w euro, (c) wyemitowane przez instytucję finansową funkcjonującą na terenie strefy euro, (d) utrzymywane i rozliczone na terenie strefy euro<sup>426</sup>. Skupem objęto 422 rodzaje obligacji zabezpieczonych w większości z terminem zapadalności od 3 do 7 lat, przy czym 27% transakcji przeprowadzono na rynku prywatnym, a 73% na rynku wtórnym. Średnia zapadalność skupionych obligacji wyniosła 4,12 roku. Całkowita kwota skupu uprawnionych obligacji zabezpieczonych wyniosła 55,8 mld EUR. EBC wyraził zamiar utrzymywania skupionych papierów wartościowych do terminu ich zapadalności<sup>427</sup>. Warto zaznaczyć, że program ten teoretycznie nie miał wpływu na ekspansję bilansu Eurosystemu, ponieważ podlegał sterylizacji, przeprowadzanej w drodze sprzedaży innych papierów wartościowych z portfela EBC.

Poprawa warunków na rynkach finansowych w ciągu 2009 r. skłoniła Radę Prezesów do podjęcia decyzji o wycofaniu części instrumentów nadzwyczajnej polityki pieniężnej m.in. poprzez stopniowe ograniczanie liczby i częstotliwości dłuższych operacji refinansujących<sup>428</sup>. W grudniu 2009 r. Rada Prezesów postanowiła, że 12-miesięczna dłuższa operacja refinansująca zaplanowana na ten miesiąc będzie ostatnią operacją z takim terminem zapadalności. Ponadto zdecydowano, że przeprowadzona zostanie jeszcze tylko jedna 6-miesięczna dłuższa operacja refinansująca - wyznaczona na marzec 2010 r. Jednocześnie zdecydowano o zaprzestaniu prowadzenia dodatkowych 3-miesięcznych dłuższych operacji refinansujących. W lutym 2010 r. EBC zaprzestał również prowadzenia operacji zasilających w płynność w walutach obcych.

Począwszy od operacji przeprowadzonej 28 kwietnia 2010 r. powrócono do trybu przetargu procentowego w regularnych 3-miesięcznych dłuższych operacjach refinansujących. Rada Prezesów zdecydowała jednakże o utrzymaniu, co najmniej do października 2010 r., przetargu kwotowego z pełnym przydziałem zarówno w stosunku do podstawowych, jak i dodatkowych dłuższych operacji refinansujących<sup>429</sup>. Stopniowe wycofywanie się z operacji nadzwyczajnych przeciwdziałać miało sytuacjom patologicznym,

---

<sup>426</sup> <http://www.ecb.int/mopo/liq/html/index.en.html#portfolios> [data dostępu 17.07.2012]

<sup>427</sup> J. Beirne i in., *The Impact of the Eurosystem's Covered Bond Purchase Programme on the Primary and Secondary Markets*, Occasional Paper Series No 122/January 2011, s. 5.

<sup>428</sup> Ostatnia 12-miesięczna operacja przeprowadzona została w grudniu 2009 r., ostatnia 6-miesięczna w marcu 2010 r., a począwszy od kwietnia 2010 r. zmniejszono także liczbę operacji 3-miesięcznych.

<sup>429</sup> *Raport Roczny 2009*, Europejski Bank Centralny, Eurosystem, 2010, s. 20

kiedy uczestnicy rynku nadmiernie polegają na awaryjnej płynności oferowanej przez bank centralny, jak również ulegają pokusie nadużycia.

#### **5.1.4. Polityka antykryzysowa EBC w okresie nasilenia kryzysu finansów publicznych w wybranych krajach członkowskich strefy euro**

Na przełomie kwietnia i maja 2010 r., po chwilowej poprawie sytuacji, na europejskich rynkach pieniężnych rozpoczął się nowy etap kryzysu finansowego związany z niestabilnością rynków finansów publicznych kilku krajów strefy euro. Wśród przyczyn pogłębiania się kryzysu finansowego należy wymienić koszty publiczne działań ratunkowych rządów europejskich, podjęte w reakcji na amerykański kryzys finansowy (m.in. dokapitalizowanie instytucji finansowych, ponoszących straty z tytułu inwestycji w toksyczne aktywa), a także różnice strukturalne w obrębie Unii Europejskiej, w szczególności rozwarstwienie w poziomie produktywności w stosunku do kosztów pracy gospodarek Północy i Południa<sup>430</sup>.

Wysokie deficyty publiczne, pogarszające się relacje wielkości długu publicznego do PKB, a także zwiększające się zobowiązania warunkowe z tytułu gwarancji udzielonych bankom, doprowadziły do poważnych zaburzeń w funkcjonowaniu rynków obligacji skarbowych. Wyznacznikiem wzrostu ryzyka w tym segmencie rynku był wzrost różnic pomiędzy oprocentowaniem dziesięcioletnich obligacji skarbowych, krajów odnotowujących problemy z obsługą długu publicznego, a stawką referencyjną bezpiecznych obligacji niemieckich, a także wzrost rozpiętości swapów kredytowych długu państwowego (*credit default swaps*)<sup>431</sup>. Począwszy od stycznia 2010 r. największy wzrost rentowności odnotowały obligacje skarbowe Grecji, a w drugim kwartale 2010 r. również Irlandii i Portugalii, a także w mniejszym stopniu Hiszpanii, Włoch i Belgii (wykres 5.4.). Czynnikiem nasilającym kryzys zaufania inwestorów do wypłacalności Grecji było obniżenie ratingu obligacji greckich do poziomu spekulacyjnego. Dalszy wzrost rozpiętości rentowności obligacji skarbowych Grecji, Portugalii i Hiszpanii w stosunku do wartości referencyjnych wyznaczonych przez oprocentowanie obligacji niemieckich, spowodowany obniżeniem ratingów długu sektora publicznego w tych krajach, miał miejsce w marcu 2011 r. W przypadku Grecji i Portugalii tendencja wzrostowa utrzymała się do końca 2011 r. Napięcia na rynkach obligacji, dotyczące początkowo przede wszystkim Grecję, Irlandię i Portugalię, w ciągu 2011 r. zaczęły się rozprzestrzeniać na inne kraje strefy euro.

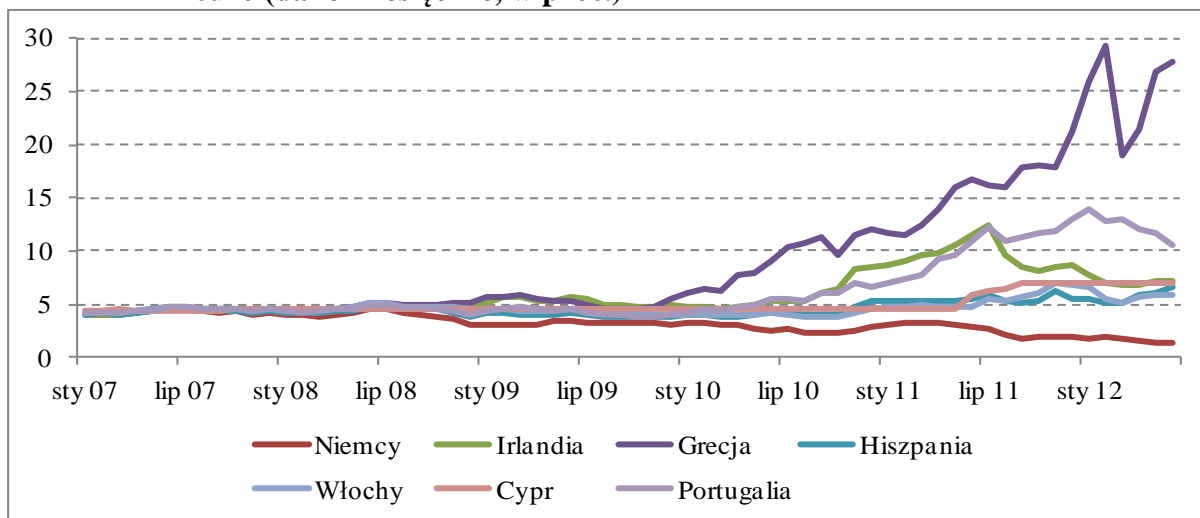
---

<sup>430</sup> H. B. Schäfer, A. Radwan, *Terapie w europejskim kryzysie*, Rzeczpospolita z 18.09.2012 r., s. B11.

<sup>431</sup> *Raport roczny 2010*, Europejski Bank Centralny, Eurosystem, 2011, s. 43.

W obawie o właściwą transmisję impulsów polityki pieniężnej, Rada Prezesów postanowiła kontynuować realizowany od 2008 r. program nadzwyczajnego wsparcia płynnościowego, rozwijając go zgodnie z potrzebami o nowe elementy niekonwencjonalnej polityki pieniężnej. Jednocześnie w związku z obawami o stabilność finansów publicznych w niektórych krajach strefy euro EBC przywrócił część środków niestandardowych wycofanych w poprzednich miesiącach.

**Wykres 5.4. Porównanie oprocentowania 10-letnich obligacji wybranych krajów strefy euro (dane miesięczne, w proc.)**



Źródło: opracowanie własne na podstawie <http://www.ecb.int/stats/money/long/html/index.en.html>

Narzędzia niestandardowe wdrożone przez EBC w trzeciej fazie kryzysu obejmują:

- uruchomienie programu dotyczącego papierów wartościowych,
- przedłużenie czasu obowiązywania przetargów z pełnym przydziałem po stałej stopie procentowej (okres obowiązywania wydłużono do co najmniej końca czerwca 2012 r.),
- dostarczenie dodatkowej płynności w dolarach amerykańskich na czas około 3 miesięcy,
- wznowienie programu skupu obligacji zabezpieczonych (CBPP)<sup>432</sup>,
- uruchomienie dodatkowych dłuższych operacji refinansujących o terminie zapadalności do 3 lat (w dwóch turach: 21 grudnia 2011 r. oraz 29 lutego 2012 r.),
- rozszerzenie listy akceptowanych zabezpieczeń o należności z tytułu kredytów dla sektora małych i średnich przedsiębiorstw.

Biorąc pod uwagę niekorzystny rozwój sytuacji na rynkach obligacji oraz znaczenie rynku obligacji dla prawidłowej transmisji impulsów polityki pieniężnej<sup>433</sup>, w dniu 10 maja

<sup>432</sup> Decision of The European Central Bank of 3 November 2011 on the implementation of the second covered bond purchase programme (ECB/2011/17),

[http://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/en\\_ecb\\_2011\\_17\\_\\_f\\_sign.pdf](http://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/en_ecb_2011_17__f_sign.pdf)

<sup>433</sup> Transmisja impulsów polityki pieniężnej na rynku obligacji odbywa się za pośrednictwem:

2010 r. na mocy decyzji EBC/2010/5 Rada Prezesów EBC zdecydowała się na interwencję w tym segmencie rynku za pomocą programu skupu papierów wartościowych (*Securities Market Programme, SMP*). Na mocy ww. decyzji banki centralne Eurosystemu upoważnione zostały do skupowania: (1) na rynkach wtórnych - uprawnionych instrumentów dłużnych wyemitowanych przez rządy lub podmioty publiczne z siedzibą w krajach członkowskich<sup>434</sup> oraz (2) na rynkach pierwotnych i wtórnych - uprawnionych instrumentów dłużnych wyemitowanych przez prywatne przedsiębiorstwa strefy euro<sup>435</sup>. Warto zatem podkreślić, że założenia programu uwzględniały zakaz finansowania długu publicznego przez bank centralny na rynku pierwotnym. Podobnie jak wcześniej wprowadzone narzędzia niestandardowe, określane mianem „nadzwyczajnego wsparcia kredytowego”, SMP z definicji zaprojektowany został jako instrument przejściowy, służący utrzymaniu stabilności cen w średnim okresie<sup>436</sup>.

Bezpośrednim celem programu było zasilenie w płynność czasowo upośledzonych segmentów rynku dłużnych papierów wartościowych strefy euro, niezwykle istotnych dla właściwej transmisji impulsów polityki pieniężnej. Warto zaznaczyć, iż płynność zapewniona za pośrednictwem programu SMP podlegała sterylizacji za pomocą operacji dostrajających absorbujących płynność, zatem nie przyczyniła się do zmiany wielkości podaży pieniądza, a co za tym idzie nie stwarzała zagrożenia inflacyjnego<sup>437</sup>. Wsparcie EBC na rynku obligacji wynikało także z chęci zmniejszenia ryzyka po stronie banków komercyjnych związanego z utrzymywaniem portfeli dłużnych papierów skarbowych krajów zagrożonych upadłością. Według stanu na dzień 25 marca 2011 r. łączna kwota papierów wartościowych skupionych w ramach SMP wyniosła 76,7 mld EUR i odpowiadała wartości zasobów płynności

- 
- kanału cenowego – oprocentowanie obligacji skarbowych jest zazwyczaj jednym z głównych czynników determinujących stawki oprocentowania jakie muszą płacić podmioty finansowe i przedsiębiorstwa przy emisji własnych obligacji;
  - kanału bilansowego – gwałtowny spadek cen obligacji, wynikający ze znacznego wzrostu długoterminowych stóp procentowych, spowodowanego zaburzeniami na rynkach obligacji, powoduje wysokie straty portfelowe, zarówno w sektorze finansowym, jak i niefinansowym, co osłabia zdolność banków do kredytowania gospodarki;
  - kanału płynnościowego – niska płynność na rynkach obligacji skarbowych zmniejsza ich wykorzystanie jako zabezpieczenia w operacjach refinansujących, pogarszając dostępność kredytów bankowych.

Opracowano na podstawie: *Raport roczny 2010*, EBC, Eurosystem, 2011, s. 20-21.

<sup>434</sup> Zgodnie z przepisami traktatu wszystkie transakcje zakupu obligacji skarbowych przeprowadzone przez Eurosystem mogą odbywać się wyłącznie na rynkach wtórnych.

<sup>435</sup> *Decision of the European Central Bank of 14 May 2010 establishing a securities market programme* (ECB/2010/5), (2010/281/EU), Official Journal of the European Union.

<sup>436</sup> *Raport roczny 2010*, EBC, op. cit., s. 18.

<sup>437</sup> <http://www.ecb.int/press/pr/date/2010/html/pr100510.en.html>

zaabsorbowanych z rynku pieniężnego<sup>438</sup>. Pierwsza faza programu została zakończona w marcu 2011 r.

Kolejna odsłona kryzysu finansowego, która objawiła się w sierpniu 2011 r. na skutek dalszych problemów finansów publicznych kilku peryferyjnych krajów strefy euro, skłoniła EBC do ponownego działania za pośrednictwem niekonwencjonalnych instrumentów polityki pieniężnej<sup>439</sup>. Wysokie ryzyko zakłóceń funkcjonowania rynków długu państwowego, jak również niebezpieczeństwo rozprzestrzeniania się napięć na inne rynki, skłoniło Radę Prezesów EBC do wznowienia w drugiej połowie 2011 r. programu SMP, przy zachowaniu wcześniejszych założeń ramowych w odniesieniu do sterylizacji zwiększonej płynności, jak i ograniczenia skupu obligacji skarbowych wyłącznie do rynków wtórnych. Reaktywacja programu SMP miała ułatwić przeprowadzenie reform i planów fiskalnych, do których zobowiązały się generujące problemy kraje strefy euro. Na koniec 2011 r. saldo obligacji skupionych w ramach programu dotyczącego papierów wartościowych, wykazane w bilansie Eurosystemu, wyniosło 211,4 mld EUR<sup>440</sup>.

W trzeciej fazie kryzysu, wynikającej w głównej mierze z zaburzeń na rynkach obligacji skarbowych peryferyjnych krajów strefy euro, pojawiły się także napięcia związane z utrudnionym dostępem do finansowania w walutach obcych. W celu przeciwdziałania niedoborom dolara amerykańskiego, w dniu 10 maja 2010 r. odnowiono wygasłą w lutym 2010 r. tymczasową linię swapową, zawartą z Systemem Rezerwy Federalnej w 2007 r. Linia ta była w późniejszym czasie dwukrotnie reaktywowana w 2011 r. i obecnie obejmuje okres do 1 lutego 2013 r. włącznie. Pozyskaną płynność w dolarach amerykańskich EBC udostępniał swoim kontrahentom w formie umów z przyrzeczeniem odkupu, przeprowadzanych w postaci przetargów kwotowych z pełnym przydziałem pod zastaw kwalifikowanych zabezpieczeń. W dniu 17 grudnia 2010 r. EBC w ramach działań zapobiegawczych zawarł również umowę swapową z Bankiem Anglii, opiewająca na kwotę do 10 mld GBP, z terminem ważności do końca września 2011 r., przedłużonym następnie do 28 września 2012 r. Uruchomiona linia swapowa nie została wykorzystana w praktyce<sup>441</sup>. 30 listopada 2011 r., w ramach skoordynowanych działań z innymi bankami centralnymi, EBC ustanowił tymczasową sieć wzajemnych linii swapowych, stanowiących rozwiązanie rezerwowe na wypadek nieprzewidzianych okoliczności. Banki uczestniczące w tej umowie

---

<sup>438</sup> <http://www.ecb.int/press/pr/wfs/2011/html/fs110531.pl.html>

<sup>439</sup> L. Baj, P. Maciejewicz, *Na ratunek euro*, Gazeta Wyborcza nr 190 z 17.08.2011 r., s. 1.

<sup>440</sup> *Raport roczny 2011*, EBC, Eurosystem, 2011, s. 16.

<sup>441</sup> *Raport roczny 2010*, EBC, op. cit., s. 109.



zobowiązały się do wzajemnego dostarczania płynności w każdym kraju i w każdej walucie w ramach walut i krajów banków podpisujących umowę<sup>442</sup>.

Na początku maja 2010 r., w celu uniknięcia rozprzestrzeniania się kryzysu rynku obligacji na inne segmenty rynku finansowego, EBC przywrócił także niektóre z wycofanych wcześniej środków niestandardowych. Najważniejszą decyzją w tym zakresie było przywrócenie trybu przetargu kwotowego z pełnym przydziałem w regularnych trzymiesięcznych dłuższych operacjach refinansujących. Na kolejnych posiedzeniach (we wrześniu i grudniu 2010 r.) Rada Prezesów postanowiła zastosować tryb przetargu kwotowego z pełnym przydziałem dla wszystkich dłuższych operacji refinansujących. Nasilenie negatywnych tendencji na rynkach obligacji skarbowych w 2011 r. skłoniły Radę Prezesów do podjęcia w sierpniu 2011 r. decyzji o utrzymaniu trybu przetargów kwotowych z pełnym przydziałem. Postanowiono także, że tryb ten będzie obowiązywał co najmniej do połowy 2012 r.

Kolejne zaostrzenie kryzysu finansowego w strefie euro miało miejsce w listopadzie 2011 r. i objawiało się „wyschnięciem” rynków międzybankowych oraz niebezpieczeństwem wystąpienia zjawiska *credit crunch*. Wbrew wcześniejszym oczekiwaniom<sup>443</sup> wznowiono wówczas program skupu obligacji zabezpieczonych (CBPP), którego realizację zaplanowano w okresie od listopada 2011 r. do października 2012 r. Druga edycja skupu obligacji zabezpieczonych opiewać miała na łączną kwotę 40 mld EUR. Na koniec 2011 r. wartość obligacji zabezpieczonych skupionych w ramach wznowionego programu CBPP wyniosła 3,1 mld EUR. Wzmocnieniu akcji kredytowej służyć miały również zapowiedziane przez EBC dłuższe operacje refinansujące o niestandardowym terminie zapadalności. Decyzją z dnia 6 października 2011 r. uruchomiono dwie dłuższe operacje refinansujące, przeprowadzone w trybie przetargu kwotowego z pełnym przydziałem, z terminem realizacji w październiku oraz grudniu 2011 r., o okresie zapadalności odpowiednio około 12 miesięcy oraz około 13 miesięcy<sup>444</sup>.

Spektakularną decyzją EBC służącą wzmocnieniu kolejnej fazy wsparcia akcji kredytowej (*Enhanced Credit Support*) było także ogłoszenie dwóch dłuższych operacji refinansujących o, najdłuższym jak dotychczas, terminie zapadalności, wynoszącym 3 lata (LTRO), z możliwością wcześniejszej spłaty po upływie roku. Pierwsza z trzyletnich dłuższych operacji refinansujących, przeprowadzona 21 grudnia 2011 r., zasilila system

---

<sup>442</sup> *Raport roczny 2011*, op. cit., s. 92.

<sup>443</sup> J. Beirne i in., op. cit., s. 6.

<sup>444</sup> *Raport roczny 2011*, EBC, op. cit., s. 15.

bankowy bardzo wysoką kwotą 489,2 mld EUR, druga natomiast, udzielona 29 lutego 2012 r., dostarczyła bankom jeszcze wyższej kwoty refinansowania w wysokości 529,5 mld EUR<sup>445</sup>. Ogółem w ramach tych dwóch operacji EBC udzielił refinansowania 1323 podmiotom na ogólną kwotę ponad 1 bln EUR (tabela 5.2).

**Tabela 5.2. 3-letnie dłuższe operacje refinansujące (LTRO) przeprowadzone przez EBC**

| data ogłoszenia   | zadeklarowana kwota (mld EUR) | liczba partnerów |
|-------------------|-------------------------------|------------------|
| 21 grudnia 2011   | 489                           | 523              |
| 29 lutego 2012 r. | 529                           | 800              |

Zródło: B. K. Kisselevsky, *The role of the ECB in the crisis*, DirCom and EuroTeam Meeting, Warsaw, 6 July 2012, s. 12-13.

W związku z eskalacją kryzysu finansów publicznych kolejnym niestandardowym działaniem EBC było dalsze obniżenie wymagań co do kwalifikowanych zabezpieczeń stosowanych w operacjach refinansujących poprzez obniżenie najniższego dopuszczalnego ratingu dla papierów wartościowych zabezpieczonych aktywami (ABS) oraz zezwolenie krajowym bankom centralnym na przyjmowanie zabezpieczeń w postaci regularnie obsługiwanych kredytów bankowych spełniających określone kryteria kwalifikacji.

EBC starał się również oddziaływać na nastroje panujące na rynku za pośrednictwem polityki komunikacyjnej. Przykładowo ustna deklaracja Prezesa EBC, Mario Draghi, złożona w lipcu 2012 r., że EBC uczyni wszystko, co możliwe w ramach jego mandatu, aby uratować strefę euro, odczytana została jako zapowiedź wznowienia skupu obligacji państw zadłużonych i przyczyniła się do obniżenia rentowności m.in. papierów rządowych Włoch oraz Hiszpanii<sup>446</sup>. Warto zaznaczyć, że deklaracji tej towarzyszył komunikat, że kolejne interwencyjne transakcje skupu obligacji odbywać się będą z udziałem funduszy pomocowych, tj. Europejskiego Funduszu Stabilizacyjnego (*European Financial Stability Facility* – EFSF) lub Europejskiego Mechanizmu Stabilizacyjnego (*European Stability Mechanism* – ESM) i obwarowane będą koniecznością wcześniejszej naprawy finansów publicznych<sup>447</sup>. Sierpniowe komunikaty EBC okazały się niewystarczającym remedium na napięcia panujące na rynku, o czym świadczył wzrost rentowności 10-letnich obligacji hiszpańskich do 7,1%<sup>448</sup>.

Zgodnie z wcześniejszymi zapowiedziami i oczekiwaniami rynków finansowych, w dniu 6 września 2012 r., Rada Zarządzająca EBC podjęła decyzję o wdrożeniu programu

<sup>445</sup> Ibidem, s. 16.

<sup>446</sup> G. Siemionczyk, *Nadzieja w bankach centralnych*, Rzeczpospolita nr 177 z dnia 31.12.2012 r., s. B2-B3.

<sup>447</sup> A. Kamińska, G. Siemionczyk, *Tańszy pieniądz nas nie uratuje*, Rzeczpospolita nr 180 z 3.08.2012 r., s. B2-B3.

<sup>448</sup> T. Bielecki, L. Baj, *Euro na wieki wieków*, Gazeta Wyborcza nr 180 z 3.08.2012 r., s. 18.

*Outright Monetary Transactions* (OMT), polegającego na skupie obligacji rządowych zadłużonych państw strefy euro o terminie zapadalności od 1 do 3 lat. U podstaw podjętej decyzji leżała determinacja EBC do podjęcia wszelkich środków w celu uniknięcia rozpadu strefy euro, bowiem, jak to określił prezes EBC, euro „jest projektem nieodwracalnym”.

O uruchomieniu programu OMT zadecydowały następujące przesłanki<sup>449</sup>:

- zwiększona awersja inwestorów zagranicznych do utrzymywania obligacji skarbowych niektórych krajów strefy euro,
- duża zmienność poziomu płynności i rentowności na rynku obligacji,
- szeroko rozpowszechnione obawy o ryzyko redenominacji, czyli wystąpienia z unii walutowej.

Oficjalnie ogłaszanym celem programu jest utrzymanie jednolitej polityki pieniężnej w ramach strefy euro oraz usprawnienie właściwej transmisji impulsów monetarnych do sfery realnej w obrębie całej unii monetarnej, w sposób zapewniający realizację celu nadrzędnego, którym jest zapewnienie stabilności cen. Zadaniem OMT będzie likwidowanie ostrych zakłóceń występujących na rynkach obligacji rządowych, które powstały w związku z, jak to określił prezes EBC, bezzasadnymi obawami części inwestorów o odejście od euro i powrót do walut lokalnych<sup>450</sup>. Celem podjętych działań jest w praktyce obniżenie kosztów zaciągania nowych długów przez Hiszpanię oraz Włochy, bowiem koszt utrzymującej się wysokiej rentowności obligacji jest na dłuższą metę niemożliwy do udźwignięcia dla kraju korzystającego z tej formy finansowania<sup>451</sup>. Dokonując interwencji na rynku obligacji rządowych, EBC nie będzie kierował się wyłącznie wysokością poziomu rentowności papierów skarbowych, odnosząc go do założonego górnego limitu, lecz będzie uwzględniał także takie wskaźniki jak *Credit Default Swap Spreads* (CDS), *bid-ask spreads*, a także ogólne warunki płynności na rynku oraz samą zmienność rentowności obligacji<sup>452</sup>. Decyzje co do uruchomienia, kontynuacji lub zawieszenia OMT, podejmowane będą autonomicznie przez Radę Zarządzającą EBC, kierującą się własną oceną przydatności programu w kontekście realizacji mandatu polityki pieniężnej. Podobnie jak poprzednie programy polegające na bezpośrednim skupie papierów wartościowych przez bank centralny,

---

<sup>449</sup> *Stability guardians and crises managers: central banking in times of crises and beyond*, Distinguished Lecture by Jörg Asmussen, Member of the Executive Board of the ECB, House of Finance, Goethe Universität, Frankfurt am Main, 11 September 2012, s. 3

<sup>450</sup> M. Draghi, V. Consancio, *Introductory statement to the press conference (with Q&A)*, Frankfurt am Main, 6 September 2012, s. 1, [www.ecb.int/pressconf/2012/html/is120906.en.html](http://www.ecb.int/pressconf/2012/html/is120906.en.html)

<sup>451</sup> A. Lubowski, *Bankier wszechmogący*, Gazeta Wyborcza nr 211 z 10.09.2012 r., s. 20.

<sup>452</sup> M. Draghi, V. Consancio, *Introductory statement to the press conference (with Q&A)*, op. cit., s. 4.

dodatkowa płynność systemu bankowego będzie w pełni sterylizowana za pośrednictwem operacji otwartego rynku<sup>453</sup>.

Cechą charakterystyczną programu OMT jest jego warunkowość (*conditionality*), a także brak wyznaczenia limitu rozmiarów skupu oraz przewidywanego horyzontu czasowego, w którym EBC będzie przeprowadzał operacje. Warunkiem koniecznym zawarcia bezpośrednich transakcji monetarnych z EBC jest bezwzględne uzależnienie od korzystania przez dany kraj członkowski z pomocy w ramach funduszu ratunkowego EFSF, a – po ratyfikowaniu porozumienia międzyrządowego zawartego pomiędzy państwami strefy euro -funduszu ESM<sup>454</sup>. Udzielenie pożyczki w ramach powyższych funduszy odbywa się na prośbę kraju członkowskiego, po zatwierdzeniu przez Eurogrupę (składającą się z ministrów finansów strefy euro) programu naprawczego, wynegocjowanego z Komisją Europejską oraz Międzynarodowym Funduszem Walutowym. Z udogodnień tych mogą skorzystać wyłącznie te kraje, które mają trudności z pozyskaniem finansowania na rynku prywatnym. Programy naprawcze, stanowiące warunek otrzymania pomocy, mogą przybrać formę pełnego makroekonomicznego programu dostosowawczego bądź też programu zapobiegawczego, w formie wzmocnionej linii kredytowej (*Enhanced Conditions Credit Line*), pod warunkiem, że zawierają możliwość skupu obligacji na rynku pierwotnym przez fundusze EFSF/ESM. *Outright Monetary Transactions*, odmiennie do poprzedniego programu skupu obligacji tj. SMP, zawiera zatem wbudowany mechanizm pobudzający kraje członkowskie do przeprowadzenia niezbędnych reform strukturalnych oraz dotyczących konsolidacji finansów publicznych, stanowiąc istotny krok w kierunku odzyskania zrównoważonego rozwoju strefy euro w długim okresie. Uzależnienie uruchomienia programu od korzystania z udogodnień oferowanych przez EFSF/ESM jest także kluczowym czynnikiem służącym zminimalizowaniu obaw o wystąpienie pokusy nadużycia<sup>455</sup>.

Program bezpośredniego skupu obligacji jest szansą na polityczny konsensus, bowiem interwencje EBC muszą zostać poprzedzone zgodą ministrów finansów wszystkich krajów

---

<sup>453</sup> *Press Release, 6 September – technical features of Outright Monetary Transactions*, [www.ecb.int/press/pr/date/2012/html/pr120906\\_1en.html](http://www.ecb.int/press/pr/date/2012/html/pr120906_1en.html) [data dostępu 14.09.2012]

<sup>454</sup> Przewaga funduszu ESM nad EFSF oraz EFSM, których zadania ma przejąć, polega na jego ulokowaniu poza ramami instytucjonalnymi UE. Fundusz ten będzie ponadto dysponował wyższym kapitałem subskrybowanym, który ma wynieść 700 mld EUR (dla porównania EFSF posiada kapitał początkowy wynoszący ok. 30 mld EUR). Ważną kwestią z punktu widzenia odpowiedzialności za zobowiązania zaciągane na rynkach na potrzeby udzielanych pożyczek, będzie zaliczanie zobowiązania na poczet długu ESM, bez obciążania długu publicznego państw członkowskich. Konstrukcja ESM wydaje się bardziej wiarygodna niż EFSF, a mechanizm ten w założeniu może być wykorzystywany do walki z różnym rodzajem kryzysów (bankowym, fiskalnym). Opracowano na podstawie: M. Koczor, P. Tokarski, *Trzeba więcej miliardów euro*, Rzeczpospolita nr 209 z 7.09.2012 r., s. B11.

<sup>455</sup> *Stability guardians and crises managers: central banking in times of crises and beyond*, op. cit., s. 3.

strefy euro. Warunkowość programu zdejmuje z EBC obowiązek formułowania celów polityki gospodarczej w odniesieniu do państwa-beneficjenta pomocy. Konieczność uzyskania formalnej zgody ze strony wszystkich krajów strefy euro stanowi ponadto zabezpieczenie dla EBC przed ewentualną skargą do Europejskiego Trybunału z tytułu naruszenia postanowień Traktatu z Lizbony w zakresie np. finansowania długu publicznego przez bank centralny, czy też w związku z wystąpieniem nadmiernej presji inflacyjnej<sup>456</sup>.

Decyzja o wznowieniu skupu obligacji rządowych przez EBC wzbudza jednak sprzeciw ze strony prezesa niemieckiego Bundesbanku – Jensa Weidmana, zdaniem którego udzielana przez EBC pomoc krajom zadłużonym, obniżając rentowność papierów rządowych, a co za tym idzie koszt finansowania długu, niepotrzebnie opóźnia konieczne reformy. Skup obligacji zadłużonych krajów przez bank centralny oznacza również przyjęcie przez strefę euro odpowiedzialności zbiorowej, z czym trudno pogodzić się krajom przestrzegającym dyscypliny budżetowej<sup>457</sup>. Prezes Bundesbanku nie jest jedynym Niemcem kontestującym decyzje EBC – w przeszłości rezygnację ze swoich stanowisk na znak protestu złożyli również - Axel Weber (poprzedni prezes Bundesbanku) oraz Jürgen Stark (członek zarządu EBC). Paradoksalnie programu wykupu obligacji nie kwestionuje inny niemiecki członek Rady Prezesów – Jörg Asmussen, co sprawia, że protesty prezesa Bundesbanku tracą nieco na wiarygodności<sup>458</sup>.

Kalendarium działań niestandardowych uruchomionych przez EBC w obliczu zakłóceń na rynkach finansowych, zaprezentowane zostało w tabeli 5.3.

**Tabela 5.3. Kalendarium wdrożenia przez EBC niestandardowych instrumentów polityki pieniężnej w odpowiedzi na pogłębiające się zaburzenia na rynkach finansowych**

| data                           | opis działania   |
|--------------------------------|--|
| faza I                         |  |
| grudzień 2007, styczeń 2008 r. | Udostępnienie kontrahentom EBC płynności w dolarach amerykańskich (początkowo indywidualna akcja EBC, a następnie skoordynowane działanie kilku banków centralnych). |
| 7 lutego 2008 r.               | Odnowienie dwóch dodatkowych operacji 3-miesięcznych, wdrożonych po raz pierwszy w 2007 r.   |
| 28 marca 2008 r.               | Uruchomienie dodatkowych 3-miesięcznych oraz 6-miesięcznych operacji refinansujących.  |
| 30 lipca 2008 r.               | Uruchomienie przeznaczonego dla banków uzupełniającego 84-dniowego kredytu krótkoterminowego denominowanego w dolarach amerykańskich.                                |
| do września 2008 r.            | Wcześniejsze zapewnienie płynności w okresie utrzymywania rezerwy obowiązkowej.  |

<sup>456</sup> H. B. Schäfer, A. Radwan, op. cit., s. B11.

<sup>457</sup> A. Mitraszewska, *Czy ratunek dla euro nie przyszedł za późno?*, Gazeta Wyborcza nr 211 z 10.09.2012 r., s. 21.

<sup>458</sup> A. Słojewska, *Samotność Niemców*, Rzeczpospolita nr 205 z 3 września 2012 r., s. A10.

| faza II                 |  |
|-------------------------|--|
| 8 października 2008 r.  | Przejście do realizacji operacji refinansujących w oparciu o procedurę przetargową o stałej stopie procentowej z pełnym przydziałem ( <i>full allotment</i> ).   |
| 15 października 2008 r. | Uruchomienie transakcji swapów walutowych dla kursu EUR/USD.<br>Zapewnienie płynności we frankach szwajcarskich w drodze swapów walutowych<br>Rozszerzenie listy aktywów, które mogą być wykorzystywane jako zabezpieczenie operacji kredytowych w Eurosystemie. |
| maj 2009 r.             | Uruchomienie dodatkowych 12-miesięcznych operacji refinansujących.   |
| lipiec 2009 r.          | Wdrożenie programu <i>Covered Bonds Purchase Programme</i>   |
| faza III                |  |
| 10 maja 2010 r.         | Wdrożenie programu skupu papierów wartościowych ( <i>Securities Market Programme, SMP</i> ); przywrócenie trybu przetargu kwotowego z pełnym przydziałem; wznowienie linii swapowej z SRF  |
| 17 grudnia 2010 r.      | Uruchomienie linii swapowej z BoE  |
| sierpień 2011 r.        | Kontynuacja programu SMP   |
| wrzesień 2011 r.        | Kolejne 3 operacje zasilające w płynność w dolarach amerykańskich.   |
| 6 października 2011 r.  | Kolejne 2 dłuższe operacje zasilające o terminie zapadalności 12 i 13 miesięcy   |
| listopad 2011 r.        | Wznowienie programu CBPP   |
| 21 grudnia 2011 r.      | Kolejna dłuższa operacja zasilająca o terminie zapadalności 3 lat  |
| 29 lutego 2012 r.       | Kolejna dłuższa operacja zasilająca o terminie zapadalności 3 lat  |
| 6 września 2012 r.      | Uruchomienie nowego programu skupu papierów wartościowych - <i>Outright Monetary Transactions</i> ; zakończenie programu SMP   |

Zródło: opracowanie własne na podstawie *Raportów Rocznych EBC* z lat 2007-2011.

W publikacjach Eurosystemu podkreśla się odmiennosc rozwiązań zastosowanych przez EBC od działań z zakresu *quantitative easing* wdrożonych przez System Rezerwy Federalnej czy Bank Anglii. Pierwszą zasadniczą różnicą jest kwestia sterylizacji efektu monetarnego skupu aktywów. W przypadku EBC płynność „wstrzyknięta” do systemu finansowego podlega absorpcji, będącej wynikiem operacji sprzedaży papierów wartościowych z portfela banku centralnego. Druga rozbieżność dotyczy skali operacji skupu obligacji rządowych. Porównanie programu skupu wdrożonego w Stanach Zjednoczonych, Japonii, Wielkiej Brytanii i strefie euro pozwala stwierdzić, że wielkość skupu obligacji rządowych w relacji do PKB była najwyższa w Japonii, a następnie w Wielkiej Brytanii i Stanach Zjednoczonych, nominalnie natomiast dominowała w USA, gdzie wartość skupu obligacji rządowych niemal 6-krotnie przewyższyła wielkość skupu finansowanego przez EBC (tabela 5.4.).

**Tabela 5.4. Porównanie wielkości skupu obligacji rządowych dokonywanego przez SRF, BoE, BoJ oraz EBC**

| Bezpośredni skup obligacji rządowych |                            |           |                           |
|--------------------------------------|----------------------------|-----------|---------------------------|
|                                      | Wielkość na koniec 2011 r. |           | Wielkość w relacji do PKB |
|                                      | w walucie lokalnej         | w mld USD |                           |
| Stany Zjednoczone ( mld USD)         | 1 652                      | 1 652     | 11%                       |
| Wielka Brytania (mld GBP)            | 200                        | 310       | 13%                       |
| Japonia (mld JPY)                    | 90 196                     | 1 170     | 21%                       |
| Strefa euro ( mld EUR)               | 213                        | 276       | 2%                        |

Zródło: B. K. Kisselevsky, op. cit., s. 11.

Reasumując politykę antykryzysową EBC, można stwierdzić, że niestandardowe instrumenty polityki pieniężnej zastosowane przez EBC w celu przywrócenia prawidłowego funkcjonowania rynków finansowych, istotnego z punktu widzenia właściwej transmisji impulsów polityki pieniężnej, stanowiły uzupełnienie tradycyjnej polityki stopy procentowej, wobec jej niewystarczającej skuteczności. Były Prezes EBC J. C. Trichet, podsumowując zastosowanie niekonwencjonalnych narzędzi polityki pieniężnej Eurosystemu, wyodrębnił pięć zasad towarzyszących ich wykorzystaniu<sup>459</sup>:

- projektowanie i wdrożenie niestandardowych instrumentów służy realizacji głównego celu EBC, tj. utrzymaniu stabilnego poziomu cen,
- celem niestandardowych narzędzi nie jest dostrajanie mechanizmu transmisyjnego, lecz usuwanie istotnych przeszkód upośledzających prawidłową transmisję impulsów polityki pieniężnej (*threshold effect*);
- niestandardowe programy realizowane są za pośrednictwem narzędzi znajdujących się w dyspozycji banku centralnego;
- instrumenty niestandardowe wdrażane są przejściowo na czas określony;
- zastosowaniu niestandardowych instrumentów polityki pieniężnej musi towarzyszyć dążenie całego otoczenia instytucjonalnego do reaktywacji rynków prywatnych.

Były Prezes EBC, Jean-Claude Trichet, wielokrotnie podkreślał, iż wdrażając niestandardowe instrumenty polityki pieniężnej EBC pozostał wierny kluczowym zasadom wiarygodnej polityki pieniężnej, tj. stabilności cenowej, niezależności banku centralnego oraz zakazowi finansowania długu publicznego ze środków banku centralnego. Dodatkowo akcentował, iż wszystkie operacje służące przywróceniu prawidłowej transmisji impulsów polityki pieniężnej podlegały sterylizacji, zatem nie stanowiły zagrożenia dla stabilności cenowej<sup>460</sup>. Kontynuator niestandardowej polityki pieniężnej EBC - prezes Mario Draghi – deklaruje wierność powyższym zasadom, choć w praktyce decyzje o bezpośrednim skupie aktywów wzbudzają coraz więcej kontrowersji i obaw o faktyczne utrzymanie wiarygodności i niezależności banku centralnego. Ocena instrumentów zastosowanych przez EBC oraz pozostałe analizowane banki centralne dokonana zostanie w rozdziale 6.

---

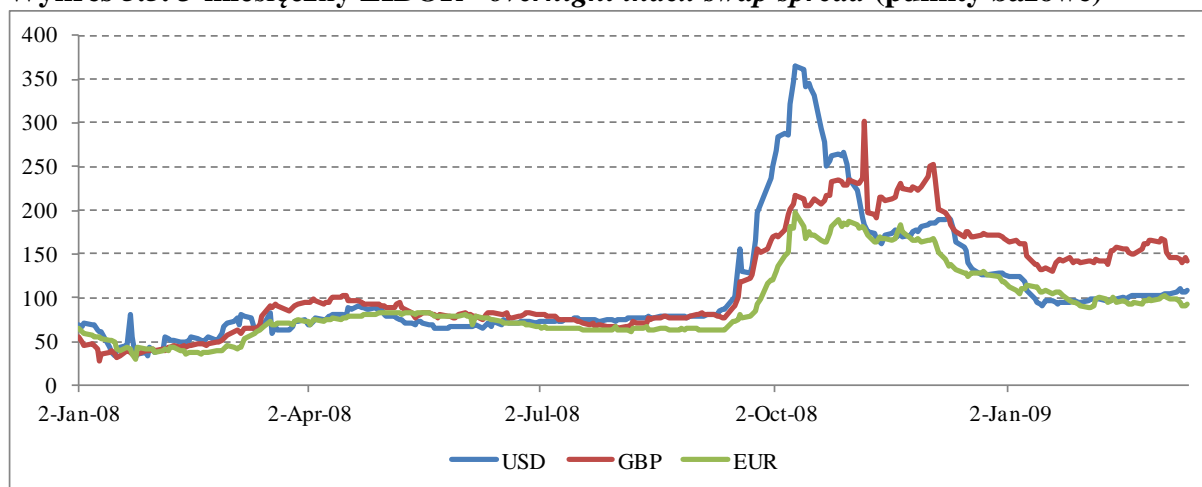
<sup>459</sup> J. C. Trichet, *Reflections on the Nature of Monetary Policy Non-standard Measures and Finance Theory* w: *Approaches to Monetary Policy Revisited – Lessons from the Crises*, Sixth ECB Central Banking Conference 18-19 November 2010 r., European Central Bank 2011, s. 17.

<sup>460</sup> J. C. Trichet, *The ECB's Response to the Recent Tensions in Financial Markets*, w: *Central Banking after the Crises*, 38<sup>th</sup> Economic Conference 2010, Oesterrichische Nationalbank, 2010, s. 24.

## 5.2. Niekonwencjonalna polityka pieniężna Banku Anglii w odpowiedzi na kryzys

Pierwsze sygnały nadchodzącego kryzysu uwidoczniły się na rynkach finansowych Wielkiej Brytanii już w 2007 r., przyczyniając się do kłopotów wielu sztandarowych brytyjskich instytucji finansowych, m.in. banku hipotecznego Northern Rock<sup>461</sup>, Bradford&Bingley, London Scottish Bank, Lloyds, HBOS oraz Royal Bank of Scotland. Lata 2008-2009 charakteryzowały się załamaniem sektora kredytów hipotecznych, których liczba w 2008 r. spadła poniżej poziomu z 2003 r., a w pierwszym kwartale 2008 r. wynosiła 2,5 razy mniej niż w analogicznym kwartale 2007 r. Spadkowi dynamiki na rynku kredytowym towarzyszyły znaczne spadki cen nieruchomości, które w okresie od marca 2008 r. do maja 2009 r. obniżyły się o 14,2%, osiągając poziom z 2006 r. Negatywnym tendencjom na rynku nieruchomości towarzyszyły trendy spadkowe na rynku kapitałowym. W okresie od marca 2008 r. przez 12 miesięcy gospodarka Wielkiej Brytanii odnotowywała spadek produkcji, której towarzyszył spadek zatrudnienia. Niekorzystne tendencje miały miejsce również na rynkach pieniężnych, o czym świadczy gwałtowny wzrost spreadu 3-miesięczny LIBOR-OIS swap, który w połowie października 2008 r. osiągnął historyczne wartości maksymalne (wykres 5.5.).

Wykres 5.5. 3-miesięczny LIBOR - overnight index swap spread (punkty bazowe)



Źródło: [http://english.mnb.hu/Kiadvanyok/mnben\\_stabil/mnben\\_stab\\_jel\\_20090406](http://english.mnb.hu/Kiadvanyok/mnben_stabil/mnben_stab_jel_20090406)

Wstępną odpowiedzią Banku Anglii na kryzys finansowy zapoczątkowany w Stanach Zjednoczonych było zastosowanie szeregu narzędzi służących dostarczeniu płynności, wykorzystywanych w ramach tradycyjnej polityki pieniężnej. Ekspansja operacji

<sup>461</sup> Northern Rock stanął na krawędzi bankructwa w drugiej połowie 2007 r. z powodu paniki deponentów oraz braku płynności finansowej. Bankowi udzielono pomocy w postaci pożyczki oraz gwarancji rządowej, a w dniu 22 lutego 2008 r. został on znacjonalizowany przez rząd Wielkiej Brytanii; opracowano na podstawie: P. Masiukiewicz, *Klasyczny run na kasy w banku hipotecznym Northern Rock*, w: *Międzynarodowe bankructwa i afery bankowe*, red. Piotr Masiukiewicz, Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, Warszawa 2009, s. 133.



kredytowych banku centralnego nastąpiła początkowo dzięki zwiększeniu limitów 3-miesięcznych operacji *repo*, a następnie w wyniku rozszerzenia akceptowanych zabezpieczeń, co znalazło widoczne odzwierciedlenie w bilansie banku centralnego. Dodatkowo, wyciągając wnioski z doświadczeń banku Bear Stearns, przejętego w związku z groźbą upadłości przez J. P. Morgan Chase, w kwietniu 2008 r. Bank Anglii wdrożył program SLS (*Special Liquidity Scheme*), który umożliwiał bankom oraz towarzystwom budowlanym wymianę wysokojakościowych, lecz chwilowo nie płynnych, papierów wartościowych, w tym zabezpieczonych kredytami hipotecznymi (*Mortgage-Backed Securities*), na papiery skarbowe. W celu dalszego stałego zabezpieczenia płynności, w październiku 2008 r. udostępniono okno dyskontowe (*discount window*). Ponadto Bank Anglii zawarł umowę swapową z Systemem Rezerwy Federalnej, dzięki której brytyjskie banki mogły zaciągać pożyczki w dolarach amerykańskich<sup>462</sup>. Jednocześnie począwszy od grudnia 2007 r. Bank Anglii stopniowo redukował stopy procentowe ułatwiając bankom pozyskanie płynnych środków w banku centralnym. Zestawienie kolejnych decyzji Banku Anglii w zakresie zarządzania stopą procentową prezentuje tabela 5.5.

**Tabela 5.5. Decyzje Banku Anglii w sprawie zmian poziomu stóp procentowych w latach 2007-2009**

| data decyzji  | przedmiot decyzji                                       |
|---------------|---|
| 11.01.2007 r. | Podniesienie stóp procentowych o 0,25% do poziomu 5,25% |
| 10.05.2007 r. | Podniesienie stóp procentowych o 0,25% do poziomu 5,5%  |
| 05.07.2007 r. | Podniesienie stóp procentowych o 0,25% do poziomu 5,75% |
| 06.12.2007 r. | Redukcja stóp procentowych o 0,25% do poziomu 5,5%      |
| 07.02.2008 r. | Redukcja stóp procentowych o 0,25% do poziomu 5,25 %    |
| 10.04.2008 r. | Redukcja stóp procentowych o 0,25% do poziomu 5%        |
| 08.10.2008 r. | Redukcja stóp procentowych o 0,5% do poziomu 4,5%       |
| 06.11.2008 r. | Redukcja stóp procentowych o 1,5% do poziomu 3%         |
| 04.12.2008 r. | Redukcja stóp procentowych o 1% do poziomu 2%           |
| 08.01.2009 r. | Redukcja stóp procentowych o 0,5% do poziomu 1,5%       |
| 05.02.2009 r. | Redukcja stóp procentowych o 0,5% do poziomu 1%         |
| 05.03.2009 r. | Redukcja stóp procentowych o 0,5% do poziomu 0,5%       |

Źródło: opracowanie własne na podstawie <http://www.bankofengland.co.uk/monetarypolicy/decisions>

W obliczu pogarszającej się sytuacji na rynkach finansowych, przejawiającej się zaostrzeniem warunków kredytowych, a także globalnym spadkiem zaufania spowodowanym upadkiem banku Lehman Brothers, w dniu 5 marca 2009 r. Komitet Polityki Pieniężnej

<sup>462</sup> M. Joyce i in., *The financial market impact of quantitative easing*, Working Paper No. 393, July 2010, s. 10-11, <http://www.bankofengland.co.uk/publications/workingpapers/wp393.pdf>

Banku Anglii (*Monetary Policy Committee*), mając świadomość braku możliwości dalszego oddziaływania za pomocą redukcji stóp procentowych, podjął decyzję o zastosowaniu niekonwencjonalnej metody rozluźnienia polityki pieniężnej za pomocą zwiększania podaży pieniądza. W tym celu, po raz pierwszy w Wielkiej Brytanii<sup>463</sup>, zdecydowano o wdrożeniu polityki *quantitative easing*, polegającej na skupie aktywów przez bank centralny finansowanym za pomocą ekspansji podaży pieniądza.

Decyzja ta oznaczała rozpoczęcie procesu skupu papierów wartościowych zarówno publicznych, jak i prywatnych przez specjalnie do tego celu utworzony fundusz, za pomocą środków wyasygnowanych przez Bank Anglii. Wprowadzenie niekonwencjonalnych metod polityki pieniężnej nie spowodowało zmiany ostatecznego celu monetarnego, którym pozostała stabilizacja cen na poziomie 2%, jednakże koncentracja uwagi władz monetarnych przeniosła się ze sterowania stopą procentową na oddziaływanie za pomocą skupu aktywów. Dodatkowe złagodzenie polityki pieniężnej było konieczne z uwagi na obawę przed trudnościami w spełnieniu celu inflacyjnego w średnim okresie, co sugerowały niepokojące wyniki makroekonomiczne. Nominalny PKB w pierwszym kwartale 2009 r. obniżył się w stosunku do analogicznego okresu 2008 r. o 2,4%, osiągając najniższy poziom od 1955 r.<sup>464</sup>. Wśród decydentów polityki makroekonomicznej wzrastały obawy o spadek inflacji poniżej wyznaczonego celu. Z drugiej strony dalsze stymulowanie gospodarki za pomocą redukcji stóp procentowych nie było możliwe, ponieważ nominalne stopy procentowe nie mogą przybierać wartości ujemnych.

Oslabienie aktywności gospodarczej, obniżenie konsumpcji, ograniczanie inwestycji oraz spadki kursów giełdowych<sup>465</sup>, częściowo rekompensowane przez wzmocnienie eksportu na skutek deprecjacji funta brytyjskiego, sprawiły, iż począwszy od lutego 2009 r. tradycyjna polityka banku centralnego została rozszerzona o instrumenty niestandardowe w związku z wdrożeniem niekonwencjonalnego programu *Asset Purchase Facility* (APF), którego szczegóły opracowane zostały dzięki współpracy Banku Anglii oraz Ministerstwa Finansów (*Chancellor of the Exchequer*). Bezpośrednim celem programu było zwiększenie strumienia kredytu dla sektora przedsiębiorstw, dzięki dostarczeniu sektorowi bankowemu płynnych środków w ramach operacji skupu kwalifikowanych aktywów. Bank Anglii liczył również, że dzięki skupowi aktywów zdoła poprawić funkcjonowanie samych rynków, zniweluje problem deficytu płynności, jak również przyczyni się do pobudzenia nowych emisji papierów

---

<sup>463</sup> <http://news.bbc.co.uk/2/hi/business/7926561.stm>

<sup>464</sup> J. Benford i in., op. cit., s. 90.

<sup>465</sup> *The minutes of the Bank of England's Monetary Policy Committee Meeting*, 5<sup>th</sup> March 2009, <http://www.bankofengland.co.uk/publications/news/2009/019.htm>

wartościowych i większej aktywności rynkowej<sup>466</sup>. Dokonując zakupu kwalifikowanych papierów wartościowych, bank centralny dążył do podniesienia ich ceny, a w konsekwencji obniżenia rentowności instrumentów objętych skupem, co miało skłonić banki komercyjne do kierowania wolnych środków w stronę bardziej opłacalnej akcji kredytowej. Wykazując swoją gotowość do zakupu papierów komercyjnych (*commercial papers*) oraz obligacji przedsiębiorstw (*corporate bonds*) Bank Anglii liczył na poprawę płynności rynku tych papierów, obniżenie nadwyżki ich oprocentowania (spreadu) ponad oprocentowanie bezpiecznych aktywów o podobnym okresie zapadalności, jak również zredukowanie kosztów finansowania działalności gospodarczej przedsiębiorstw<sup>467</sup>. Dokonując zarówno zakupów publicznych, jak i prywatnych papierów wartościowych, Bank Anglii zwiększał liczbę kanałów, za pośrednictwem których mógł stymulować wzrost zagregowanego popytu.

Zamierzeniem Banku Anglii było wywołanie efektu portfelowego, w wyniku którego sprzedawca papieru wartościowego decyduje się na wykorzystanie pozyskanych ze sprzedaży środków na zakup innego aktywu, wywierając tym samym presję na wzrost cen szerokiego zakresu papierów wartościowych, w tym obligacji przedsiębiorstw i akcji. Oczekiwany spadek rentowności długoterminowych aktywów wyższego ryzyka zwiększa dostęp przedsiębiorstw do kapitału oraz obniża jego koszt, a także podnosi wartość majątku posiadanego przez gospodarstwa domowe, co powinno skłaniać je do zwiększenia wydatków. Efektem skupu aktywów jest także wzrost wielkości depozytów posiadanych przez banki, który może zachęcić je do zwiększenia akcji kredytowej (schemat 5.1.)<sup>468</sup>.

W ciągu pierwszego miesiąca realizacji programu operacje skupu wysokojakościowych aktywów sektora prywatnego realizowane były ze środków pochodzących z emisji weksli skarbowych (*treasury bills*<sup>469</sup>). W tym okresie dodatkowa płynność zapewniana była zatem za pośrednictwem polityki *qualitative easing*, czyli bez oddziaływania na wielkość podaży pieniądza. Dalsze uzgodnienia pomiędzy Ministerstwem Finansów a Bankiem Anglii doprowadziły do decyzji o zastosowaniu APF jako instrumentu

---

<sup>466</sup> A. Meier, *Panacea, Curse, or Nonevent? Unconventional Monetary Policy in the United Kingdom*, IMF Working Paper WP/09/163, August 2009, s. 23.

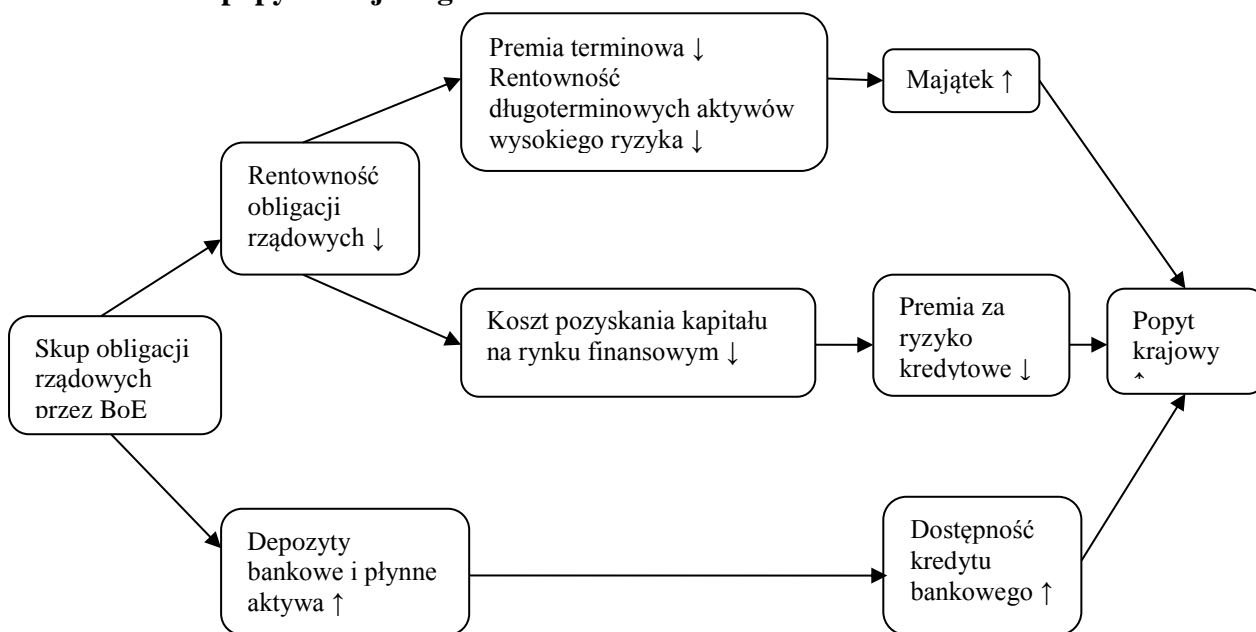
<sup>467</sup> Speech Given by Charles Bean, Deputy Governor for Monetary Policy at the Bank of England, at Cutler's Feast, Cutlers' Hall, Sheffield, 21 May 2009, s. 5.  
<http://www.bankofengland.co.uk/publications/speeches/2009/speech389.pdf>.

<sup>468</sup> C. Bean, *Quantitative easing and the economic outlook*, Speech to the Scottish Council for Development and Industry, Crowne Plaza Hotel, Glasgow, 21 February 2012, s. 3,  
[www.bankofengland.co.uk/publications/speeches](http://www.bankofengland.co.uk/publications/speeches).

<sup>469</sup> *Treasury bill* stanowi jeden z rodzajów skarbowych papierów dłużnych. Ma on formę weksla własnego, którego wystawcą jest Skarb Państwa. Odpowiednikiem weksli skarbowych, bardzo popularnych w krajach anglosaskich, są emitowane w Polsce bony skarbowe. Weksle skarbowe są walorem sprzedawanym na bazie dyskonta, zaś bony skarbowe posiadają kupon odsetkowy (<http://www.money.pl/slownik/slownik,weksel;skarbowy;treasury;bill,termin,3748.html>).

ekspansji monetarnej. Począwszy od 5 marca 2009 r. skup aktywów kwalifikowanych finansowany był z dodatkowej emisji pieniądza banku centralnego (płynne przejście z polityki *qualitative easing* do *quantitative easing*)<sup>470</sup>.

**Schemat 5.1. Kanäle oddziaływania programu skupu obligacji rządowych na wielkość popytu krajowego**



Źródło: D. Miles, *Monetary Policy and financial dislocation*, Speech to the Royal Economic Society, London, 10 October 2011, s. 10.

Skup aktywów odbywał się za pośrednictwem specjalnie w tym celu utworzonej spółki *Bank of England Asset Purchase Facility Fund Limited*, zarejestrowanej w dniu 30 stycznia 2009 r.<sup>471</sup>. Całkowita kwota skupu uzależniona była od comiesięcznej decyzji Komitetu Polityki Monetarnej. Do transakcji dopuszczono trzy rodzaje wysokojakościowych aktywów: papiery komercyjne o relatywnie niskim ryzyku (*investment-grade<sup>472</sup> commercial papers*), obligacje przedsiębiorstw o relatywnie niskim ryzyku (*investment-grade corporate bonds*) oraz papiery rządowe, początkowo o okresie zapadalności od 5 do 25 lat, a następnie powyżej 3 lat (*gilts*). Bank Anglii wyraził ponadto gotowość skupu gwarantowanych przez rząd papierów dłużnych emitowanych przez banki (*bank bonds*), a także pewnych rodzajów papierów komercyjnych zabezpieczonych aktywami<sup>473</sup>. W praktyce nie doszło jednak do transakcji z udziałem tych rodzajów aktywów. Dodatkowo zastrzeżono, iż do programu będą mogły zostać dopuszczone również inne aktywa, o ile Bank Anglii uzna to za zasadne

<sup>470</sup> A. Meier, op. cit., s. 22-23.

<sup>471</sup> *Annual Report 2009/10*, Bank of England Asset Purchase Facility Fund Limited, s. 1.

<sup>472</sup> Papiery wartościowe o ratingu od „A” do „BBB” (średnia jakość kredytowa) określane są mianem *investment grade*, <http://www.investopedia.com/terms/i/investmentgrade.asp>.

<sup>473</sup> Inne aktywa, które zostały dopuszczone do skupu, jednak nieobjęte programem APF w pierwszej fazie jego realizacji, to m.in. pożyczki syndykowane oraz różnego rodzaju aktywa sekurytyzowane.

i uzyska zgodę Ministra Finansów<sup>474</sup>. Istotnym kryterium dla objętych skupem obligacji przedsiębiorstw oraz papierów komercyjnych było zastrzeżenie, iż muszą one być wyemitowane w funtach brytyjskich przez instytucje niebankowe, posiadające realny wkład w gospodarkę Wielkiej Brytanii.

Skupując wysokojakościowe obligacje przedsiębiorstw (np. wyemitowane przez takie podmioty jak: Tesco, Vodafone, Procter & Gamble czy British Telecom) Bank Anglii zwiększał obroty na rynku wtórnym, a także oddziaływał w kierunku obniżenia premii za ryzyko płynności, dążąc do usunięcia przeszkód w dostępie przedsiębiorstw do rynków kapitałowych<sup>475</sup>. Skup wysokojakościowych zabezpieczonych papierów komercyjnych, realizowany za pośrednictwem *Secured Commercial Paper Facility*, wspomagać miał natomiast proces kanalizowania funduszy do przedsiębiorstw, wspierając kolejne emisje papierów komercyjnych oraz rozwój tego segmentu rynku<sup>476</sup>.

Cechą charakterystyczną programu APF był fakt, że w praktyce Bank Anglii skupował papiery wartościowe wyłącznie od instytucji niebankowych, takich jak towarzystwa emerytalne czy firmy ubezpieczeniowe, a nie od banków, jak się często mylnie twierdzi. Banki pełniły jedynie rolę pośredników tych transakcji, ponieważ w związku z dokonanym zakupem zasilany był rachunek bankowy sprzedawcy<sup>477</sup>.

Kompetencje spółki *Bank of England Asset Purchase Facility Fund Limited* do skupu aktywów zwiększono z pierwotnie określonej kwoty 50 mld GBP do 75 mld GBP. Założono, iż transakcje zawierane będą w ciągu trzech miesięcy, tj. do końca maja 2009 r. włącznie. Na kolejnych posiedzeniach Komitetu Polityki Monetarnej podejmowano decyzje dotyczące zwiększenia limitu skupu oraz wydłużenia horyzontu czasowego programu APF.

Pierwszą fazę programu zakończono w lutym 2010 r. Portfel papierów wartościowych w posiadaniu Banku Anglii w wyniku przeprowadzonych operacji skupu zwiększył się o 200 mld GBP. W związku z pewnymi oznakami normalizacji sytuacji, Bank Anglii na posiedzeniu w listopadzie 2010 r. złożył wstępną deklarację częściowego wycofywania instrumentu APF w ciągu najbliższych 12 miesięcy.

Gwałtowne ograniczenie konsumpcji ze strony gospodarstw domowych w 2011 r., spowodowane wzrostem podatku VAT, a także oddziaływaniem wyższych cen energii oraz dóbr importowanych, skłoniło BoE do wdrożenia kolejnej fazy polityki QE w październiku 2011 r. Decyzja, dotycząca zwiększenia limitu skupu aktywów do 275 mld GBP,

---

<sup>474</sup> J. Benford i in., op. cit., s. 94, <http://www.bankofengland.co.uk/publications/quarterlybulletin/qb090201.pdf> .

<sup>475</sup> <http://www.bankofengland.co.uk/markets/Pages/apf/corporatebond/default.aspx>

<sup>476</sup> <http://www.bankofengland.co.uk/markets/Pages/apf/securedcpf/default.aspx>

<sup>477</sup> C. Bean, *Quantitative easing and the economic outlook*, op. cit., s. 3.

podyktowana była osłabieniem wydatków przedsiębiorstw na inwestycje i innowacje<sup>478</sup>. Niebagatelne znaczenie miało również kolejne pogorszenie sytuacji w strefie euro, oddziałujące na kondycję i warunki finansowania banków w Wielkiej Brytanii, oraz obniżenie wielkości eksportu do strefy euro. Niepokojące sygnały dalszego spowolnienia gospodarczego oraz zbyt szybkie tempo spadku inflacji (z 5,2% we wrześniu 2011 r. do 3,6% w styczniu 2012 r.), zagrażające osiągnięciem poziomu poniżej celu inflacyjnego, ustalonego na poziomie 2%, skłoniły Bank Anglii do stopniowego zwiększania limitu zapowiadanego skupu aktywów (w lutym 2012 r. do 325 mld GBP, a następnie w lipcu 2012 r. do 375 mld GBP). Szczegółowy harmonogram realizacji programu APF prezentuje tabela 5.6.

Przedmiotem przeważającej części transakcji APF dokonywanych przez Bank Anglii były papiery rządowe (*gilts*), co wynikało z faktu, iż stanowiły one aktywa o podobnych parametrach, które mogły zostać skupione w krótkim czasie w dużej ilości. Bank Anglii nabywał również papiery prywatne, jednak w znacznie mniejszej ilości. Według stanu na koniec czerwca 2010 r. Bank Anglii posiadał około 15% ogółu wyemitowanych papierów rządowych<sup>479</sup>. W rezultacie operacji Banku Anglii zasoby papierów skarbowych w posiadaniu sektora prywatnego oraz nierezydentów uległy skurczeniu. Warto zaznaczyć, że skup wszystkich papierów wartościowych, realizowany w okresie od 6 marca 2009 r. do 4 lutego 2010 r., finansowany był nowo wyemitowanym pieniądzem rezerwowym. Począwszy od 5 lutego 2010 r. skup papierów wartościowych sektora prywatnego, czyli obligacji przedsiębiorstw oraz zabezpieczonych papierów komercyjnych, realizowany w ramach odpowiednio: *Corporate Bond Secondary Market Scheme* i *Secured Commercial Paper Facility*, finansowany był środkami uzyskanymi z emisji obligacji skarbowych oraz zgromadzonymi na rachunku DMO (*Debt Management Office*), czyli pochodzącymi z operacji zarządzania gotówką. Porównanie udziału poszczególnych papierów wartościowych w operacjach skupu realizowanego przez Bank Anglii w ramach programu APF, prezentuje tabela 5.7. oraz wykresy 5.6., 5.7. i 5.8., obrazujące wielkość portfela papierów publicznych i prywatnych skupionych przez Bank Anglii.

Szczegółową prezentację wartości aktywów objętych skupem z uwzględnieniem źródła ich finansowania, według stanu na dzień 18 października 2012 r., prezentuje natomiast tabela 5.8.

---

<sup>478</sup> S. Dale, *Prospects for monetary policy: learning the lessons from 2011*, Speech at Bloomberg, 13 December 2011, s. 4.

<sup>479</sup> A. Meier, op. cit., s. 24.

**Tabela 5.6. Harmonogram wdrożenia polityki *quantitative easing* w Wielkiej Brytanii**

| Data                   | Wydarzenie  |
|------------------------|---|
| 19 stycznia 2009 r.    | Ogłoszenie programu skupu aktywów ( <i>Asset Purchase Facility</i> );   |
| 13 lutego 2009 r.      | Wdrożenie programu skupu papierów komercyjnych ( <i>Commercial Paper Facility</i> );  |
| 5 marca 2009 r.        | Decyzja Komitetu Polityki Monetarnej (MPC) o wykorzystaniu APF dla celów polityki monetarnej (początkowo zapowiedziano, iż wartość aktywów objętych skupem w ciągu pierwszych 3 miesięcy wyniesie <b>75 mld GBP</b> );  |
| 11 marca 2009 r.       | Wdrożenie programu skupu papierów rządowych;  |
| 25 marca 2009 r.       | Wdrożenie programu skupu obligacji przedsiębiorstw;   |
| 7 maja 2009 r.         | MPC ogłasza, że kwota transakcji skupu aktywów w ramach APF będzie rozszerzona o dalsze 50 mld GBP - do kwoty <b>125 mld GBP</b> .  |
| 6 sierpnia 2009 r.     | MPC ogłasza, że kwota transakcji skupu aktywów w ramach APF będzie rozszerzona do <b>175 mld GBP</b> , a zakres akceptowanych papierów rządowych zostanie rozszerzony o papiery przekraczające 3-letni okres zapadalności;  |
| 5 listopada 2009 r.    | MPC ogłasza, że kwota transakcji skupu aktywów w ramach APF będzie rozszerzona do <b>200 mld GBP</b> ;  |
| 22 listopada 2009 r.   | Bank Anglii ogłasza, iż dzięki wdrożeniu Programu Rynku Wtórnej Obligacji Przedsiębiorstw (CBSMS - <i>Corporate Bond Secondary Market Scheme</i> ) będzie działał zarówno jako nabywca, jak i sprzedawca tego rodzaju aktywów .   |
| 8 stycznia 2010 r.     | Pierwsza operacja sprzedaży obligacji przedsiębiorstw przez bank centralny;   |
| 4 lutego 2010 r.       | MPC ogłasza, że kwota skupu aktywów w ramach APF zostanie utrzymana na poziomie 200 mld GBP. Informuje ponadto, że utrzymane udogodnienia w zakresie skupu papierów komercyjnych, obligacji przedsiębiorstw oraz obligacji zabezpieczonych nie będą dłużej finansowane dodatkową kreacją pieniądza banku centralnego, lecz emisją bonów skarbowych. |
| 15 listopada 2010 r.   | Bank Anglii zapowiada wycofywanie się z programu <i>Commercial Paper Facility</i> w ciągu następnych 12 miesięcy.   |
| 6 października 2011 r. | MPC ogłasza, że kwota transakcji skupu aktywów w ramach APF będzie rozszerzona do <b>275 mld GBP</b> , a dodatkowy skup aktywów zostanie sfinansowany kreacją pieniądza banku centralnego.  |
| 9 lutego 2012 r.       | MPC ogłasza, że kwota transakcji skupu aktywów w ramach APF będzie rozszerzona do <b>325 mld GBP</b> , a dodatkowy skup aktywów zostanie sfinansowany kreacją pieniądza banku centralnego.  |
| 5 lipca 2012 r.        | MPC ogłasza, że kwota transakcji skupu aktywów w ramach APF będzie rozszerzona do <b>375 mld GBP</b> , a dodatkowy skup aktywów zostanie sfinansowany kreacją pieniądza banku centralnego.  |

Zródło; opracowanie własne na podstawie:

<http://www.bankofengland.co.uk/monetarypolicy/decisions/decisions09.htm>,

<http://www.bankofengland.co.uk/monetarypolicy/decisions/decisions10.htm>,

<http://www.bankofengland.co.uk/monetarypolicy/decisions/decisions11.htm>;

<http://www.bankofengland.co.uk/monetarypolicy/Documents/pdf/govletter111006.pdf>

<http://www.bankofengland.co.uk/monetarypolicy/Documents/pdf/govletter120209.PDF>

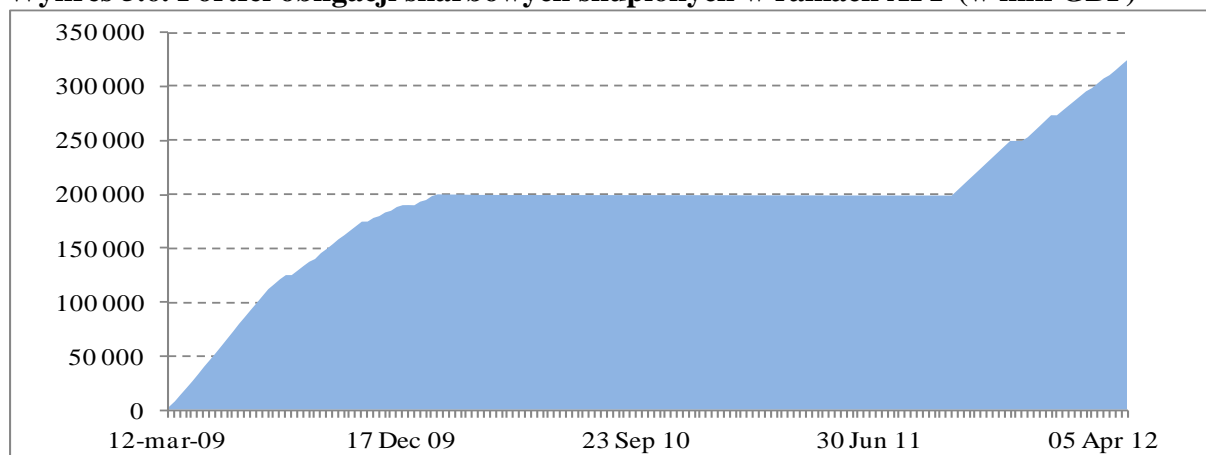
**Tabela 5.7. Transakcje skupu aktywów finansowane ze środków Banku Anglii zawarte w ramach *Asset Purchase Facility* w ujęciu narastającym (według typu aktywów) - w mln GBP**

| Okres            | Papiery komercyjne | Papiery skarbowe | Obligacje korporacyjne (saldo) | Suma    |
|------------------|--------------------|------------------|--------------------------------|---------|
| I kwartał 2009   | 982                | 12 993           | 128                            | 14 103  |
| II kwartał 2009  | 1950               | 96 368           | 776                            | 99 094  |
| III kwartał 2009 | 922                | 151 775          | 1073                           | 153 770 |
| IV kwartał 2009  | 429                | 188 076          | 1549                           | 190 054 |

| Okres            | Papiery komercyjne | Papiery skarbowe | Obligacje korporacyjne (saldo) | Suma    |
|------------------|--------------------|------------------|--------------------------------|---------|
| I kwartał 2010   | 51                 | 198 275          | 1338                           | 199 668 |
| II kwartał 2010  | 0                  | 198 275          | 1251                           | 199 526 |
| III kwartał 2010 | 0                  | 198 275          | 1225                           | 199 500 |
| IV kwartał 2010  | 0                  | 198 275          | 1123                           | 199 398 |
| I kwartał 2011   | 0                  | 198 275          | 1010                           | 199 285 |
| II kwartał 2011  | 0                  | 198 275          | 869                            | 199 144 |
| III kwartał 2011 | 0                  | 198 275          | 801                            | 199 388 |
| IV kwartał 2011  | 0                  | 249 272          | 648                            | 249 920 |
| I kwartał 2012   | 0                  | 303 270          | 264                            | 303 534 |
| II kwartał 2012  | 0                  | 324 753          | 181                            | 324 934 |
| III kwartał 2012 | 0                  | 359 750          | 75                             | 359 847 |

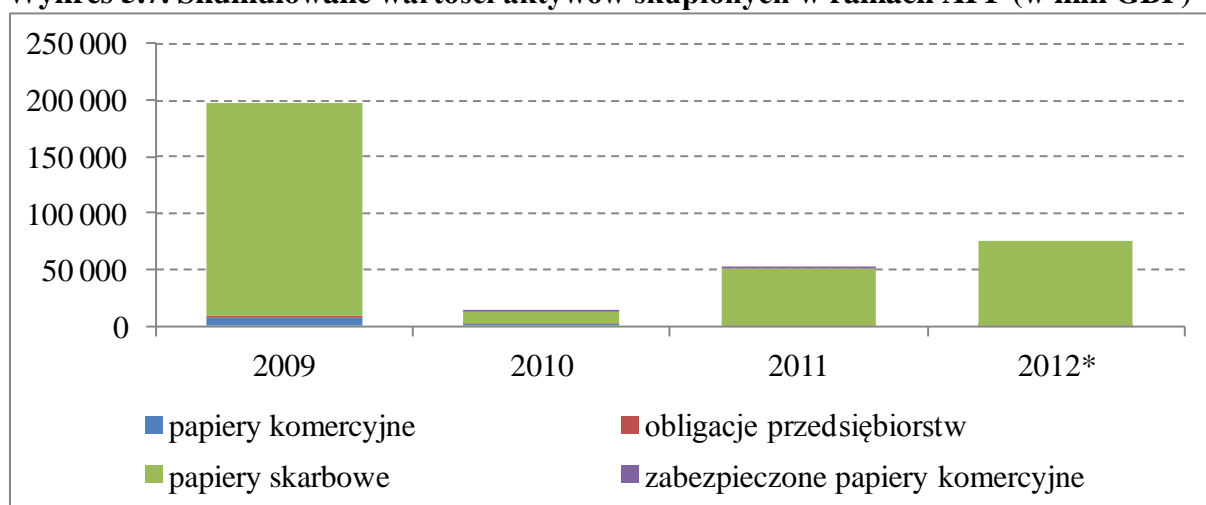
Źródło: opracowanie własne na podstawie *Asset Purchase Facility, Quarterly Report 2009 Q1 – 2012Q2*, Bank of England, <http://www.bankofengland.co.uk/publications/Pages/other/markets/apf/quarterlyreport.aspx>

**Wykres 5.6. Portfel obligacji skarbowych skupionych w ramach APF (w mln GBP)**



Źródło: opracowania własne na podstawie <http://www.bankofengland.co.uk>

**Wykres 5.7. Skumulowane wartości aktywów skupionych w ramach APF (w mln GBP)**

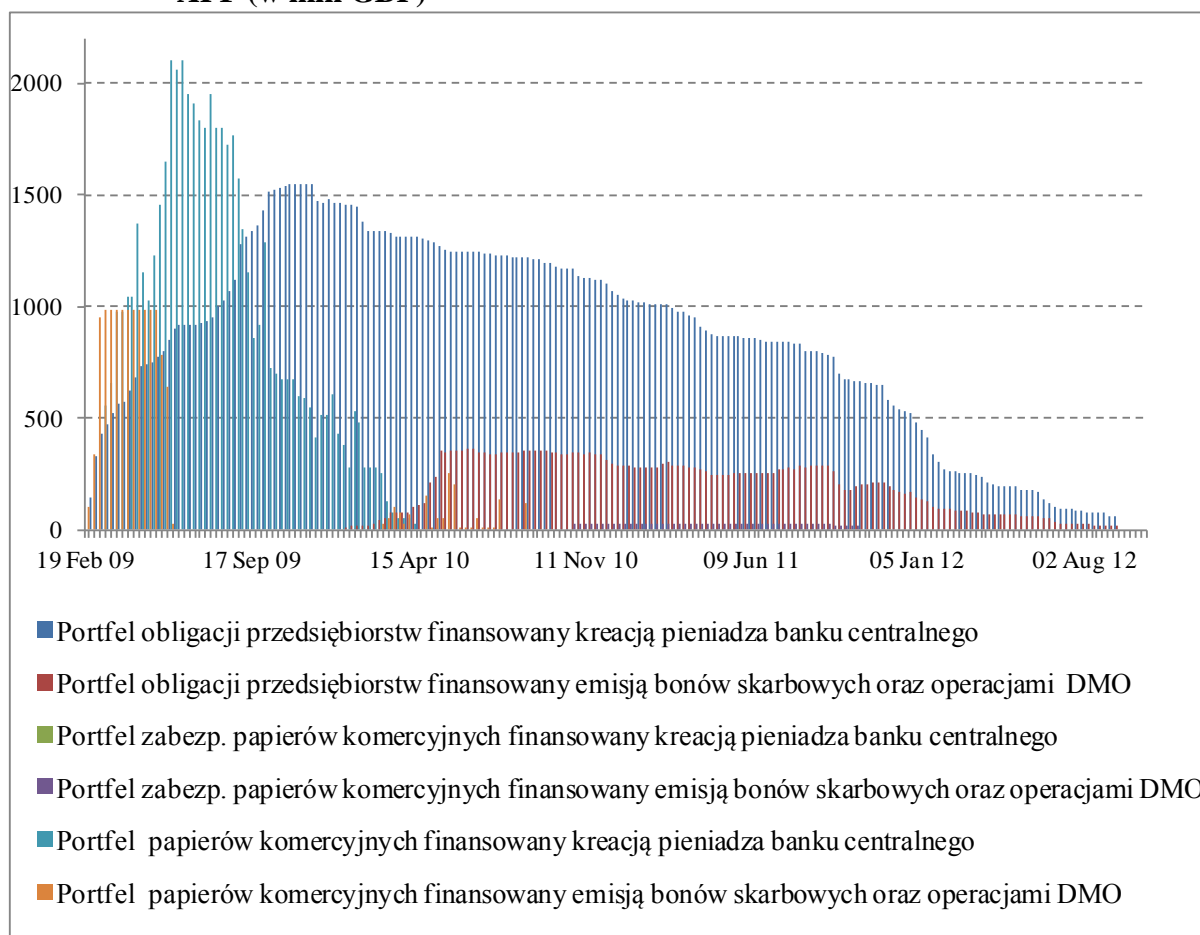


\* wykres obejmuje okres do końca kwietnia 2012 r.

Źródło: opracowanie własne na podstawie *Asset Purchase Facility, Quarterly Report 2009 Q1 – 2011Q2*, Bank of England.



**Wykres 5.8. Portfel papierów wartościowych sektora prywatnego skupionych w ramach APF (w mln GBP)**



Źródło: opracowanie własne na podstawie: *Interactive database*, <http://www.bankofengland.co.uk>

**Tabela 5.8. Wartość aktywów skupionych w ramach programu APF według stanu na dzień 18.10.2012 r. z podziałem na rodzaj i źródło finansowania**

| Skup aktywów finansowany za pośrednictwem: | emisji weksli skarbowych i operacji otwartego rynku | kreacji pieniądza banku centralnego |
|--|---|-------------------------------------|
| Papiery rządowe                            | n.d.  | 368,75 mld GBP                      |
| Papiery komercyjne                         | 0 mld GBP   | 0 mld GBP                           |
| Obligacje przedsiębiorstw                  | 22 mln GBP  | 58 mln GBP                          |
| Sekurytyzowane papiery komercyjne          | 0 mld GBP   | 0 mld GBP                           |

Źródło: *Asset Purchase Facility Results*, <http://www.bankofengland.co.uk/markets/apf/results.htm>

Operacje skupu aktywów posiadały gwarancję Skarbu Państwa (*HM Treasury*) na pokrycie wszelkich strat, które w toku ich prowadzenia mogły zostać poniesione. Wszelkie nadwyżki finansowe osiągnięte w wyniku zawartych transakcji, po odjęciu kosztów operacyjnych i podatków, przekazywane były Skarbowi Państwa. Rozwiązania te sprawiły, iż Bank Anglii nie był wystawiony na ryzyko finansowe, lecz jedynie ograniczał się do

zarządzania ryzykiem kredytowym<sup>480</sup> oraz monitorowania ryzyka rynkowego<sup>481</sup> w imieniu Skarbu Państwa. Spółka APF Fund Ltd dokonująca w imieniu Banku Anglii transakcji skupu aktywów nie była narażona na ryzyko płynności<sup>482</sup>.

Doświadczenia pierwszych miesięcy realizacji polityki *quantitative easing* przez Bank Anglii okazały się zachęcające, jako że doprowadziły do obniżenia stopy zwrotu z aktywów, poprawiając jednocześnie płynność na rynku kredytów komercyjnych<sup>483</sup>. Polityka monetarna wyszła poza tradycyjny cel stabilizowania cen w gospodarce, skupiając się jednocześnie na ożywieniu aktywności gospodarczej, dzięki wykorzystaniu kanałów monetarnych.

Negatywnym następstwem realizacji polityki APF był podział przedsiębiorstw na dwie kategorie, a mianowicie podmioty, których obligacje podlegały skupowi przez bank centralny oraz pozostałe firmy. Tym samym pogłębiał się podział pomiędzy podmiotami o dobrej kondycji finansowej, które uzyskały korzyść z transakcji z bankiem centralnym w postaci spadku rentowności ich obligacji, a podmiotami, które z uwagi na niższe oceny ratingowe, nie zostały objęte programem. Agresywna polityka pieniężna Banku Anglii niosła ze sobą również ryzyko wysokiej inflacji w przyszłości, zatem po zażegnaniu recesji i domknięciu luki popytowej, nadmiar podaży pieniądza powinien zostać zabsorbowany z rynku za pomocą odpowiednio przygotowanych strategii wyjścia<sup>484</sup>.

### **5.3. Niekonwencjonalna polityka pieniężna Szwajcarskiego Banku Narodowego w odpowiedzi na kryzys finansowy**

Szwajcarski Bank Narodowy, podobnie jak wcześniej analizowane banki centralne, aktywnie zareagował na zaburzenia funkcjonowania rynku finansowego, koncentrując się na zapewnieniu dostępu do płynności oraz pobudzeniu aktywności gospodarczej. Obniżenie presji inflacyjnej na skutek spowolnienia gospodarczego, a także spadku cen ropy naftowej oraz towarów na świecie, sprawiły iż, SNB mógł zareagować na pierwsze objawy kryzysu złagodzeniem polityki pieniężnej. Jeszcze w lipcu 2008 r. inflacja przekraczała granicę celu inflacyjnego w Szwajcarii, osiągając maksimum na poziomie 3,1%. W skali całego 2008 r. wskaźnik inflacji wyniósł jednak 2,4%, a w IV kwartale 2008 r. obniżył się znacznie

---

<sup>480</sup> Ryzyko kredytowe to ryzyko straty powstałej w wyniku niespłacenia zobowiązania przez kontrahenta lub emitenta. Ryzyko kredytowe w portfelu aktywów spółki APF Fund Ltd wynikało ze skupu zabezpieczonych instrumentów dłużnych wyemitowanych przez rząd Wielkiej Brytanii lub przedsiębiorstwa posiadające wysoki rating finansowy.

<sup>481</sup> Ryzyko rynkowe definiowane jest jako ryzyko poniesienia straty będącej wynikiem zmiany warunków rynkowych, np. stóp procentowych, kursów walutowych, cen towarów lub spreadów kredytów. Ryzyko rynkowe spółki APF Fund Ltd jest związane ze zmianą cen aktywów na skutek zmian rynkowych stóp procentowych.

<sup>482</sup> *Annual Report 2009/10*, Bank of England Asset Purchase Facility Fund Limited, Bank of England, s. 12.

<sup>483</sup> A. Meier, op. cit., s. 43.

<sup>484</sup> M. M. Kowalska, *Polityka stabilizacyjna Wielkiej Brytanii w warunkach kryzysu i jej konsekwencje po roku 2010*, w: *Gospodarka w warunkach kryzysu*, red. S. Antkiewicz, M. Pronobis, op. cit., s. 144.

do poziomu 1,6%, pozwalając bankowi centralnemu na skoncentrowanie się na pobudzeniu aktywności gospodarczej.

W celu przeciwdziałania zaburzeniom na rynkach finansowych spowodowanym szokiem po upadku Lehman Brothers, SNB, dążąc do zapewnienia odpowiedniej podaży płynnych środków, przeprowadził operacje refinansujące na rynku pieniężnym na niespotykaną dotąd skalę. W celu przywrócenia prawidłowego funkcjonowania rynków pieniężnych SNB znacząco rozszerzył narzędzia zapewniania płynności oraz obniżył referencyjne stopy procentowe do historycznie niskiego poziomu<sup>485</sup>. W 2008 r. docelowy zakres wahań 3-miesięcznej stopy LIBOR był czterokrotnie obniżany do poziomu 0,0-1,0% włącznie. Kryzys ekonomiczny i współtowarzyszące mu ryzyko deflacji sprawiły, iż w kolejnych latach SNB utrzymał bardzo ekspansywną politykę pieniężną zapoczątkowaną w 2008 r. W połowie marca 2009 r. SNB dokonał kolejnego cięcia zakresu wahań 3-miesięcznej stopy LIBOR do poziomu 0,0-0,75%. Harmonogram decyzji SNB w sprawie redukcji stopy referencyjnej przedstawiony został w tabeli 5.9.

**Tabela 5.9. Harmonogram obniżek stopy referencyjnej SNB**

| data       | decyzja   |
|------------|---|
| 08.10.2008 | Obniżenie górnej granicy docelowej stopy LIBOR dla 3-miesięcznych wkładów w CHF o 25 punktów bazowych do poziomu 3% (skoordynowana akcja kilku banków centralnych) <sup>486</sup> |
| 06.11.2008 | Obniżenie górnej granicy docelowej stopy LIBOR dla 3-miesięcznych wkładów w CHF o 50 punktów bazowych do poziomu 2,5%.  |
| 20.11.2008 | Obniżenie górnej granicy docelowej stopy LIBOR dla 3-miesięcznych wkładów w CHF o 100 punktów bazowych do poziomu 1,5%.   |
| 11.12.2008 | Obniżenie górnej granicy docelowej stopy LIBOR dla 3-miesięcznych wkładów w CHF o 50 punktów bazowych do poziomu 1%.  |
| 12.03.2009 | Obniżenie górnej granicy docelowej stopy LIBOR dla 3-miesięcznych wkładów w CHF o 25 punktów bazowych do poziomu 0,75%.   |
| 03.08.2011 | Obniżenie górnej granicy docelowej stopy LIBOR dla 3-miesięcznych wkładów w CHF o 50 punktów bazowych do poziomu 0,25%.   |

Źródło: M. Jurek, P. Marszałek, *Banki centralne krajów wysoko rozwiniętych podczas kryzysu finansowego*, op. cit., s. 85 oraz [www.snb.ch](http://www.snb.ch)

Równoległe z prowadzoną polityką stóp procentowych, SNB kontynuował dostarczanie nieograniczonej płynności za pośrednictwem operacji REPO, rozszerzając terminy oraz listę podmiotów dopuszczonych do transakcji o krajowych uczestników rynku finansowego, nieposiadających statusu dilerów (*bank and securities dealers*). Zastrzeżono jednak, iż podmioty te muszą przyczyniać się do zapewnienia płynności zabezpieczonego rynku pieniężnego franka szwajcarskiego (*secured Swiss franc money market*), a także znajdować się pod nadzorem FINMA (*Swiss Financial Market Supervisory Authority*). Wśród

<sup>485</sup> *Annual Report 2009, 102nd Annual Report*, Swiss National Bank, 2009, s. 45.

<sup>486</sup> W skoordynowanej akcji redukcji stóp procentowych wzięły udział następujące banki: Bank Kanady, Bank Anglii, Europejski Bank Centralny, System Rezerwy Federalnej, Szwedzki Bank Narodowy oraz Bank Japonii.

nowo-dopuszczonych podmiotów znajdowały się przede wszystkim towarzystwa ubezpieczeniowe oraz fundusze rynku pieniężnego charakteryzujące się szczególną aktywnością. Operacje zasilające w płynność osiągnęły najwyższy poziom w kwietniu 2009 r. (saldo wyniosło wówczas około 132 mld CHF).

Działając w ramach art. 9 par. 1 ustawy o Banku Narodowym, SNB wykorzystał także rzadziej stosowany instrument polityki pieniężnej, tj. transakcje na rynku *spot* i *forward* z udziałem walut obcych, czyli swapy walutowe, które posłużyły mu do zapewnienia płynności walutowej. Warto zauważyć, iż do momentu wprowadzenia transakcji REPO w 1998 r., swapy walutowe były najważniejszym instrumentem polityki pieniężnej SNB. Porozumienia swapowe pozwalały na złagodzenie nacisku na wzrost stopy LIBOR, pomagając w sprowadzeniu jej do pożądanego zakresu (*target range*). Przeciwdziałały także aprecjacji franka szwajcarskiego względem euro<sup>487</sup>, która w kolejnych miesiącach stała się główną trudnością polityki SNB. W 2008 r. rozszerzono umowę swapową zawartą w grudniu 2007 r. z Systemem Rezerwy Federalnej. Narzędzie to stworzyło bazę dla aukcji repo, w ramach których SNB udostępniał bankom płynność w dolarach amerykańskich<sup>488</sup>. W 2009 r. znaczna część transakcji swapowych w walutach obcych prowadzona była w ramach umowy zawartej jesienią 2008 r. z Europejskim Bankiem Centralnym oraz Narodowym Bankiem Polskim, a także w styczniu 2009 r. z Węgierskim Bankiem Narodowym. Transakcje te zakończono ostatecznie w styczniu 2010 r.<sup>489</sup>. W kwietniu 2009 r., dążąc do zapewnienia amerykańskim instytucjom finansowym płynności we frankach szwajcarskich, SNB zaoferował Systemowi Rezerwy Federalnej linię swapową na okres 6 miesięcy. Ostatecznie instrument ten nie został jednak wykorzystany. Umowa swapowa zawarta pomiędzy SNB i Systemem Rezerwy Federalnej w grudniu 2007 r. została przedłużona do lutego 2010 r.<sup>490</sup>. W związku z nasileniem napięć na rynkach finansowych w maju 2010 r. wszystkie banki centralne uczestniczące w latach 2007-2010 w umowie swapowej z Systemem Rezerwy Federalnej zdecydowały o wznowieniu linii swapowej. W grudniu 2010 r. zdecydowano o przedłużeniu okresu korzystania z tego instrumentu do 1 sierpnia 2011 r. włącznie<sup>491</sup>. Po zakończeniu obowiązywania powyższej umowy, we wrześniu 2011 r. SNB, w porozumieniu z Bankiem Anglii, Bankiem Japonii, Europejskim Bankiem Centralnym oraz

---

<sup>487</sup>J. Bogolebska, *Rola współpracy banków centralnych w stabilizowaniu międzynarodowego środowiska finansowego. Doświadczenia kryzysu finansowego 2007-2009*, w: *Od kryzysu do ożywienia. Dylematy współczesnej polityki finansowej*, red. J. L. Bednarczyk, W. Przybylska-Kapuścińska, CeDeWU, Warszawa 2011, s. 53.

<sup>488</sup> *Annual Report 2008, 101st Annual Report*, Swiss National Bank, 2008, s. 47.

<sup>489</sup> *Annual Report 2010, 103rd Annual Report*, Swiss National Bank, 2010, s. 45.

<sup>490</sup> *Annual Report 2009*, op. cit., s. 49.

<sup>491</sup> *Annual Report 2010*, op. cit., s. 45.

Systemem Rezerwy Federalnej, zdecydował o dostarczeniu płynności w dolarach amerykańskich w formie pożyczek o terminie zapadalności 84 dni. Pierwsza operacja przeprowadzona została 12 października 2011 r.<sup>492</sup>. Kolejne porozumienie swapowe z ww. bankami zawarte zostało w listopadzie 2011 r. i dotyczyło dostarczania płynności w dowolnej walucie krajowej banków centralnych zawierających umowę w zależności od zapotrzebowania rynku<sup>493</sup>.

Kluczowe działania SNB w odpowiedzi na kryzys koncentrowały się jednak wokół przeciwdziałania nadmiernej aprecjacji franka szwajcarskiego w stosunku do euro, co realizowano za pomocą interwencji walutowych, czyli skupu walut obcych. Operacje te na ogromną skalę po raz pierwszy przeprowadzane były w 2010 r., kiedy SNB zaangażował się w transakcje z dużą liczbą kontrahentów zarówno w Szwajcarii, jak i zagranicą. Wartość skupionych w 2010 r. walut obcych wyniosła około 144 mld CHF, podczas gdy w 2009 r. jedynie nieco ponad 47 mld CHF. W 2010 r., w celu zabezpieczenia operacji skupu walut obcych, SNB w ograniczonym zakresie wykorzystał krótkoterminowe opcje walutowe, które sprzedawał swoim kontrahentom w zamian za premię. Opcje te upoważniały kontrahentów do sprzedania SNB euro w zamian za franki po ustalonej z góry cenie. Jednocześnie w sytuacji, gdy euro osłabiało się w stosunku do franka szwajcarskiego, kontrahenci sprzedawali sobie nawzajem walutę szwajcarską, umacniając tym samym euro<sup>494</sup>.

Druga połowa 2011 r. była czasem uderzenia kolejnej fali kryzysu finansów publicznych, dotykającego kilka peryferyjnych krajów strefy euro. Wzrost rentowności instrumentów finansowych strefy euro, spowodowany zwiększeniem premii za ryzyko płynności oraz ryzyko niewypłacalności kontrahenta, skierował popyt inwestorów w kierunku aktywów określanych potocznie jako tzw. bezpieczna przystań (*safe haven*), do której zalicza się m.in. franka szwajcarskiego. Wzrost popytu na walutę Szwajcarii przyczynił się do przewartościowania kursu franka, grożącego deflacją i osłabieniem tempa wzrostu gospodarczego.

Eskalacja kryzysu zadłużenia publicznego skłoniła SNB do podjęcia bardziej radykalnej akcji w celu przeciwdziałania nadmiernej aprecjacji franka szwajcarskiego. SNB postanowił walczyć z niekorzystnymi tendencjami poprzez zwiększanie podaży płynnych środków na rynku pieniężnym, co realizowane było w drodze dodatkowej emisji pieniądza rezerwowego, skutkującej zwiększeniem depozytów w banku centralnym. Depozyty

---

<sup>492</sup> *Quarterly Bulletin* 3/2011, Swiss National Bank, s. 53.

<sup>493</sup> *Quarterly Bulletin* 4/2011, Swiss National Bank, s. 49

<sup>494</sup> *Annual Report 2010*, op. cit., s. 46.

na żądanie, w wyniku odkupu bonów SNB w ramach operacji *repurchase agreement*, zostały początkowo zwiększone z 30 mld CHF do 80 mld CHF (3 sierpnia 2011 r.). SNB zdecydował ponadto o dalszym nieodnawianiu zapadłych transakcji repo. Operacje zasilające w płynność miały być prowadzone do momentu uzyskania docelowej wielkości depozytów na żądanie w banku centralnym<sup>495</sup>. Utrzymywanie się awersji do ryzyka na międzynarodowym rynku finansowym skłoniło SNB, dosłownie kilka dni po wcześniejszej decyzji, do dalszej ekspansji depozytów bankowych do 120 mld CHF. Dodatkowo, w celu wzmocnienia płynności we frankach szwajcarskich, SNB zdecydował się na przeprowadzenie dodatkowych swapów walutowych zapoczątkowanych jesienią 2008 r.<sup>496</sup>. Utrzymujący się mocny kurs franka szwajcarskiego skłonił SNB do dalszej ekspansji rezerw bankowych do poziomu 200 mld CHF, poprzez dalsze operacje skupu papierów wartościowych w ramach operacji repo oraz kontynuację wzmocniania płynności rynku pieniężnego w drodze swapów walutowych. Jednocześnie SNB wyraził gotowość podjęcia dalszych bardziej radykalnych kroków<sup>497</sup>.

Ze względu na fakt, że zwiększenie podaży płynnych środków przyniosło jedynie krótkotrwale osłabienie franka szwajcarskiego, a początek września 2011 r. był okresem dalszego wywierania presji na jego aprecjację, SNB zdecydował się bronić minimalnego kursu walutowego franka względem euro, którego wysokość określono na poziomie 1,20 CHF/EUR<sup>498</sup>. Jednocześnie SNB za pośrednictwem polityki komunikacyjnej podkreślił, że jest zdeterminowany bronić ustalonego kursu, wykorzystując w tym celu pieniądź krajowy w nieograniczonym zakresie<sup>499</sup>. W praktyce oznaczało to ekspansję monetarną poprzez politykę bilansu SNB, polegającą na finansowaniu skupu walut obcych nowo wyemitowanym pieniądzem rezerwowym.

Polityka obrony kursu sztywnego doprowadziła do zakumulowania przez SNB ogromnych rezerw walutowych. W lipcu 2012 r. kwota zgromadzonych walut obcych, w przeważającej części euro i dolara amerykańskiego, stanowiła równowartość 476,3 mld CHF (508,2 mld USD), co oznaczało ponad 50% przyrost w stosunku do okresu sprzed ogłoszenia limitu kursowego. SNB był zdecydowany do dalszej obrony wyznaczonego kursu

---

<sup>495</sup> *Swiss National Bank takes measures against strong Swiss franc*, Communications, Press release, 3 August 2011, Zurich, [http://www.snb.ch/en/mmr/reference/pre\\_20110803/source/pre\\_20110803.en.pdf](http://www.snb.ch/en/mmr/reference/pre_20110803/source/pre_20110803.en.pdf)

<sup>496</sup> *Swiss National Bank expands measures against strong Swiss franc*, Communications, Press release, 10 August 2011, Zurich, [http://www.snb.ch/en/mmr/reference/pre\\_20110810/source/pre\\_20110810.en.pdf](http://www.snb.ch/en/mmr/reference/pre_20110810/source/pre_20110810.en.pdf)

<sup>497</sup> *Swiss National Bank intensifies measures against strong Swiss franc*, Communications, Press release, 17 August 2011, Zurich, [http://www.snb.ch/en/mmr/reference/pre\\_20110817/source/pre\\_20110817.en.pdf](http://www.snb.ch/en/mmr/reference/pre_20110817/source/pre_20110817.en.pdf)

<sup>498</sup> *Dangers for monetary policy from unsustainable fiscal policy*, Panel discussion contribution by T. J. Jordan, Chairman of the Governing Board of the Swiss National Bank, 16 May 2012, Presented at the European Central Bank colloquium: *Monetary policy in unconventional times*, held in honour of J. M. González-Páramo, s. 2.

<sup>499</sup> *Swiss National Bank sets minimum exchange rate at CHF 1,20 per euro*, Communications, Press release, 6 September 2011, Zurich.

walutowego, którego minimalny poziom w relacji do euro został podtrzymany na tym samym poziomie przez cały 2012 r., co wynikało z niekorzystnych uwarunkowań makroekonomicznych. Gospodarka szwajcarska w 2012 r. wykazywała dalsze oznaki spowolnienia, w głównej mierze na skutek spadku eksportu do strefy euro, spotęgowanego silnym kursem franka. Chwilowe osłabienie franka szwajcarskiego spowodowała decyzja EBC, we wrześniu 2012 r., dotycząca wdrożenia niestandardowego programu skupu obligacji rządowych nadmiernie zadłużonych krajów strefy euro (*Outright Monetary Transactions*). Inwestorzy, okazując wotum zaufania dla najnowszego planu europejskich władz monetarnych, zdecydowali się przenieść część inwestycji na rynki dłużne peryferyjnych krajów strefy euro, osłabiając jednocześnie presję na umacnianie waluty szwajcarskiej<sup>500</sup>.

SNB podejmował również działania niekonwencjonalne z zakresu poluzowania kredytowego, którego celem było dostarczenie płynności bezpośrednio do sektora prywatnego. Dążąc do obniżenia premii za ryzyko na rynku kapitałowym, w dniu 12 marca 2009 r. SNB wdrożył niestandardowy instrument polityki pieniężnej, polegający na skupie szwajcarskich obligacji wyemitowanych przez sektor prywatny. Ogłoszeniu programu nie towarzyszyła informacja o wielkości planowanego skupu ani zakresie czasowym operacji. W ciągu pierwszych trzech tygodni działania programu SNB skupował wyłącznie obligacje zabezpieczone (*covered bonds*), w tym zabezpieczone kredytami hipotecznymi (*mortgage bonds*). W kolejnych tygodniach skupem objął także obligacje sektora niefinansowego, jednak skala operacji z udziałem tych instrumentów była znikoma na tle całego skupu realizowanego przez SNB. Transakcje skupu realizowane były do lipca 2009 r. włącznie, a w grudniu 2009 r. instrument ten został oficjalnie wycofany z użycia<sup>501</sup>.

Reasumując instrumenty polityki pieniężnej SNB uruchomione w odpowiedzi na zaburzenia na rynkach finansowych, należy stwierdzić, iż rozwiązaniem nowatorskim był skup obligacji sektora prywatnego, a także modyfikacje polityki refinansowej, polegające na wydłużeniu terminów finansowania oraz dopuszczeniu do transakcji nowych kontrahentów. Duże zaangażowanie SNB na polu obrony kursu franka szwajcarskiego przed nadmierną aprecjacją także można uznać za podejście niekonwencjonalne, ponieważ stanowiło ono formę polityki bilansowej, której skutkiem była ekspansja depozytów w banku centralnym. O nadzwyczajności tej interwencji świadczy również skala zaangażowania banku

---

<sup>500</sup> *Frank słabnie, dilerzy handlują*, The Wall Street Journal, za: Rzeczpospolita nr 217 z 17.09.2012 r.

<sup>501</sup> A. Kettemann, S. Krogstrup, *Portfolio balance effects of the SNB's 2009 bond purchase program*, [http://www.unibas.ch/fileadmin/www/redaktion/dekanat/Forschungsseminar\\_HS09/20120330\\_SNBbondPurchase\\_s\\_Signe\\_Krogstrup.pdf](http://www.unibas.ch/fileadmin/www/redaktion/dekanat/Forschungsseminar_HS09/20120330_SNBbondPurchase_s_Signe_Krogstrup.pdf)

centralnego. Trzeba jednak pamiętać, iż same interwencyjne skupy walut obcych nie są dla SNB narzędziem niestandardowym i były wielokrotnie wykorzystywane w przeszłości.

#### **5.4. Polityka pieniężna Czeskiego Banku Narodowego w odpowiedzi kryzys finansowy**

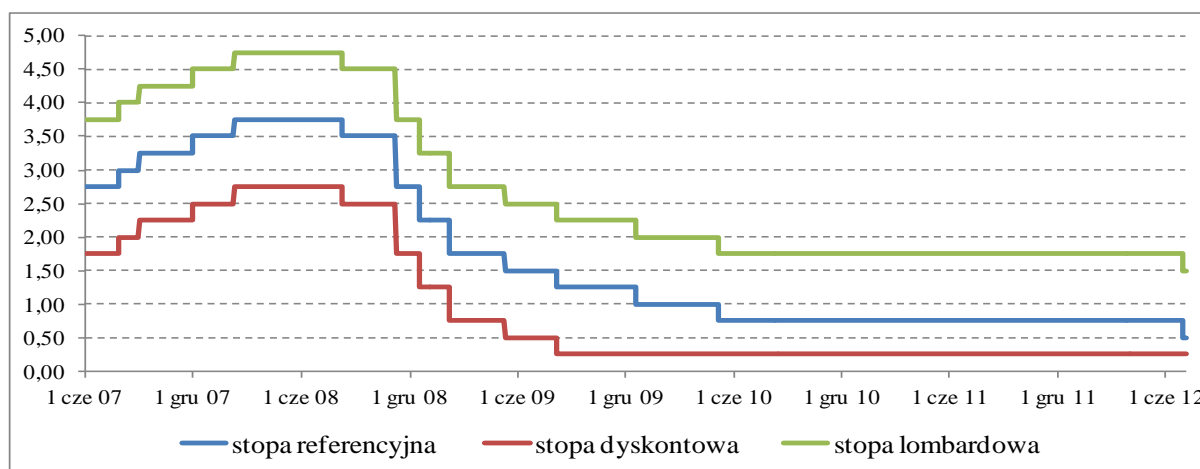
Czeski system bankowy, podobnie jak system bankowy w Polsce, charakteryzuje się chroniczną nadpłynnością, dlatego też operacje absorbujące płynność dokonywane za pomocą operacji otwartego rynku są stałym elementem prowadzonej polityki pieniężnej. Wraz z pogarszaniem się warunków na światowych rynkach finansowych skala operacji absorbujących ulegała jednak zmniejszeniu, czego powodem był wzrost gotówki w obiegu, wycofywanie wkładów bankowych oraz niepewność uczestników rynku powodująca awersję do ryzyka.

W odpowiedzi na turbulencje na zagranicznych rynkach finansowych CNB, podobnie jak wszystkie analizowane banki centralne, dokonał znaczących obniżek stóp podstawowych operacji refinansujących (wykres 5.8), a także w październiku 2008 r. uruchomił dwa mniej standardowe instrumenty polityki pieniężnej, tj. operacje REPO oraz swapy walutowe. Zwiększone wypłaty gotówki ze strony klientów banków spowodowały znaczny spadek depozytów banków komercyjnych w banku centralnym (tzw. *Prime deposits*), zmuszając banki do pozyskiwania płynności z innych źródeł. Jednocześnie funkcjonowanie rynków międzybankowych, z powodu spadku zaufania uczestników rynku oraz dążenia do utrzymywania bufora płynności, było w znacznym stopniu upośledzone. Niestandardowe operacje CNB służyły zwiększeniu płynności na wtórnym rynku papierów rządowych, a także otwarciu dodatkowych kanałów, za pośrednictwem których banki mogły pozyskać płynność. Przeprowadzając dodatkowe operacje *reverse repo* CNB zapewniał bankom płynność na okres 14 dni lub 3 miesięcy w zamian za przedłożone zabezpieczenia. Stopa oprocentowania operacji 14-dniowych była o 10 punktów bazowych wyższa od stopy REPO Czeskiego Banku Narodowego, natomiast oprocentowanie operacji 3-miesięcznych ustanowiono na poziomie 30 punktów bazowych wyższym od stopy REPO. CNB dostarczał także płynność w walutach obcych, dzięki realizowanym swapom walutowym, dzięki którym dostarczał bankom korony czeskie w zamian za euro na okres do 3 miesięcy włącznie. Spośród wdrożonych instrumentów niestandardowych 14-dniowe operacje repo zasilające w płynność były szczególnie często wykorzystywane, podczas gdy pozostałe instrumenty miały charakter uzupełniający. Udogodnienia płynnościowe zaoferowane przez CNB były pozytywnie przyjmowane nawet przez te banki, które nie korzystały z tej formy wsparcia,



bowiem stwarzały możliwość pozyskania finansowania w sytuacji gdyby aktualne potrzeby uległy zmianie<sup>502</sup>.

### Wykres 5.9. Kształtowanie się stóp podstawowych operacji refinansujących



Źródło: [http://www.cnb.cz/en/monetary\\_policy/instruments/#history](http://www.cnb.cz/en/monetary_policy/instruments/#history)

Niestandardowe operacje polityki pieniężnej CNB, zainicjowane w IV kwartale 2008 r., utrzymane zostały w 2009 r., chociaż, biorąc pod uwagę liczbę zainteresowanych kontrahentów, miały charakter raczej uzupełniający. W 2009 r. CNB wprowadził dodatkowo swapy zabezpieczeń, za pośrednictwem których banki mogły otrzymać na określony okres czasu bardziej płynne aktywa w zamian za aktywa mniej płynne. Wymiana ta pomagała bankom w uzyskaniu papierów wartościowych wykorzystywanych na rynku wtórnym, jak również umożliwiała otrzymanie kredytu dziennego (*intraday credit*)<sup>503</sup>. Wraz z normalizacją sytuacji, począwszy od 2010 r., zmniejszono częstotliwość dwutygodniowych operacji REPO, które do 31 grudnia 2010 r. odbywały się dwa razy w tygodniu, a począwszy od 2011 r. odbywają się raz na tydzień. Zmieniono również maksymalny okres udostępniania waluty w ramach swapów walutowych, który skrócono z trzech miesięcy do dwóch tygodni<sup>504</sup>.

Chociaż w praktyce CNB podjął wyłącznie działania z zakresu pośredniego poluzowania ilościowego, z wypowiedzi prezesa banku, Miroslava Singera, wynika, iż w przyszłości rozważany jest sterylizowany skup obligacji. Zapowiedzi te wynikać mogą z faktu, że na dzień dzisiejszy CNB nie dysponuje polem manewru w zakresie obniżania stop procentowych (stopa podstawowa wynosi tylko 0,75%), jak również nie ma możliwości poszerzania wachlarza zabezpieczeń wykorzystywanych w transakcjach z bankami komercyjnymi<sup>505</sup>.

<sup>502</sup> Annual Report 2008, CNB, Czech National Bank, s. 44-45.

<sup>503</sup> Annual Report 2009, CNB, Czech National Bank, s. 43-44.

<sup>504</sup> [http://www.cnb.cz/en/financial\\_market/param\\_liquidity-providing\\_repo.html](http://www.cnb.cz/en/financial_market/param_liquidity-providing_repo.html)

<sup>505</sup> Bank Japonii zdecydował się dołączyć do Fedu oraz EBC, Rzeczpospolita nr 220 z 20 września 2012 r., s. B7.

## 5.5. Działania antykryzysowe Narodowego Banku Polskiego

Polityka pieniężna realizowana przez Narodowy Bank Polski w drugiej połowie 2008 r. znajdowała się pod silnym wpływem wstrząsów w gospodarce światowej. Pomimo początkowego przekonania, że rozprzestrzenianie kryzysu zostanie ograniczone wyłącznie do tych krajów rozwiniętych, których instytucje finansowe były zaangażowane na rynku „toksycznych” pochodnych instrumentów kredytowych, okazało się, że skutki załamania, za sprawą powiązań kapitałowych, rozprzestrzeniają się transgranicznie. Podobnie jak w pozostałych analizowanych krajach, zaostrzenie sytuacji na krajowym rynku finansowym spowodowane zostało szokiem po ogłoszeniu upadłości przez amerykański bank inwestycyjny Lehman Brothers, który doprowadził do zaburzeń płynnościowych, gwałtownych spadków cen akcji, znaczącego odpływu kapitału z rynków wschodzących oraz deprecjacji walut krajów rozwijających się<sup>506</sup>.

Rozprzestrzenianie się zaburzeń z zagranicznych rynków finansowych na rynek krajowy spowodowało ograniczenie płynności sektora bankowego, co w warunkach polskich było zjawiskiem nietypowym w stosunku do występującej zwykle chronicznej nadpłynności sektora bankowego. Szczególnie widoczne było ograniczenie obrotów na rynku niezabezpieczonych depozytów bankowych, a także skrócenie terminu zapadalności zawieranych transakcji. Poziom krótkoterminowej płynności sektora bankowego, liczonej jako saldo podstawowych i dostrajających operacji otwartego rynku, swapów walutowych oraz operacji depozytowo-kredytowych, wyniósł w 2008 r. średnio 10 964 mln zł, co oznaczało spadek o 45% w stosunku do poziomu odnotowanego w 2007 r. (obniżenie nadpłynności w ujęciu średniorocznym wyniosło 8 850 mln zł). W ostatnim kwartale 2008 r. poziom krótkookresowej płynności sektora bankowego przyjął wartości znacznie poniżej średniej<sup>507</sup>. Spadek poziomu płynności sektora bankowego wywołany był niezależnymi od NBP czynnikami autonomicznymi, w tym wzrostem poziomu pieniądza gotówkowego, spowodowanego masowym wycofywaniem gotówki z banków na skutek obaw o stabilność systemu finansowego, a także wzrostem zobowiązań z tytułu rezerwy obowiązkowej<sup>508</sup>. Banki komercyjne w następstwie wzmożonego wycofywania gotówki zwiększały zasoby posiadanego pogotowia kasowego.

W drugiej połowie 2008 r. nastąpił spadek zainteresowania banków komercyjnych zawieraniem transakcji w ramach podstawowych operacji otwartego rynku, co spowodowane

---

<sup>506</sup> *Raport Roczny 2008*, Narodowy Bank Polski 2009, s. 29.

<sup>507</sup> *Instrumenty polityki pieniężnej Narodowego Banku Polskiego w 2008 r., Płynność sektora bankowego*, Raport, Warszawa 2009, NBP, s. 37.

<sup>508</sup> *Raport Roczny 2008*, op. cit., s. 38.

było gromadzeniem przez banki ostrożnościowych buforów płynności w postaci depozytów w banku centralnym. Paradoksem tej sytuacji był fakt, że banki komercyjne preferowały niżej oprocentowane depozyty w banku centralnym na koniec dnia w stosunku do bardziej zyskownych operacji otwartego rynku. Uzasadnieniem postawy banków było dążenie do maksymalizacji bezpieczeństwa lokat, prowadzące do unikania lokowania środków na terminy dłuższe niż jednodniowe. Lokaty terminowe złożone przez banki w NBP w 2008 r. były ponad 2,5-krotnie wyższe od kwoty depozytów złożonych w roku poprzednim, jednak wzrost pieniądza rezerwowego nie przełożył się na ożywienie akcji kredytowej. Dynamika kredytów udzielanych przez banki krajowe uległa znacznemu osłabieniu, co rzutowało na spowolnienie aktywności inwestycyjnej. Zmniejszone uczestnictwo banków w podstawowych operacjach otwartego rynku stanowiło istotne ograniczenie skuteczności prowadzonej przez NBP polityki pieniężnej (brak pełnej subskrypcji przetargów – tzw. *underbidding*<sup>509</sup>). Mniejsza skłonność banków do udziału w przetargach operacji podstawowych wynikała, podobnie jak w przypadku ograniczenia aktywności na rynku międzybankowym, z dążenia do utrzymywania bieżących nadwyżek płynności oraz przesunięcia preferencji banków do zarządzania płynnością w krótszych terminach (O/N).

Niekorzystna sytuacja na zagranicznych rynkach finansowych, rzutująca na nastroje panujące na krajowym rynku pieniężnym i międzybankowym, skłoniła NBP do złagodzenia prowadzonej polityki pieniężnej zarówno przy użyciu instrumentów tradycyjnych, jak i niekonwencjonalnych. Nadrzędnym celem działań podejmowanych przez NBP była ochrona stabilności systemu finansowego oraz minimalizacja kosztów kryzysu w sferze realnej. „Zamrożenie” transakcji na międzybankowym rynku pieniężnym spowodowało konieczność podjęcia działań interwencyjnych zabezpieczających płynność całego systemu bankowego oraz płynność poszczególnych banków. Aktywność NBP nakierowana była również na utrzymanie dostępu podmiotów gospodarczych do kredytu, poprzez podtrzymanie zdolności banków do pełnienia funkcji pośrednictwa finansowego. Warto zaznaczyć, iż działania antykryzysowe NBP były skoordynowane z działaniami rządu oraz Komisji Nadzoru Finansowego (KNF).

W odpowiedzi na pogorszenie perspektyw wzrostu gospodarczego Rada Polityki Pieniężnej istotnie złagodziła prowadzoną politykę monetarną. Pomimo podwyższonej bieżącej inflacji, będącej głównie efektem oddziaływania czynników autonomicznych, niezależnych od decyzji krajowych, w sytuacji silnego obniżenia aktywności w polskiej

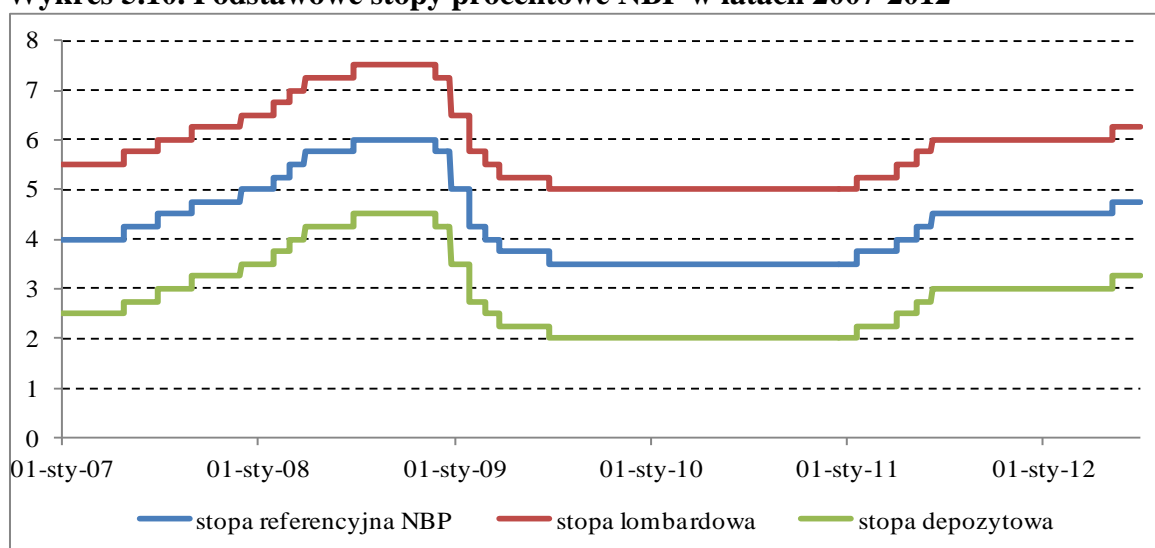
---

<sup>509</sup> Popyt banków na bony pieniężne oferowane w ramach podstawowych operacji otwartego rynku był niższy od podaży oferowanej przez NBP.

gospodarce, oddziałującego w kierunku zmniejszenia presji popytowej i płacowej, w okresie od listopada 2008 r. do czerwca 2009 r. Rada Polityki Pieniężnej sześciokrotnie obniżyła podstawowe stopy procentowe NBP, łącznie o 2,5 pkt. proc., w tym stopę referencyjną z 6% do 3,5%, tj. poziomu najniższego w historii. W ramach łagodzenia polityki pieniężnej w oparciu o tradycyjne instrumenty polityki pieniężnej w maju 2009 r. Rada podjęła również decyzję o obniżeniu stopy rezerw obowiązkowych o 0,5 pkt. procentowego z 3,5% do 3,0%.

Podobnie, jak w przypadku pozostałych analizowanych krajów, łagodzenie polityki pieniężnej za pomocą cięć stóp procentowych (wykres 5.9) okazało się w Polsce niewystarczającą odpowiedzią na kryzys, wobec czego konieczne stało się podjęcie działań niestandardowych. Wobec generalnie pozytywnych ocen nadzoru bankowego w odniesieniu do polskiego sektora bankowego, a także chronicznej nadpłynności systemu bankowego, nadzwyczajne działania Narodowego Banku Polskiego służyć miały przede wszystkim odbudowaniu wzajemnego zaufania uczestników rynku. W analizowanym okresie największe modyfikacje instrumentarium polityki pieniężnej przeprowadzone zostały w czwartym kwartale 2008 r. oraz w 2009 r. Kolejny 2010 r., w związku z normalizacją sytuacji na rynkach finansowych, był czasem stopniowego wycofywania przez NBP wdrożonych interwencyjnie instrumentów nadzwyczajnych, a w 2011 r. polityka pieniężna niemal całkowicie opierała się na klasycznych narzędziach wykorzystywanych przez bank centralny w warunkach stabilności systemu finansowego.

**Wykres 5.10. Podstawowe stopy procentowe NBP w latach 2007-2012**



Źródło: [http://www.nbp.pl/home.aspx?f=/dzienne/stopy\\_archiwum.htm](http://www.nbp.pl/home.aspx?f=/dzienne/stopy_archiwum.htm)

Najważniejszą decyzją NBP, podjętą w reakcji na napięcia na krajowych rynkach finansowych, będących następstwem braku zaufania uczestników rynku w związku z globalnym kryzysem finansowym, było wdrożenie w połowie października 2008 r. tzw.

*Pakietu zaufania*, zawierającego deklarację NBP w sprawie podjęcia działań służących zachowaniu stabilności systemu bankowego w Polsce. Inicjatywa NBP miała na celu pobudzenie akcji na rynku międzybankowym, zapewnienie dostępu banków do płynności złotowej, ograniczenie ryzyka walutowego oraz poprawę wzajemnych relacji między bankami<sup>510</sup>.

Część rozwiązań zadeklarowanych przez NBP w ramach *Pakietu zaufania* zostało wcielonych w życie jeszcze w IV kwartale 2008 r., a niektóre instrumenty nie zostały w ogóle uruchomione. Dążąc do realizacji celu polegającego na wydłużeniu horyzontu czasowego operacji zasilających, NBP przystąpił do przeprowadzania dostrajających operacji otwartego rynku, służących zapewnieniu dodatkowej płynności, w drodze tzw. operacji REPO o terminie zapadalności do 3 miesięcy. Warto zaznaczyć, że zastosowanie operacji REPO nie wymagało zmian w uchwale Rady Polityki Pieniężnej, bowiem transakcje te znajdowały się już wcześniej w katalogu dostępnych operacji dostrajających.

W sumie w całym 2008 r. przeprowadzono 6 operacji tego typu, co przyczyniło się do zasilenia sektora bankowego w płynność o wartości 34,3 mld zł<sup>511</sup>. Termin zapadalności dwóch pierwszych operacji, przeprowadzonych w październiku 2008 r., wyniósł 6 i 14 dni, a począwszy od 4 listopada 2008 r. kolejne operacje typu REPO zawierane były na niestandardowo wydłużony termin 91 dni. W celu maksymalnego złagodzenia napięć na rynku międzybankowym, w związku z trudnościami NBP z określeniem pożądanych warunków płynnościowych w sektorze bankowym, do końca stycznia 2010 r. NBP nie ogłaszał podaży oferowanej na przetargach, akceptując całość popytu zgłaszanego przez banki, pod warunkiem, że rentowność ofert nie była niższa od rentowności minimalnej (przetarg bez puli)<sup>512</sup>.

Operacje dostrajające typu REPO kontynuowane były w 2009 r. W czterech pierwszych miesiącach 2009 r. NBP przeprowadzał comiesięczne operacje REPO z 3-miesięcznym terminem zapadalności, a począwszy od maja dodatkowo operacje z 6-miesięcznym terminem zapadalności. Ważną decyzją, służącą zwiększeniu dostępu do płynności, była przeprowadzona w 2009 r. modyfikacja listy aktywów kwalifikowanych, dopuszczonych jako zabezpieczenie operacji REPO, którą rozszerzono o dłużne papiery wartościowe nominowane w walutach obcych (tj. emitowane przez rząd dłużne papiery

---

<sup>510</sup> *Pakiet zaufania NBP*, Gazeta Wyborcza z 28.10.2008 r., [http://wyborcza.pl/1,76842,5803791,Pakiet\\_zaufania\\_NBP.html](http://wyborcza.pl/1,76842,5803791,Pakiet_zaufania_NBP.html)

<sup>511</sup> *Instrumenty polityki pieniężnej Narodowego Banku Polskiego w 2008 r., Płynność sektora bankowego*, Raport, Warszawa 2009, NBP, s. 23.

<sup>512</sup> *Raport Roczny 2009*, op. cit., s. 44.

wartościowe nominowane w euro) oraz dłużne papiery wartościowe zdeponowane w Krajowym Depozycie Papierów Wartościowych inne niż skarbowe i emitowane przez NBP (tj. obligacje komunalne, obligacje Europejskiego Banku Inwestycyjnego, obligacje Banku Gospodarstwa Krajowego wyemitowane na rzecz Krajowego Funduszu Drogowego oraz listy zastawne)<sup>513</sup>. Zanikający popyt na operacje REPO w 2010 r. spowodował stopniowe wycofywanie się NBP z ich wykorzystania, a począwszy od października 2010 r. nastąpiła całkowita rezygnacja z operacji REPO.

W celu zwiększenia dostępu do płynności złotowej NBP zwiększył zakres partnerów transakcji akceptowanych w ramach dostrajających operacji otwartego rynku, do których początkowo dostęp miało tylko 13 banków o największej aktywności na rynku pieniężnym i walutowym (tzw. Dilerzy Rynku Pieniężnego). Począwszy od 7 listopada 2008 r., w reakcji na napiętą sytuację na rynku międzybankowym, w ramach rozwiązań niestandardowych, do operacji tych dopuszczono wszystkie banki spełniające warunki niezbędne do uczestniczenia w podstawowych operacjach otwartego rynku.

Narodowy Bank Polski zwiększył ponadto dostęp do kredytu w banku centralnym oferowanego w ramach operacji depozytowo-kredytowych (*standing facilities*), dokonując zmian w regulaminie refinansowania kredytem lombardowym poprzez rozszerzenie listy aktywów, mogących stanowić zabezpieczenie, o papiery wartościowe nominowane w walutach obcych<sup>514</sup>.

Ważną modyfikacją ram operacyjnych kredytu lombardowego (a także technicznego) było zmniejszenie wskaźników *haircuts* z 20% do 15% w odniesieniu do wartości nominalnej zabezpieczeń w postaci papierów wartościowych emitowanych przez Skarb Państwa i NBP. Zmiana ta spowodowała zwiększenie potencjalnej płynności dostępnej dla sektora bankowego w 2008 r. o około 6,9 mld zł<sup>515</sup>.

Innowacyjnym rozwiązaniem zastosowanym przez NBP w celu ograniczenia ryzyka deficytu płynności w walutach obcych, było włączenie do instrumentarium polityki pieniężnej transakcji swapów walutowych<sup>516</sup>. Transakcje te umożliwiały bankowi centralnemu skup lub sprzedaż złotego na rynku kasowym w zamian za walutę obcą, z jednoczesnym zawarciem transakcji odwrotnej na rynku terminowym po ustalonym kursie. Początkowo NBP oferował bankom operacje na parach walut EUR/PLN oraz USD/PLN w ramach transakcji

---

<sup>513</sup> Ibidem, s. 44.

<sup>514</sup> *Raport Roczny 2009*, NBP, op. cit., s. 46

<sup>515</sup> *Raport Roczny 2008*, op. cit., s. 45.

<sup>516</sup> Uchwała nr 46/2008 Zarządu Narodowego Banku Polskiego z dnia 16 października 2008 r. w sprawie ogólnych warunków transakcji walutowych typu swap (Dz. Urz. NBP z 2008 r., Nr 17, poz. 21).

codziennych o terminie zapadalności wynoszącym 7 dni. Począwszy od 8 grudnia 2008 r. nastąpiła modyfikacja w odniesieniu do operacji EUR/PLN, które zaczęto przeprowadzać w trybie tygodniowym. W związku z dużym zapotrzebowaniem banków na finansowanie we frankach szwajcarskich, będących główną walutą walutowych kredytów hipotecznych, w dniu 17 listopada 2008 r. NBP zainicjował operacje swapowe na parze walut CHF/PLN. Finansowanie we frankach szwajcarskich w ramach operacji swapowych odbywało się regularnie raz w tygodniu z 7-dniowym terminem zapadalności. Ponadto NBP, w porozumieniu z Szwajcarskim Bankiem Narodowym, przeprowadził również trzy nietypowe transakcje z terminem zapadalności wynoszącym 84 dni<sup>517</sup>.

W 2009 r., wobec utrudnionego dostępu banków do finansowania w walutach obcych, miała miejsce kontynuacja transakcji w formie swapów walutowych, które przeprowadzane były z udziałem tych samych walut, co w roku poprzedzającym, z terminem zapadalności wynoszącym 7 dni i częstotliwością tygodniową. Raz w miesiącu NBP zawierał ponadto swapy na parach walut USD/PLN i EUR/PLN z terminem zapadalności 28 dni. Największą popularnością cieszyły się swapy z udziałem franków szwajcarskich. Popyt na swapy na parze walut CHF/PLN utrzymywał się do października 2009 r., a następnie uległ zanikowi, co skłoniło NBP do wycofania tego instrumentu począwszy od stycznia 2010 r. Transakcje z udziałem euro oraz dolarów amerykańskich, w związku z brakiem zainteresowania ze strony banków, zostały zawieszane 3 miesiące później<sup>518</sup>.

W 2009 r. Narodowy Bank Polski nie był zmuszony do kolejnych innowacji w odniesieniu do stosowanych instrumentów polityki pieniężnej, gdyż sytuacja na polskim rynku międzybankowym była relatywnie korzystniejsza niż w innych krajach, a wzrastający poziom nadpłynności sektora bankowego łagodził potencjalne napięcia płynnościowe<sup>519</sup>. Spektakularnym działaniem NBP w 2009 r. było jednakże przeprowadzenie strukturalnej operacji otwartego rynku polegającej na przedterminowym wykupie w dniu 22 stycznia 2009 r. obligacji NBP wyemitowanych w 2002 r., co wraz z obniżeniem o 0,5% stopy rezerwy obowiązkowej, pozwoliło na zasilenie sektora bankowego dodatkową płynnością o wartości 11,5 mld zł<sup>520</sup>.

Dążąc do zwiększenia dostępu banków do operacji zasilających w płynność, na posiedzeniu w dniu 23 grudnia 2009 r., Rada Polityki Pieniężnej podjęła decyzję o wprowadzeniu dodatkowego instrumentu w postaci kredytu dyskontowego oferowanego

---

<sup>517</sup> *Raport Roczny 2008*, NBP, op. cit., s. 45.

<sup>518</sup> *Raport Roczny 2009*, NBP, op. cit., s. 46.

<sup>519</sup> *Ibidem*, s. 40.

<sup>520</sup> *Polska wobec światowego kryzysu gospodarczego*, Narodowy Bank Polski, Warszawa 2009, s. 40.

bankom pod zastaw weksli. Pomimo faktu, że stopa dyskontowa ogłaszana była przez cały 2010 r.<sup>521</sup>, a oddziały okręgowe NBP przygotowano do przyjmowania wniosków banków i weryfikowania zabezpieczeń, instrument ten nie wzbudził popytu ze strony banków, w związku z czym z początkiem 2011 r. podjęto decyzję o jego wycofaniu, czemu towarzyszyło zaprzestanie ogłaszania stopy dyskontowej.

Poprawa sytuacji na rynkach finansowych w 2010 r., wzrost poziomu nadpłynności sektora bankowego oraz słabnący popyt banków na dodatkową płynność w banku centralnym zarówno złotową, jak i w walucie obcej, skłoniła NBP do stopniowego wycofywania nadzwyczajnych instrumentów polityki pieniężnej wprowadzonych dwa lata wcześniej na mocy *Pakietu zaufania*. W całym 2010 r. nie przeprowadzono ani jednego swapu walutowego, a operacje REPO zakończono definitywnie w październiku 2010 r. Pozostawiono jedynie rozszerzoną listę zabezpieczeń akceptowanych w ramach operacji depozytowo-kredytowych, co wynikało z dążenia do zbliżenia systemu operacyjnego polityki pieniężnej w Polsce do rozwiązań wykorzystywanych w Eurosystemie oraz innych bankach centralnych Europy Środkowo-Wschodniej (np. w Narodowym Banku Czeskim oraz Narodowym Banku Węgier). Utrzymanie rozszerzonej listy akceptowanych zabezpieczeń stymulowało ponadto rozwój segmentów rynków finansowych, na których przedmiotem obrotu są dopuszczone aktywa<sup>522</sup>.

Średnie poziomy najważniejszych narzędzi niestandardowych wdrożonych przez NBP w reakcji na kryzys, tj. operacji REPO oraz swapów walutowych w latach 2008-2011 w ujęciu średniorocznym, prezentuje tabela 5.10.

**Tabela 5.10. Niestandardowe narzędzia polityki pieniężnej NBP w ujęciu średniorocznym (w mln zł)**

| Rok  | Operacje REPO | Operacje SWAP walutowy |
|------|---------------|------------------------|
| 2008 | 2 135         | 162                    |
| 2009 | 11 456        | 1 076                  |
| 2010 | 5 097         | 0                      |
| 2011 | 0             | 0                      |

Źródło: *Raport roczny 2011. Płynność sektora bankowego. Instrumenty polityki pieniężnej NBP*, NBP 2012, s. 6.

Omawiając niestandardowe rozwiązania polityki pieniężnej NBP, warto wspomnieć, iż w dniu 9 kwietnia 2010 r., w związku ze znaczną deprecjacją złotego, po raz pierwszy od 12 lat, NBP przeprowadził jednorazową interwencję na rynku walutowym, służącą wzmocnieniu kursu złotego. Kolejne trzy interwencje miały miejsce na przełomie września

<sup>521</sup> w całym 2010 r. stopa dyskontowa wynosiła 4%.

<sup>522</sup> *Raport Roczny 2009*, NBP, op. cit., s. 45.



i października 2011 r. i służyły obronie kursu złotego względem euro<sup>523</sup>. Gotowość interwencji na rynkach walutowych została potwierdzona przez wiceprezesa NBP – Witolda Kozińskiego – w połowie 2012 r.<sup>524</sup>

Warto dodać, że wspieraniu zarządzania sytuacją kryzysową służyło również zakwalifikowanie Polski do nielicznej grupy krajów, które mogły bezwarunkowo wykorzystywać uruchomioną przez Międzynarodowy Fundusz Walutowy elastyczną linię kredytową (*Flexible Credit Line* – FCL). Zapewnienie dostępu do linii kredytowej oferowanej przez MFW służyć miało polepszeniu wizerunku Polski w oczach inwestorów zagranicznych, co z kolei znaleźć miało odzwierciedlenie w ograniczaniu zmienności kursu złotego do innych walut oraz obniżeniu kosztów finansowania polskich podmiotów gospodarczych<sup>525</sup>.

### **Podsumowanie**

Zakres wykorzystania niekonwencjonalnej polityki pieniężnej wśród europejskich banków centralnych był zróżnicowany, co wynikało z odmienności systemów finansowych, stopnia zakłóceń rynkowych wywołanych kryzysem, a także indywidualnej oceny sytuacji przez poszczególne banki. Skuteczność prowadzonej polityki ograniczona była przez działanie czynników autonomicznych, niezależnych od decyzji władz monetarnych. Oddziaływanie banków centralnych w dużej mierze obniżał brak zaufania uczestników rynku, skutkujący ograniczeniem limitów transakcji na rynku międzybankowym, a także spadkiem popytu banków komercyjnych na operacje otwartego rynku (*underbidding*). Ponadto, w związku z rosnącą niepewnością uczestników rynku, banki komercyjne gromadziły bufory płynności w postaci depozytów w bankach centralnych, co było niezgodne z oczekiwaniami władz monetarnych, spodziewających się skutku w postaci zwiększenia akcji kredytowej.

Banki centralne w Europie zastosowały całe spektrum narzędzi znacznie wykraczających poza tradycyjny zakres instrumentarium standardowej polityki pieniężnej. W początkowej fazie kryzysu wśród zastosowanych instrumentów niestandardowych przeważały operacje z zakresu pośredniego poluzowania ilościowego, służące wzmocnieniu płynności sektora bankowego dzięki wydłużeniu terminu refinansowania. Władze monetarne wprowadzały także ułatwienia w pozyskiwaniu środków finansowych w banku centralnym poprzez rozszerzanie listy akceptowanych zabezpieczeń oraz dopuszczanie do transakcji z bankiem centralnym nowych partnerów. Ważnym elementem polityki stabilizowania

---

<sup>523</sup> <http://biznes.onet.pl/podsumowanie-miesiaca-budzet-2012-i-spektakularne-,40690,4878835,news-detaj> [data dostępu 24.10.2012]

<sup>524</sup> *NBP jest przygotowany do obrony kursu złotego*, [http://wyborcza.biz/Waluty/1,111132,11745197,NBP\\_jest\\_przygotowany\\_do\\_obrony\\_kursu\\_zlotego.html](http://wyborcza.biz/Waluty/1,111132,11745197,NBP_jest_przygotowany_do_obrony_kursu_zlotego.html)

<sup>525</sup> *Polska wobec światowego kryzysu gospodarczego*, op. cit., s. 39.

systemu finansowego w dobie zaburzeń na rynkach finansowych były także operacje swapowe służące dostarczeniu płynności w walutach obcych. Rozwiązania te zastosowały wszystkie analizowane w niniejszym rozdziale banki centralne.

Najbardziej nowatorskimi narzędziami niestandardowej polityki pieniężnej, wykorzystanymi w fazie zaostrzenia kryzysu, okazały się operacje bezwarunkowego skupu aktywów zainicjowane, w ślad za rozwiązaniami wdrożonymi przez System Rezerwy Federalnej, przez Europejski Bank Centralny, Bank Anglii oraz Szwajcarski Bank Narodowy. Należy uwzględnić różne motywy zastosowania operacji *outright* przez poszczególne instytucje monetarne: od dążenia do zwiększenia płynności rynku finansowego do oddziaływania w kierunku wzmocnienia zagregowanego popytu w wyniku redukcji kosztów kredytowania.

Chwilowa poprawa sytuacji makroekonomicznej w 2010 r. skłoniła banki centralne do częściowej rezygnacji z szeregu zastosowanych rozwiązań, jednakże wraz z pogłębieniem kryzysu do części instrumentów powrócono, a nawet wprowadzono bardziej nowatorskie rozwiązania, angażujące bank centralny nie tylko w roli kredytodawcy ostatniej instancji, ale również animatora rynku i inwestora. Istnieje obawa, że banki centralne w obliczu kolejnych przyszłych zagrożeń, ponownie zwrócą się ku rozwiązaniom niestandardowym, co sprawi, że zostaną one ostatecznie włączone do kanonu instrumentów polityki pieniężnej, ze wszystkimi tego konsekwencjami.

## **ROZDZIAŁ VI**

### **BILANS KORZYŚCI I KOSZTÓW ZASTOSOWANIA NIESTANDARDOWYCH INSTRUMENTÓW POLITYKI PIENIĘŻNEJ**

Kryzys finansowy zapoczątkowany w 2007 r. wstrząsnął fundamentami pozornie ustabilizowanego świata bankowości centralnej. Władze monetarne zmuszone zostały do prowadzenia agresywnej i innowacyjnej polityki pieniężnej, mocno wykraczającej poza tradycyjne sterowanie krótkoterminowymi stopami procentowymi, co w dużej mierze zweryfikowało podejście ekonomistów do wcześniej osiągniętego konsensusu w zakresie prowadzenia polityki monetarnej. Kluczowym celem banków centralnych w czasie kryzysu stało się przywrócenie równowagi na rynkach finansowych, co miało znaczenie nie tylko z punktu widzenia usprawnienia transmisji impulsów monetarnych, ale służyło również pobudzeniu wzrostu gospodarczego i poprawie sytuacji na rynku pracy. Władze monetarne skoncentrowały się zatem na odzyskiwaniu zaufania do prawidłowego funkcjonowania rynków finansowych, jak również na zapobieganiu upadłościom instytucji finansowych spowodowanym czasowym deficytem płynności<sup>526</sup>. Zadania te realizowane były w dużej mierze przy użyciu nowatorskich narzędzi niekonwencjonalnej polityki pieniężnej, przedstawionych szczegółowo na przykładzie sześciu wybranych banków centralnych w rozdziale 4 i 5 niniejszej rozprawy.

Celem bieżącego rozdziału jest próba oceny skuteczności niestandardowych instrumentów polityki pieniężnej, poprzez weryfikację rezultatów ich zastosowania w relacji do celów stawianych przez władze monetarne. W dalszej części rozdziału przeanalizowano skutki uboczne zastosowania niestandardowych instrumentów polityki pieniężnej w postaci zagrożenia wiarygodności i niezależności banku centralnego, ekspansji rozmiarów i zmian struktury jego bilansu, a także trudności wynikających z konieczności opracowania skutecznej strategii wyjścia tj. rezygnacji z zastosowania narzędzi niekonwencjonalnych na rzecz powrotu do tradycyjnego instrumentarium wykorzystywanego przed wybuchem kryzysu. Rozdział zamyka podsumowanie implikacji ostatniego kryzysu dla dalszego prowadzenia polityki pieniężnej, w szczególności w zakresie podejścia władz monetarnych do problemu odpowiedzialności za stabilność finansową.

---

<sup>526</sup> V. Corbo, *Financial stability in a crisis: What is the role of the central bank?*, w: *Perspectives on inflation targeting, financial stability and the global crisis*, Contributions to the BIS-sponsored sessions at the annual LACEA meetings in 2008 and 2009, BIS Papers No 51, March 2010, s. 27.

## 6.1. Ocena skuteczności niestandardowych instrumentów polityki pieniężnej

Ewaluacja efektywności niestandardowych narzędzi polityki pieniężnej w analizowanych krajach przeprowadzona zostanie w układzie klasyfikacyjnym zaproponowanym przez L. B. Smagiego, który wyróżnił trzy kategorie niekonwencjonalnych instrumentów polityki pieniężnej<sup>527</sup>:

- bezpośrednie poluzowanie ilościowe (*direct quantitative easing*),
- bezpośrednie łagodzenie kredytowe (*direct credit easing*),
- pośrednie (wewnętrzne) poluzowanie ilościowe/kredytowe (*indirect endogenous quantitative/credit easing*)<sup>528</sup>.

### 6.1.1. Efektywność polityki *quantitative easing*

Polityka *quantitative easing* w czystej postaci w analizowanym okresie realizowana była w Stanach Zjednoczonych, Wielkiej Brytanii oraz strefie euro, choć cele przyświecające EBC zasadniczo różniły się od przesłanek skupu papierów rządowych w Stanach Zjednoczonych oraz Wielkiej Brytanii.

Celem skupu wybranych papierów wartościowych sektora publicznego było oddziaływanie na ich dochodowość, poprzez windowanie ceny obligacji skarbowych i innych papierów rządowych, na skutek zwiększonego popytu zgłaszanego przez banki centralne. Spadek zyskowności inwestycji w papiery wartościowe skutkowało obniżeniem pozostałych długoterminowych stóp procentowych, ponieważ będące przedmiotem obrotu papiery stanowiły swoisty *benchmark*, w stosunku do którego zmieniały się oczekiwania inwestorów w zakresie kształtowania się ceny pieniądza w przyszłości. Dzięki skupowi długoterminowych papierów wartościowych przez banki centralne, zmniejszeniu uległa wielkość aktywów znajdujących się w rękach sektora prywatnego. Bank centralny zastąpił całkowicie niektórych inwestorów, bądź też zredukował zasoby długoterminowych aktywów znajdujące się w posiadaniu innych podmiotów. Jednocześnie zwiększeniu uległa podaż pozbawionych ryzyka krótkoterminowych rezerw bankowych znajdujących się w posiadaniu sektora prywatnego.

Oddziaływanie na ceny aktywów odbywało się za pośrednictwem omówionych w rozdziale drugim kanałów transmisji, tj. kanału komunikacyjnego, portfelowego oraz poprawy funkcjonowania rynku<sup>529</sup>. Zdaniem Prezesa Systemu Rezerwy Federalnej, Bena Bernanke, najbardziej efektywnym kanałem oddziaływania za pośrednictwem skupu aktywów

---

<sup>527</sup> L. B. Smaghi, *Conventional and unconventional monetary policy*, op. cit., 1.

<sup>528</sup> Wyjaśnienie poszczególnych kategorii zostało dokonane w rozdziale 2.

<sup>529</sup> M. Joyce, A. Lasosa, I. Stevens, M. Tong, *The Financial Market Impact of Quantitative Easing*, Bank of England Working Paper No. 393/2010, July 2010, revised August 2010, s. 7-8.

jest kanał portfelowy, za pośrednictwem którego, w warunkach krótkoterminowych stóp procentowych bliskich zeru, skup długoterminowych papierów wartościowych przez bank centralny wpływa także na zmianę dochodowości aktywów finansowych nieobjętych skupem, co jest wynikiem zmiany ilości i struktury aktywów finansowych utrzymywanych przez inwestorów. Różnorodne aktywa finansowe w portfelach inwestorów nie są bowiem doskonałymi substytutami, dlatego też skup określonych papierów wartościowych wywiera presję na redukcję ich dochodowości, zmuszając inwestorów do nabywania innych aktywów o podobnych parametrach<sup>530</sup>. Zwiększony popyt na inne aktywa skutkuje wzrostem ich ceny, a w konsekwencji spadkiem dochodowości. Badania teoretyczne i empiryczne wskazują, że wdrożenie programu skupu aktywów w analizowanych krajach miało także wpływ na oczekiwania uczestników rynku w odniesieniu do przyszłej polityki banku centralnego (kanał komunikacyjny)<sup>531</sup>. Deklaracje skupu papierów wartościowych przez władze monetarne przyczyniały się także do poprawy funkcjonowania rynku, ponieważ likwidowały obawy inwestorów o trudności ze zbyciem aktywów, jako, że bank centralny zawsze mógł się stać ich nabywcą ostatniej instancji.

W literaturze tematu prezentowane są różnorodne narzędzia pomiaru skuteczności operacji skupu rządowych papierów wartościowych przez banki centralne na rynku wtórnym. Niezależnie od przeprowadzonych badań empirycznych, skuteczność przeprowadzonych operacji skupu najlepiej byłoby ocenić porównując sytuację na rynkach finansowych po interwencjach z hipotetyczną sytuacją, w której skup papierów rządowych w ogóle nie miałby miejsca. Metoda taka nie jest jednak możliwa do zastosowania, bowiem trudno jednoznacznie stwierdzić, jak wyglądałoby wychodzenie gospodarek z kryzysu bez zastosowania programów interwencyjnych<sup>532</sup>. Tym niemniej jednak można podjąć próbę dokonania oceny polityki QE za pomocą obserwacji wskaźników finansowych i makroekonomicznych, jak również w oparciu o przeprowadzone badania empiryczne, mając jednocześnie świadomość niedoskonałości zastosowanych metod pomiaru skuteczności. W dalszej części rozdziału, w oparciu o studia literaturowe oraz obserwację wskaźników rynkowych, dokonane zostanie podsumowanie skuteczności programów skupu papierów sektora publicznego w Stanach Zjednoczonych, Wielkiej Brytanii oraz strefie euro.

---

<sup>530</sup> B. S. Bernanke, *The economic outlook and monetary policy*, Speech by B. S. Bernanke, Chairman of the Board of the Federal Reserve System, at the Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Symposium, Jackson Hole, Wyoming, 27 August 2010, s. 4-5.

<sup>531</sup> R. C. Haltom, J. C. Hatchondo, *How might the Fed's Large Scale Asset Purchases Lower Long Term Interest Rates?*, The Federal Reserve Bank of Richmond, January 2011, EB11-01, s. 1.

<sup>532</sup> D. Altig, *Large-Scale Asset Purchases: Conventional Policy in Unconventional Circumstances*, The Federal Reserve Bank of Atlanta, March 18, 2012, [www.seekingalpha.com/article](http://www.seekingalpha.com/article) [data dostępu 18.04.2012 r.].

## Stany Zjednoczone

Polityka *quantitative easing* w Stanach Zjednoczonych realizowana była w drodze tzw. programu *Large Scale Asset Purchase* (LSAP) obejmującego skup następujących papierów rządowych: od listopada 2008 r. - papierów dłużnych agencji GSE oraz MBS-ów agencji GSE, począwszy od marca 2009 r. - dodatkowo obligacji skarbowych, oraz od listopada 2010 r., w ramach drugiej fali QE - ponownie obligacji skarbowych<sup>533</sup>. Skup papierów dłużnych agencji mieszkaniowych GSE stanowił wsparcie dla rynku nieruchomości, osłabionego załamaniem kredytów *subprime*, jak również samego rynku kredytów hipotecznych. Skup papierów skarbowych przyczynił się natomiast do poprawy warunków kredytowania na rynkach prywatnych, dzięki obniżeniu rentowności długoterminowych papierów rządowych, a poprzez działanie kanału portfelowego również innych papierów wartościowych.

Skup aktywów, realizowany przez System Rezerwy Federalnej za pośrednictwem programu LSAP, oddziaływał w kierunku wzrostu cen aktywów, a tym samym redukcji kosztów długoterminowego finansowania, dostarczając bodźców do zwiększania aktywności ekonomicznej<sup>534</sup>. LSAP przyczynił się do zredukowania podaży aktywów długoterminowych sektora prywatnego o negatywnej wypukłości<sup>535</sup> (*convexity*), zwiększając jednocześnie podaż rezerw bankowych w posiadaniu tegoż sektora. Dzięki zredukowaniu podaży bardziej ryzykownych długoterminowych aktywów, obniżeniu uległa premia za ryzyko utrzymywania tych aktywów, a tym samym i ich dochodowość<sup>536</sup>. Za pośrednictwem programu LSAP System Rezerwy Federalnej oddziaływał głównie na zwężenie premii za ryzyko, pozostawiając sobie pole manewru w zakresie podnoszenia stopy procentowej, gdyby zaszła taka konieczność<sup>537</sup>.

---

<sup>533</sup> 13 września 2012 r. zapowiedziano kolejną fazę programu LSAP, obejmującą skup MBS-ów agencji GSE, określaną jako QE3. Ze względu na zbyt krótki okres upływający od uruchomienia QE3, ta faza programu LSAP nie będzie przedmiotem ewaluacji.

<sup>534</sup> J. Gagnon, M. Raskin, J. Remache, B. Sack, op. cit., s. 42.

<sup>535</sup> Negatywna wypukłość oznacza odwrotną relację pomiędzy zmianą wartości obligacji oraz zmianą poziomu stóp procentowych. W przypadku obligacji hipotecznych negatywna wypukłość wiąże się ze zdolnością kredytobiorców hipotecznych do wcześniejszej spłaty długu, co ma miejsce w warunkach spadku stóp procentowych. Następstwem wcześniejszych spłat kredytu hipotecznego jest również wzrost wcześniejszych przepływów finansowych w kierunku posiadaczy MBS-ów, co przyczynia się do obniżenia *duration* MBS-ów, czyli średnioważonego okresu wykupu obligacji, będącego miarą ich elastyczności.

<sup>536</sup> Zysk długoterminowy z posiadanych papierów wartościowych uzależniony jest bowiem od średniego poziomu krótkoterminowej stopy procentowej, spodziewanej w całym okresie upływającym do terminu zapadalności aktywów, oraz premii za ryzyko, będącej miernikiem niechęci inwestorów do ponoszenia ryzyka stopy procentowej związanego z utrzymywaniem aktywów o długim okresie zapadalności.

<sup>537</sup> J. Gagnon, M. Raskin, J. Remache, B., op. cit., s. 42.

Program LSAP oddziaływał na kształtowanie się oczekiwań w odniesieniu do długoterminowych rynkowych stóp procentowych, dzięki wystąpieniu kombinacji efektu portfelowego (*portfolio effect balance*)<sup>538</sup> oraz efektu funkcjonowania rynku (*market functioning*). W związku z obniżeniem stóp zwrotu papierów dłużnych agencji, MBS-ów agencji, a także papierów skarbowych, inwestorzy dokonywali zmian w swoich portfelach, zwracając się ku aktywom przynoszącym wyższą stopę zwrotu, np. obligacjom korporacyjnym i akcjom, wpływając tym samym na podniesienie ich cen. Dzięki wycofaniu z rynku znaczącej ilości aktywów długoterminowych, obniżeniu uległo ryzyko czasu trwania (duracji), co spowodowało redukcję wielkości wymaganej przez inwestorów premii za ryzyko utrzymywania aktywów o dłuższym terminie zapadalności. Nabywając papiery dłużne agencji GSE oraz MBS-y agencji GSE System Rezerwy Federalnej oddziaływał również na inne elementy premii za ryzyko, m.in. na ryzyko wcześniejszej spłaty zobowiązań hipotecznych, co może mieć miejsce w sytuacji spadku stóp procentowych umożliwiającego tańsze refinansowanie długu.

Kolejnym elementem oddziaływania polityki QE na ceny aktywów była premia za ryzyko płynności. Program LSAP zainicjowany był w okresie dużych napięć na rynkach, w warunkach braku płynności wielu aktywów długoterminowych. System Rezerwy Federalnej, zapewniając stałe źródło popytu na wybrane papiery wartościowe, likwidował obawy inwestorów, że mała płynność aktywów spowoduje trudności w ich odsprzedaży, ożywiając tym samym rynek. Poprawa warunków rynkowych obniżyła zatem premię za ryzyko płynności, co również znalazło odzwierciedlenie w obniżeniu dochodowości aktywów.

Napływ funduszy Systemu Rezerwy Federalnej przyczynił się również do zmniejszenia różnicy pomiędzy rentownością papierów dłużnych agencji GSE oraz MBS-ów agencji GSE a rentownością papierów skarbowych<sup>539</sup>.

Skuteczność polityki skupu papierów wartościowych sektora publicznego została zbadana w kilku pracach empirycznych, których wspólnym wnioskiem jest pozytywne oddziaływanie na redukcję długoterminowych stóp procentowych. Zgodnie z wynikami przytaczanymi przez Prezesa Systemu Rezerwy Federalnej w sierpniu 2012 r., skup obligacji skarbowych, papierów dłużnych agencji GSE oraz MBS-ów agencji GSE, prowadzony w ramach pierwszej fazy LSAP, opiewający na łączną kwotę 1,7 bln USD, przyczynił się

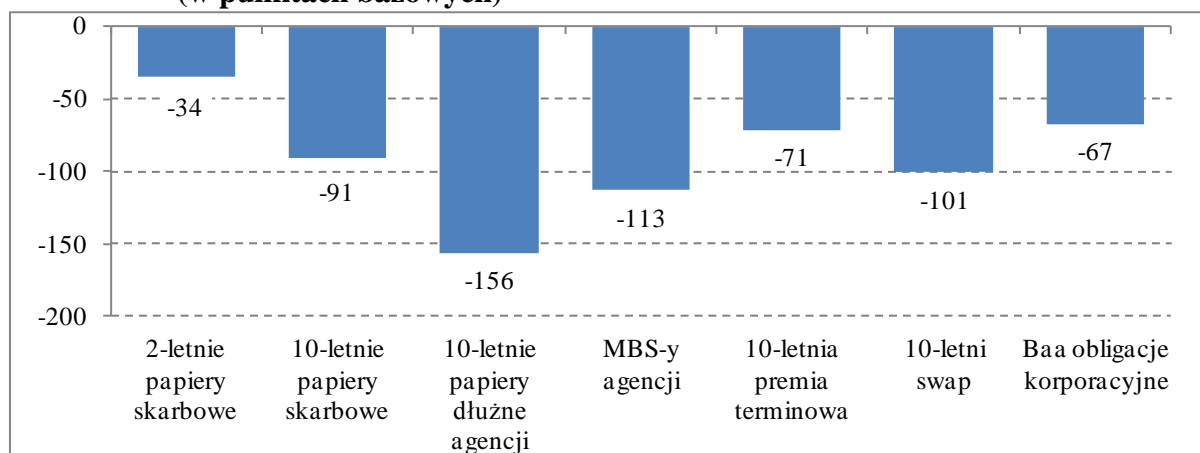
---

<sup>538</sup> Prawidłowość ta znana jest w ekonomii dzięki teorii wyboru portfela inwestycyjnego, której twórca jest James Tobin, a także dzięki pracom Milтона Friedmana, Franco Modiglianiego, Karla Brunnera i Allana Meltzera.

<sup>539</sup> J. Gagnon, M. Raskin, J. Remache, B. Sack, op. cit., s. 43.

do obniżenia rentowności obligacji skarbowych o 40 do 110 punktów bazowych. Druga faza programu LSAP, obejmująca skup obligacji skarbowych za kwotę 600 mld USD, obniżyła rentowność papierów 10-letnich o dodatkowe 15 do 45 punktów bazowych<sup>540</sup>.

**Wykres 6.1. Skumulowane zmiany stóp procentowych w stosunku do poziomu bazowego (w punktach bazowych)**



Źródło: J. Gagnon, M. Raskin, J. Remache, B. Sack, op. cit., s. 50.

Pozytywne wnioski potwierdza m.in. analiza empiryczna autorstwa Gagnona, Raskina, Remache'a oraz Sacka<sup>541</sup>, dotycząca skuteczności transakcji skupu papierów rządowych w Stanach Zjednoczonych, przeprowadzonych w okresie od listopada 2008 r. do marca 2009 r. Skumulowane zmiany stóp procentowych w stosunku do wielkości bazowych, tj. występujących na koniec dnia poprzedzającego ogłoszenie komunikatu Komitetu Operacji Otwartego Rynku (FOMC), prezentuje wykres 6.1. Duże różnice pomiędzy zmianami w dochodowości dwu i dziesięcioletnich obligacji skarbowych wskazują, że komunikaty FOMC miały głównie wpływ na redukcję premii terminowej. Stosunkowo duże zmiany w oprocentowaniu papierów dłużnych agencji GSE oraz MBS-ów agencji GSE wskazują na pozytywne oddziaływanie LSAP w kierunku obniżenia różnic dochodowości tych papierów w porównaniu z obligacjami skarbowymi. Modyfikacja badania w kierunku wydłużenia okresu obserwacji zmian stóp procentowych do dwóch dni po ogłoszeniu komunikatu spowodowała zwiększenie skumulowanych obniżek maksymalnie o 40 punktów bazowych<sup>542</sup>.

<sup>540</sup> *Monetary Policy Since the Onset of the Crises*, Remarks by Ben S. Bernanke, Chairman Board of Governors of the Federal Reserve System at the Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Symposium, Jackson Hole, Wyoming, August 31, 2012, s. 6.

<sup>541</sup> Skuteczność LSAP przeprowadzona została poprzez zbadanie wpływu polityki komunikacyjnej Fed na kształtowanie się oczekiwań w stosunku do wysokości stopy *fed funds* w przyszłości. Autorzy badań dokonali analizy zdarzeń w odniesieniu do komunikatów komitetu FOMC poprzez zbadanie ich wpływu na wysokość długoterminowych stóp procentowych.

<sup>542</sup> J. Gagnon, M. Raskin, J. Remache, B. Sack, op. cit., s. 50.



Badania analizujące wpływ LSAP na redukcję długoterminowej stopy procentowej przeprowadzone zostały także przez m.in. D'Amico i Kinga, Hamiltona i Wu, Nelly'ego oraz Swansona. Wszyscy wymienieni autorzy znaleźli dowody na pozytywne oddziaływanie operacji skupu papierów rządowych na obniżenie długoterminowych stóp procentowych. D'Amico i King oszacowali, że przeciętna pojedyncza operacja skupu papierów skarbowych, przyczyniła się do czasowego obniżenia rentowności obligacji skarbowych średnio o około 3,5 punktu bazowego. Cały analizowany program wdrożony w 2009 r., opiewający na łączną kwotę 300 mld USD, przesunął krzywą dochodowości papierów skarbowych o 50 punktów bazowych w dół, co generalnie świadczy o osiągnięciu efektu w postaci poprawy płynności rynku obligacji, a w konsekwencji redukcji kosztu kredytu<sup>543</sup>.

Za interesujące należy uznać także badania przeprowadzone przez Hancock i Passmore, dotyczące efektywności programu LSAP w Stanach Zjednoczonych w obniżaniu premii za ryzyko na rynku hipotecznym oraz rynku swapów. Wyniki badań wskazują na największą skuteczność programu w okresie następującym tuż po jego ogłoszeniu, co świadczy o tym, że już sama świadomość wsparcia ze strony banku centralnego może przyczynić się do normalizacji sytuacji. Oprocentowanie aktywów malało również w okresie samej realizacji programu, jednak w mniejszej skali niż w fazie tuż po jego ogłoszeniu<sup>544</sup>.

Zainteresowanie ekonomistów budzą także następstwa wdrożonego przez Fed programu LSAP w wymiarze międzynarodowym. Interesującą analizę oddziaływania komunikatów w sprawie wdrożenia programu LSAP na dochodowość międzynarodowych obligacji oraz poziom kursów walutowych przeprowadził Nelly. Analizie poddano między innymi obligacje niemieckie oraz brytyjskie. Zdaniem autora komunikaty FOMC zapowiadające zamiar skupu wybranych aktywów na rynku wtórnym znacząco zredukowały oczekiwaną długoterminową rentowność obligacji amerykańskich, dochodowość długoterminowych obligacji zagranicznych, jak również przyczyniły się do obniżenia kursu kasowego dolara amerykańskiego (*spot value*), stymulując amerykański eksport. Obserwowane zmiany cen były zbyt znaczące, aby mogły zostać uznane za przypadkowe, również dlatego, że następowały wkrótce po wydaniu komunikatu przez FOMC. Ogłoszenia dotyczące opóźnień tudzież limitów w programie LSAP oddziaływały na oczekiwania w dużo

---

<sup>543</sup> S. D'Amico, T. B. King, *Flow and Stock Effects of Large-Scale Treasury Purchases*, Finance and Economic Discussion Series, 2010-52, Divisions of Research & Statistics and Monetary Affairs, Federal Reserve Board, Washington D.C., s. 22-23.

<sup>544</sup> D. Hancock, W. Passmore, *Did the Federal Reserve's MBS Purchase Program Lower Mortgage Rates?*, Finance and Economics Discussion Series, 2011-01, Divisions of Research & Statistics and Monetary Affairs Federal Reserve Board, Washington, D.C., s. 36.  
<http://www.federalreserve.gov/pubs/feds/2011/201101/201101pap.pdf>

mniejszym stopniu. Zdaniem Nelly'ego banki centralne powinny koordynować transakcje skupu aktywów w wymiarze międzynarodowym, aby uniknąć sprzecznych lub nadmiernych efektów<sup>545</sup>.

Analizą empiryczną objęto również drugą fazę polityki *quantitative easing*, zapoczątkowaną w listopadzie 2010 r., jednak skuteczność oddziaływania na poziom długoterminowych stóp procentowych nie jest już tak oczywista, jak w przypadku pierwszej fazy LSAP<sup>546</sup>. Należy jednak wziąć pod uwagę fakt, iż efekty rynkowe programu wdrożonego w nadzwyczajnych okolicznościach są z pewnością dużo bardziej widoczne niż w przypadku oddziaływania za pomocą masowego skupu aktywów w okresie względnej stabilizacji. Z tego też powodu należy być ostrożnym w oczekiwaniu spektakularnych efektów w odniesieniu do polityki QE w okresach funkcjonowania rynków zbliżonego do normalnego<sup>547</sup>. Z drugiej strony natomiast można kwestionować samą decyzję dotyczącą wdrożenia instrumentu niestandardowego w sytuacji braku turbulencji na rynku, wyłącznie w celu wywołania ożywienia gospodarczego.

Dodatkową presję na obniżenie długoterminowych stóp procentowych wywierał również Program Wydłużenia Okresu Zapadalności (*Maturity Extension Program*), określanej popularnie jako operacja *Twist*, polegający na skupie przez Fed długoterminowych obligacji skarbowych, finansowanym ze sprzedaży aktywów krótkoterminowych. Obniżając średnią zapadalność papierów wartościowych znajdujących się w rękach sektora prywatnego, System Rezerwy Federalnej wywierał presję w kierunku obniżenia długoterminowych stóp procentowych, a w konsekwencji złagodzenia ogólnych warunków finansowych<sup>548</sup>.

Niezależnie od badań empirycznych, obserwacja kształtowania długoterminowych stóp procentowych papierów skarbowych w Stanach Zjednoczonych nie wskazuje na trwałe obniżenie rentowności tych instrumentów w okresie przeprowadzania przez System Rezerwy Federalnej transakcji skupu papierów rządowych. Program skupu wybranych papierów wartościowych przyczynił się jednak do znaczącej poprawy warunków rynkowych, co wynikało przede wszystkim z silnego i wiarygodnego wsparcia udzielonego przez bank

---

<sup>545</sup> C. J. Nelly, *The Large-scale Asset Purchases Had Large International Effects*, Working Paper 2010-018D, Federal Reserve Bank of St. Louis, July 2010, Revised April 2012, s. 30.

<sup>546</sup> Istotnych statystycznie efektów nie odnaleziono również w odniesieniu do porównywanej do QE2 operacji *Twist*. Analizy dokonali Modigliani i Sutch, którzy wykorzystali metodę regresji o niskiej częstotliwości. (por. F. Modigliani, R. Sutch, *Debt Management and the Term Structure of Interest Rates: An Empirical Analysis of Recent Experience*, Journal of Political Economy 1967 Vol. 75 No. 4, s. 569-589).

<sup>547</sup> E. T. Swanson, *Let's Twist Again: A High-Frequency Event-Study Analysis of Operation Twist and Its Implications QE2*, Federal Reserve Bank of San Francisco Working Paper Series, February 2011, Working Paper 2011-08, s. 2.

<sup>548</sup> *Monetary Policy Since the Onset of the Crises*, op. cit., s. 6.

centralny rynkowi instrumentów hipotecznych i całemu systemowi finansowemu. Potwierdzeniem poprawy warunków rynkowych jest spadek oprocentowania wybranych instrumentów np. obligacji przedsiębiorstw, swapów stóp procentowych oraz kredytów hipotecznych, co zostało zilustrowane na wykresach 6.2.-6.6. Oczywiście spadków tych nie można przypisywać wyłącznie oddziaływaniu za pomocą skupu aktywów w ramach programu LSAP. Pozytywne oddziaływanie na redukcję oprocentowania kredytów hipotecznych przypisuje się m.in. również operacji *Twist*, dzięki której spada rentowność długoterminowych instrumentów finansowych, stanowiących podstawę do obliczania oprocentowania hipotek. Wykres 6.5. pokazuje, że odsetki od kredytów hipotecznych w 2012 r. oscylowały wokół najniższego poziomu w historii<sup>549</sup>.

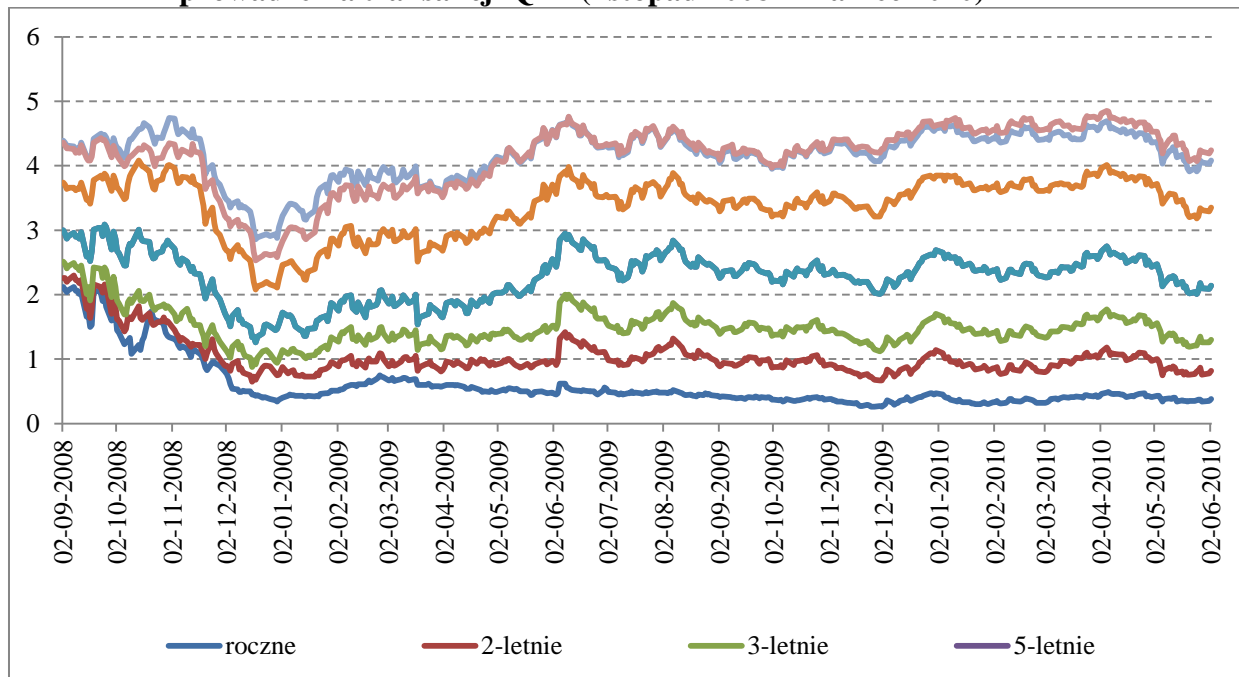
Niezależnie od pozytywnych skutków programu LSAP w postaci obniżenia długoterminowych stóp procentowych, istnieją również efekty uboczne programu, których nie należy bagatelizować. Skup aktywów wywiera wpływ na funkcjonowanie rynków, w tym rozpiętość między cenami kupna i sprzedaży (*bid-ask spread*) oraz głębokość rynku. Nadmierna ekspansja Fed w niektórych segmentach rynku obligacji rządowych może istotnie zmniejszyć płynność tego rynku. Kolejną konsekwencją skupu obligacji rządowych jest zmniejszenie atrakcyjności ich nabywania przez sektor prywatny, co wynika ze spadku ich rentowności. Skup aktywów paradoksalnie może także negatywnie oddziaływać na stabilność finansową, bowiem niskie stopy zwrotu zachęcają inwestorów do poszukiwania wyższego zysku, co wiąże się automatycznie z większą ekspozycją na ryzyko. Wydaje się, że skup papierów dłużnych agencji GSE, będących gorszymi substytutami pieniądza niż obligacje skarbowe, ma mniejsze skutki uboczne dla inwestorów niż skup obligacji skarbowych, co zadecydowało prawdopodobnie o szczegółach trzeciej fazy polityki QE, polegającej na skupie MBS-ów. Do negatywnych następstw zaliczyć trzeba także koszty zakończenia programu (*exit strategies*), tj. m.in. trudności podnoszenia stóp procentowych w warunkach zwiększonego bilansu Systemu Rezerwy Federalnej, co wiązać się będzie z koniecznością płacenia wyższych odsetek od zakumulowanych rezerw bankowych<sup>550</sup>.

---

<sup>549</sup> T. Prusek, *Fed dodrukuje dolarów, aby ratować USA*, Gazeta Wyborcza z 14.09.2012 r., s. 31.

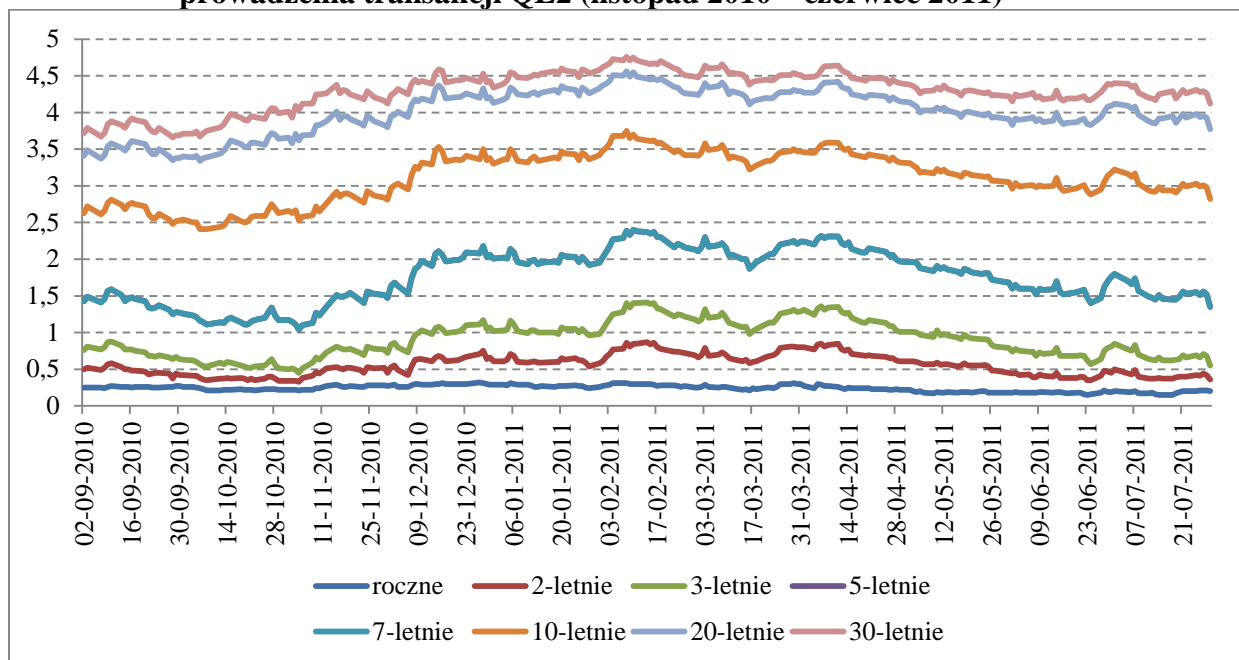
<sup>550</sup> *Evaluating Large-Scale Asset Purchases*, Remarks by J. C. Stein, Member Board of Governors of the Federal Reserve System at the Brookings Institution, Washington D. C., October 11, 2012, s. 10-16.

**Wykres 6.2. Rentowność długoterminowych papierów skarbowych w okresie prowadzenia transakcji QE1 (listopad 2008 – marzec 2010)**



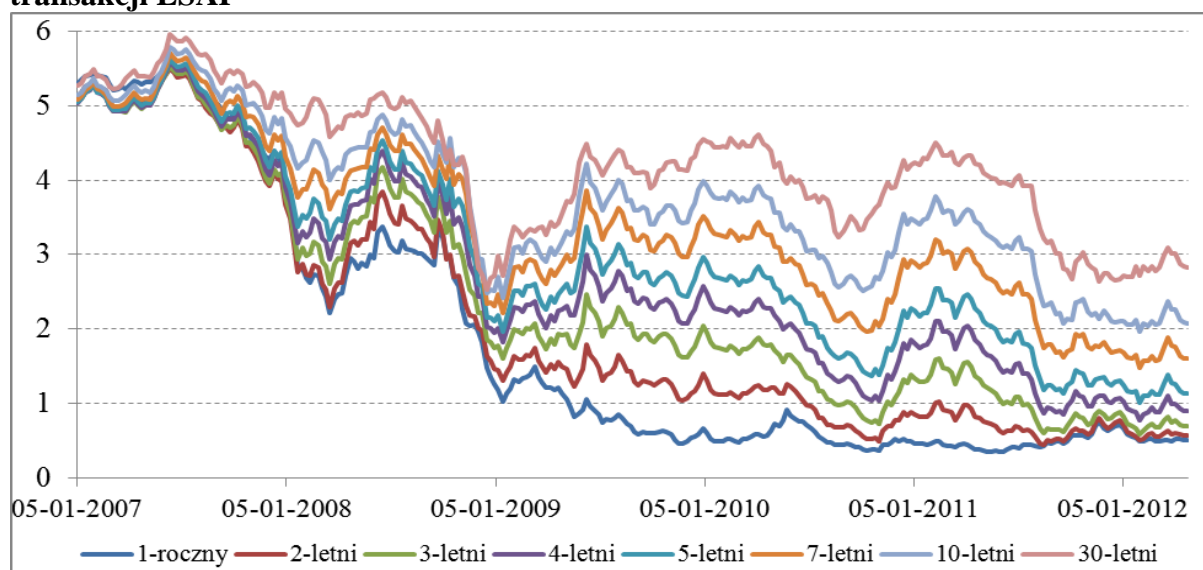
Źródło: opracowanie własne na podstawie: <http://www.federalreserve.gov/releases/h15/data.htm>

**Wykres 6.3. Rentowność długoterminowych papierów skarbowych w okresie prowadzenia transakcji QE2 (listopad 2010 – czerwiec 2011)**



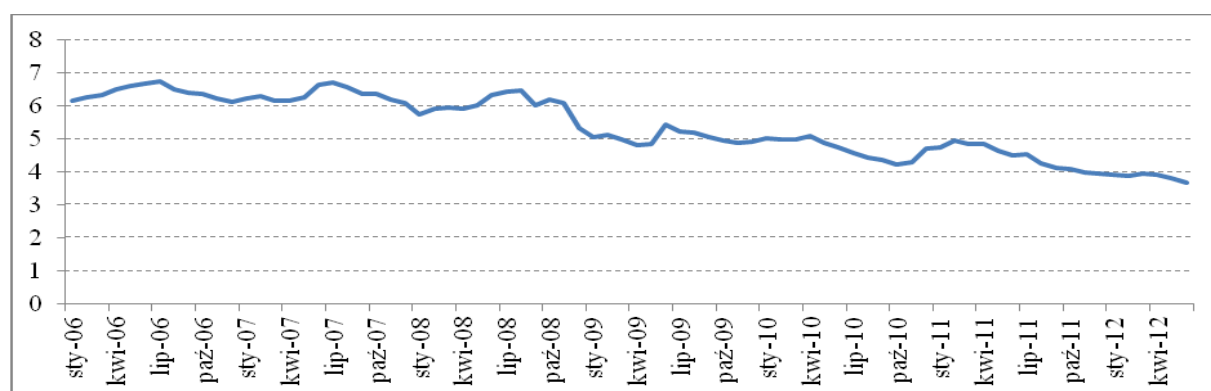
Źródło: opracowanie własne na podstawie: <http://www.federalreserve.gov/releases/h15/data.htm>

**Wykres 6.4. Kształtowanie się swapu stóp procentowych w okresie prowadzenia transakcji LSAP**



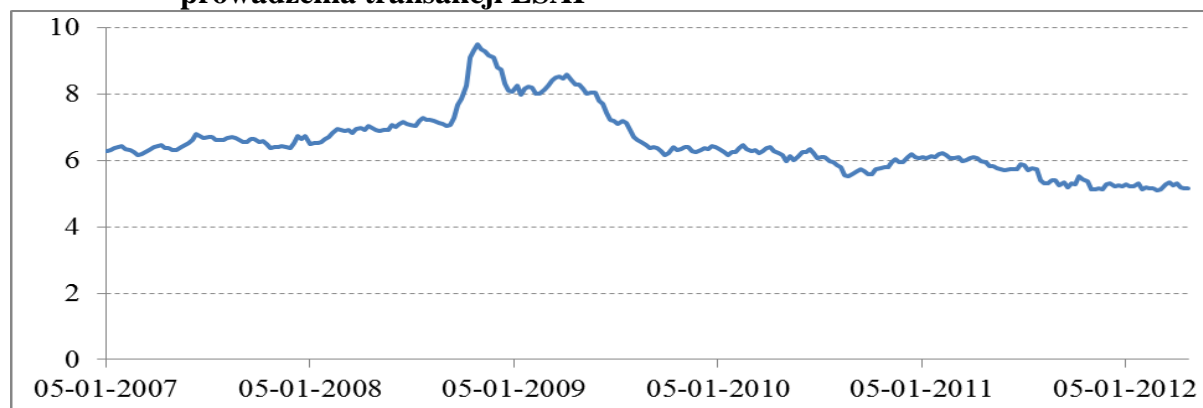
Źródło: opracowanie własne na podstawie <http://www.federalreserve.gov/releases/h15/data.htm#fn11>

**Wykres 6.5. Średnia stała stopa 30-letnich kredytów hipotecznych (dane miesięczne)**



Źródło: opracowanie własne na podstawie <http://www.federalreserve.gov/releases/h15/data.htm#fn11>

**Wykres 6.6. Kształtowanie oprocentowania obligacji *corporate bonds* Baa w okresie prowadzenia transakcji LSAP**



Źródło: opracowanie własne na podstawie <http://www.federalreserve.gov/releases/h15/data.htm#fn11>

Dokonując oceny efektywności polityki skupu aktywów przez Fed warto zauważyć, że o ile pierwsza faza polityki *quantitative easing* wdrożona została w okresie dużych turbulencji rynkowych i w warunkach deficytu płynności, o tyle druga faza uruchomiona została w okresie względnie normalnego funkcjonowania rynków finansowych w celu przyspieszenia wzrostu gospodarczego i zwiększenia zatrudnienia, co nasuwa obawy o zbyt głębokie oddziaływanie na rynek prywatny, niemające merytorycznego uzasadnienia w zagrożeniu dla stabilności systemu finansowego. Znamienne jest, że pomimo niezbyt wyraźnych efektów drugiej fazy poluzowania ilościowego, System Rezerwy Federalnej podążył za oczekiwaniami ze strony rynków finansowych i zdecydował się na wdrożenie trzeciej fazy QE, co świadczyć może o przekonaniu, że obecnie nie ma skuteczniejszego instrumentu pobudzania wzrostu gospodarczego.

Ważnym aspektem oceny skuteczności programu LSAP jest również jego wpływ na poziom bezrobocia oraz stopę wzrostu PKB, bowiem pogarszająca się sytuacja na rynku pracy oraz niewystarczające tempo wzrostu PKB były istotnymi przesłankami rozpoczęcia skupu aktywów przez Fed. Obserwacja przebiegu stopy bezrobocia w USA w latach 2007 - 2012 wskazuje na krótkotrwałą poprawę sytuacji w okresie od listopada 2010 r. do marca 2011 r., co powiązać można z pozytywnym oddziaływaniem drugiej fazy niekonwencjonalnej polityki pieniężnej. Kolejna poprawa sytuacji na rynku pracy miała miejsce począwszy od listopada 2011 r., co można uznać za pozytywne następstwo operacji *Twist* oraz polityki rolowania skupu zapadających obligacji skarbowych. Generalnie sytuacja na rynku pracy w Stanach Zjednoczonych w dalszym ciągu pozostaje jednak trudna, choć odsetek osób bezrobotnych spadł poniżej 8%, co stanowi ponad 2 punkty procentowe mniej w stosunku do poziomu odnotowanego w październiku 2010 r., będącego miesiącem najwyższego bezrobocia w badanym okresie. Obserwacja stopy wzrostu PKB wskazuje na osiągnięcie dodatnich wartości, jednak tempo wzrostu w dalszym ciągu pozostaje stosunkowo wolne. Kształtowanie się stopy bezrobocia oraz stopy wzrostu PKB w Stanach Zjednoczonych w analizowanym okresie prezentują wykresy 6.7. i 6.8.

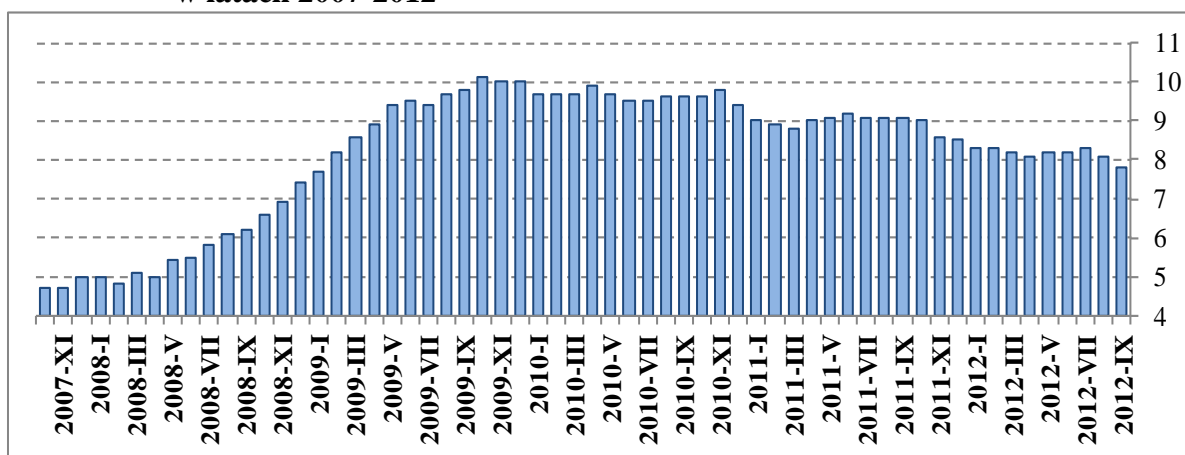
Warto zauważyć, że kolejne fazy polityki *quantitative easing* w Stanach Zjednoczonych zmusiły wiele banków centralnych gospodarek rozwijających się do poluzowania własnej polityki pieniężnej za pomocą cięć stop procentowych, co miało uchronić ich waluty przed nadmierną aprecjacją wywołaną napływem taniego pieniądza, poszukującego wysokich stóp zwrotu<sup>551</sup>. Redukcje stóp procentowych umożliwiły ponadto

---

<sup>551</sup> Najważniejsze banki centralne prężą muskuły, Rzeczpospolita nr 221 z 21 września 2012 r., s. B6.

gospodarkom wschodzącym zachowanie konkurencyjności ich eksportu, która uległa pogorszeniu na skutek osłabienia kursu dolara amerykańskiego, wywołanego decyzjami o uruchomieniu kolejnych faz programu LSAP<sup>552</sup>.

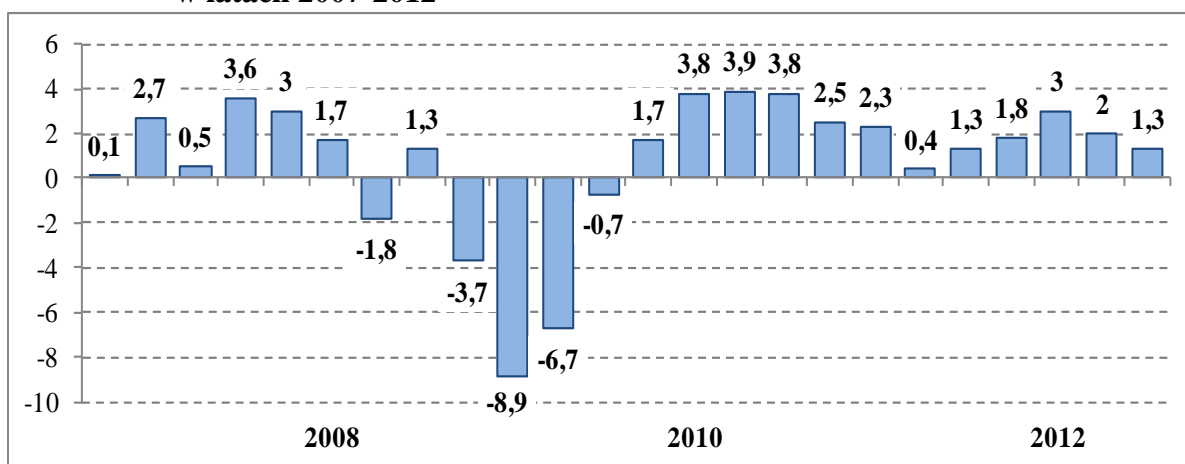
**Wykres 6.7. Kształtowanie stopy bezrobocia w Stanach Zjednoczonych w latach 2007-2012**



Źródło: opracowanie własne na podstawie:

<http://www.bankier.pl/inwestowanie/notowania/macro/dane.html?id=24>

**Wykres 6.8. Kształtowanie stopy wzrostu PKB w Stanach Zjednoczonych w latach 2007-2012**



Źródło: opracowanie własne na podstawie: <http://www.tradingeconomics.com/united-states/gdp-growth>

Podsumowując skup aktywów sektora publicznego w Stanach Zjednoczonych, należy stwierdzić, że w dalszym ciągu istnieje spora niepewność w odniesieniu do mechanizmów oddziaływania tej formy niekonwencjonalnej polityki pieniężnej, zatem następstwa zastosowania polityki skupu aktywów wymagają dalszej pogłębionej analizy. Sam Prezes Fed określa wykorzystanie instrumentów polityki bilansowej banku centralnego jako proces „learning by doing”, czyli zdobywania wiedzy na temat funkcjonowania określonych mechanizmów poprzez doświadczenie<sup>553</sup>.

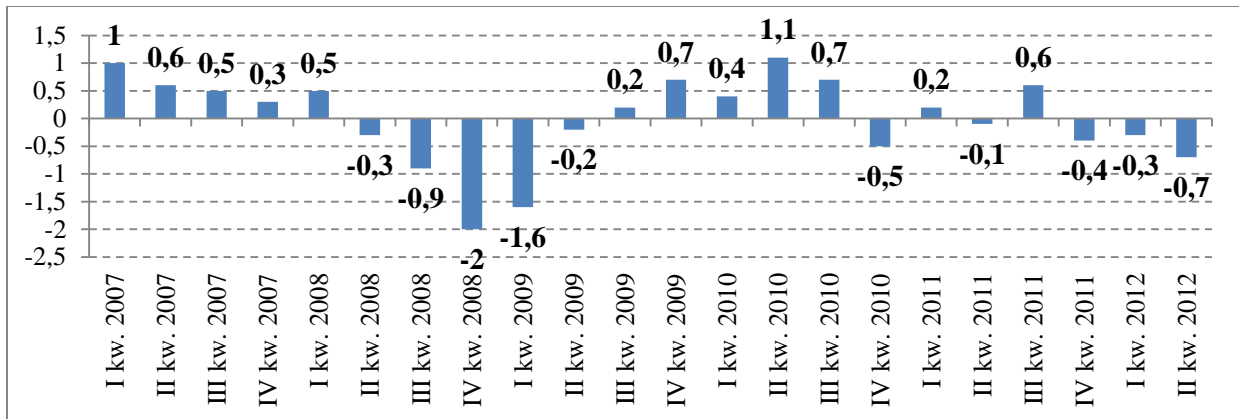
<sup>552</sup> *Globalne echa decyzji Fedu*, The Wall Street Journal, za: Rzeczpospolita nr 218 z 18 września 2012 r., s. B9.

<sup>553</sup> *Monetary Policy Since the Onset of the Crises*, op. cit., s. 6

## Wielka Brytania

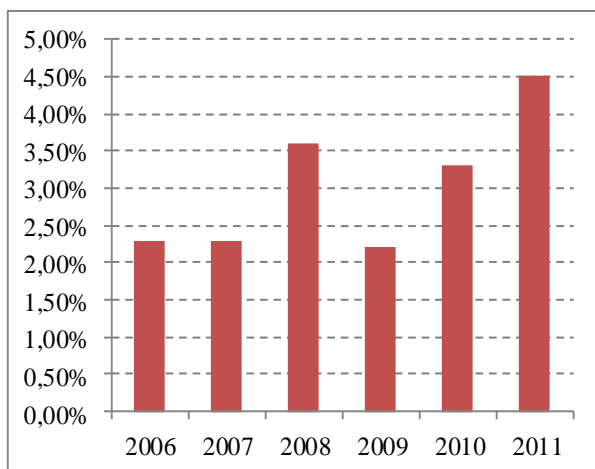
Skup aktywów realizowany w ramach programu *Asset Purchase Facility* (APF) stanowił centralny element niekonwencjonalnej odpowiedzi na kryzys ze strony Banku Anglii. Wartość skupu papierów wartościowych, w przeważającej części skarbowych (*gilts*), przeprowadzonego w okresie od marca 2008 r. do lutego 2010 r. wyniosła 200 mld GBP i w relacji do PKB była zbliżona do wielkości skupu przeprowadzonego w pierwszej fazie LSAP w Stanach Zjednoczonych (odpowiadała 14% brytyjskiego PKB, wobec 12% PKB w USA). W drugiej fazie QE, zapoczątkowanej w październiku 2011 r., następowało stopniowe podnoszenie limitu skupu z 200 mld GBP do 375 mld GBP włącznie<sup>554</sup>. Pod koniec września 2012 r. wartość skupionych papierów wartościowych, głównie obligacji skarbowych, wyniosła 359,8 mld GBP.

**Wykres 6.9. Kształtowanie się stopy wzrostu PKB w Wielkiej Brytanii (w pkt proc.) w latach 2007-2012**

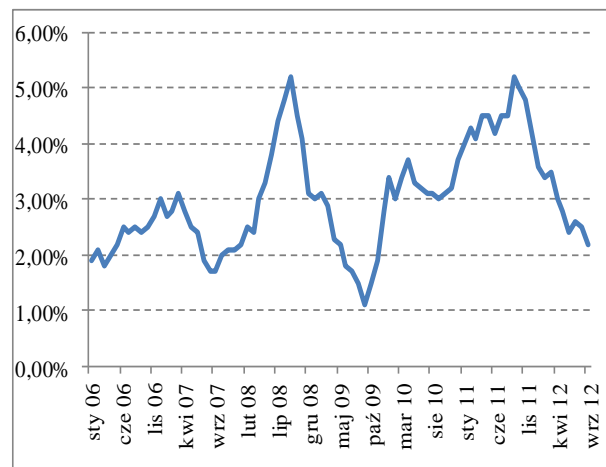


Źródło: <http://www.tradingeconomics.com/united-kingdom/gdp-growth>

**Wykres 6.10. Roczna stopa inflacji w Wielkiej Brytanii w latach 2006-2011**



**Wykres 6.11. Inflacja miesięczna w Wielkiej Brytanii w latach 2006-2012**



Źródło: <http://www.rateinflation.com/inflation-rate/uk-historical-inflation-rate.php>

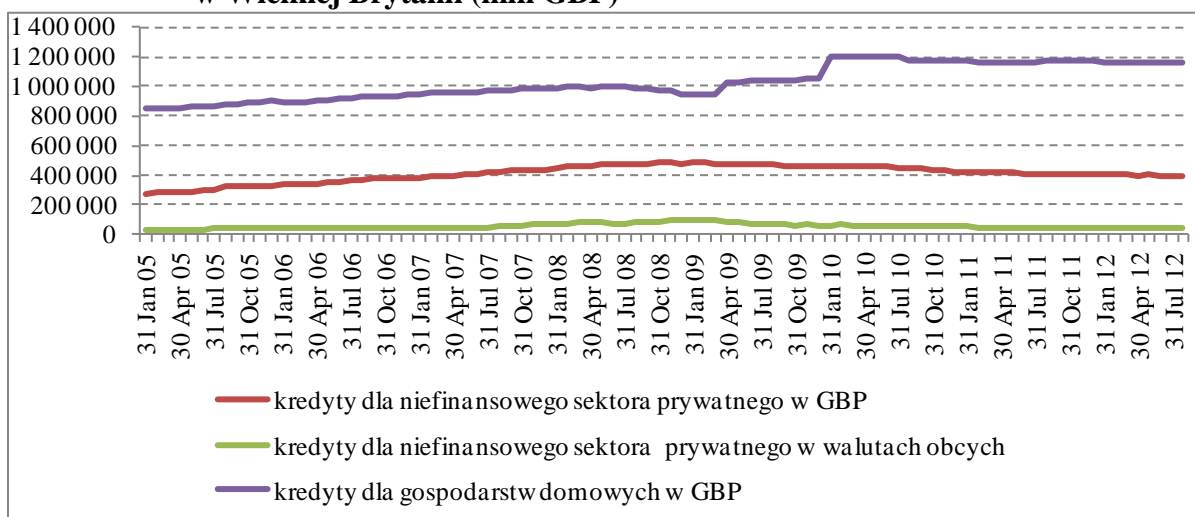
<sup>554</sup> według stanu na koniec lipca 2012 r.



Oceniając skuteczność polityki QE w Wielkiej Brytanii należy przede wszystkim zbadać jej wpływ na poziom inflacji oraz tempo wzrostu gospodarczego (wykresy 6.9-6.11), bowiem głównymi przesłankami wdrożenia programu APF był ujemny przyrost PKB oraz realne ryzyko deflacji. Celem ekspansji monetarnej było zatem przede wszystkim pobudzenie popytu zagregowanego, dzięki działaniu kanału portfelowego oraz w mniejszym stopniu bankowego. Trudno jednoznacznie ocenić wpływ programu APF na kształtowanie się wielkości makroekonomicznych, bowiem efekty wdrożonych instrumentów mogą jeszcze nie być widoczne. Za skutecznością programu przemawia jednak fakt, że Bank Anglii zdecydował się zastosować ten instrument ponownie - w listopadzie 2011 r., po zakończeniu pierwszej fazy w lutym 2010 r., mimo złożonej w listopadzie 2010 r. deklaracji stopniowego wycofywania instrumentu w ciągu 2011 r. Ponowne zwrócenie się ku polityce QE wskazuje na przekonanie Banku Anglii o jej pozytywnym wpływie na pobudzanie popytu.

Doświadczenia ostatnich trzech lat stosowania polityki QE w Wielkiej Brytanii wskazują, że zwiększona, dzięki operacjom skupu aktywów od podmiotów sektora prywatnego<sup>555</sup>, baza depozytowa, nie zachęciła banków do wzmocnienia akcji kredytowej (wykres 6.12.). Decydując się na wprowadzenie drugiej fazy programu APF Bank Anglii miał jednak tego świadomość, opierając się na obserwacji zachowania banków w czasie minionych trzech lat kryzysu. Zwiększając limit skupu aktywów liczył, że pobudzenie popytu odbywać się będzie nie dzięki bankom, lecz w wyniku działania kanału portfelowego<sup>556</sup>.

**Wykres 6.12. Należności z tytułu kredytów dla niefinansowego sektora prywatnego w Wielkiej Brytanii (mln GBP)**



Źródło: <http://www.bankofengland.co.uk>

<sup>555</sup> Transakcje w ramach APF nie przeprowadzono z bankami.

<sup>556</sup> C. Bean, *Quantitative easing and the economic outlook*, op. cit., s. 3.

Krytycy polityki QE w Wielkiej Brytanii wskazują często na jej ujemny skutek uboczny programu APF w postaci obniżenia dochodów z funduszy emerytalnych (redukcja *annuity rate*). Skuteczności polityki pieniężnej nie można jednakże oceniać przez pryzmat rentowności obligacji skarbowych i dochodów z funduszy emerytalnych, tym bardziej, że ewentualny spadek rentowności neutralizowany jest przez wzrost wartości funduszy wynikający ze wzrostu cen aktywów.

Sceptycy oddziaływania za pośrednictwem skupu aktywów przez Bank Anglii kwestionują często również efektywność APF w stymulowaniu popytu zagregowanego. Wydaje się, że przyczyną zbyt krytycznych opinii na temat skuteczności programu APF jest nadmierna koncentracja ekonomistów na obserwacji zmian rentowności obligacji skarbowych, podczas gdy kluczowym czynnikiem dla pobudzenia popytu zagregowanego jest zwężenie spreadów oprocentowania papierów skarbowych i bardziej ryzykownych aktywów. Celem QE w Wielkiej Brytanii nie jest bowiem obniżenie kosztu finansowania długu publicznego, lecz obniżenie kosztów pozyskiwania funduszy przez przedsiębiorstwa i gospodarstwa domowe, dzięki redukcji rentowności bardziej ryzykownych aktywów. Obserwacja przebiegu spreadów pomiędzy oprocentowaniem obligacji brytyjskich przedsiębiorstw oraz oprocentowaniem papierów rządowych (*gilts*) wskazuje na zwężanie się tego wskaźnika po pierwszym kwartale 2009 r., czyli w okresie zastosowania pierwszej fazy programu APF, chociaż skutku tego nie można w całości przypisać polityce QE. Wśród pozytywnych zmian zaobserwowano także wzrost wielkości emisji obligacji oraz akcji niebankowego sektora prywatnego w ciągu 2009 r.<sup>557</sup>.

Warto również odnieść się do zarzutu kierowanego pod adresem Komitetu Polityki Monetarnej (MPC), dotyczącego niewłaściwego rodzaju papierów wartościowych objętych skupem. Krytycy transakcji z udziałem obligacji skarbowych (*gilts*) sugerują, że większy wpływ na obniżenie kosztów kredytowania przedsiębiorstw miałby skup aktywów sektora prywatnego. Za brakiem słuszności takiego rozumowania przemawia fakt, że małe i średnie przedsiębiorstwa w Wielkiej Brytanii rzadko pozyskują kapitał w drodze emisji akcji lub obligacji, dlatego też nie mogłyby być beneficjentem takiej pomocy<sup>558</sup>.

Analiza empiryczna wpływu polityki *quantitative easing* na spadek dochodowości aktywów przeprowadzona została przez ekspertów Banku Anglii<sup>559</sup>. W celu wyizolowania wpływu polityki QE na ceny aktywów zastosowano różnorodne podejścia, metodologicznie

---

<sup>557</sup> D. Miles, *Asset prices, saving and the wider effects of monetary policy*, Speech at the pro.Manchester Business Conference, 1 March 2012, s. 6.

<sup>558</sup> S. Dale, *Prospects for monetary policy: learning the lessons from 2011*, op. cit., s. 4.

<sup>559</sup> M. Joyce, A. Lasasoa, I. Stevens, M. Tong, op. cit., s. 38.

zbliżone do badań przeprowadzonych w Stanach Zjednoczonych. W pierwszej kolejności zbadano reakcję rynku na komunikaty dotyczące wdrożenia i przebiegu programu skupu aktywów, ograniczając obserwację do krótkiego okresu następującego po dniu komunikatu. Wyniki przeprowadzonych badań wskazują, że, średnia dochodowość papierów skarbowych o terminie wykupu od 5 do 25 lat spadła o 100 punktów bazowych w okresie do dwóch dni następujących po ogłoszeniu wybranych sześciu komunikatów Banku Anglii. Wynik ten jest bardzo zbliżony do uzyskanego w odniesieniu do Stanów Zjednoczonych, gdzie spadek dochodowości dziesięcioletnich obligacji skarbowych wyniósł 106 punktów bazowych. Porównywalne wyniki w obu krajach uzyskano również w odniesieniu do skali spadku dochodowości obligacji przedsiębiorstw. Jediną znaczącą różnicą w uzyskanych rezultatach badawczych był dużo mniejszy spadek oprocentowania 10-letniego swapu, który w Wielkiej Brytanii wyniósł tylko 10 punktów bazowych wobec spadku o 100 punktów bazowych odnotowanego w Stanach Zjednoczonych<sup>560</sup>. Zaobserwowany wzrost cen aktywów spowodowany był w głównej mierze działaniem kanału portfelowego. Wyniki badań zmian rentowności wybranych instrumentów długoterminowych prezentuje tabela 6.1.

**Tabela 6.1. Wyniki analizy zdarzeń w zakresie zmian rentowności instrumentów długoterminowych w Wielkiej Brytanii**

| Rodzaj aktywów   | Analiza zdarzeń: zmiana po komunikacie MPC | Zmiana skumulowana w okresie od 4 marca 2009 do 31 maja 2010 |
|--|--|--|
| Rentowność obligacji skarbowych ( <i>gilts</i> )                 | - 100 punktów bazowych                     | + 30 punktów bazowych  |
| rentowność obligacji przedsiębiorstw ( <i>investment grade</i> ) | - 70 punktów bazowych                      | - 400 punktów bazowych                                       |
| rentowność obligacji przedsiębiorstw ( <i>high yield</i> )       | - 150 punktów bazowych                     | - 2000 punktów bazowych                                      |
| <i>FTSE All-Share</i> <sup>561</sup> indeks                      | - 3 punktów bazowych                       | + 50 punktów bazowych  |

Źródło: D. Miles, *Monetary policy and financial dislocation*, op. cit., s. 8.

Zastosowanie metody badawczej opierającej się na analizie reakcji rynku na komunikaty Komitetu Polityki Pieniężnej okazało się mniej przydatne w odniesieniu do badania wpływu programu na ceny innych aktywów, jako że zmiany ich dochodowości, wywołane przez dostosowanie struktury portfeli inwestorów, wymagają upływu nieco dłuższego czasu. Dochodowość obligacji przedsiębiorstw, bliskich substytutów obligacji skarbowych, spadła znacząco tuż po ogłoszeniu komunikatów w sprawie QE. Dalsze spadki oprocentowania tych obligacji nastąpiły jednak w kolejnych miesiącach. Ceny akcji spadły natychmiast po ogłoszeniu komunikatu inicjującego program skupu aktywów, jednakże wkrótce potem nastąpił ich znaczący wzrost. Autorzy badań zauważyli ponadto, że nastąpiła

<sup>560</sup> J. Gagnon, M. Raskin, J. Remache, B. Sack, op. cit., s. 37.

<sup>561</sup> *FTSE All-Share index* – indeks kapitałowy w Wielkiej Brytanii liczony na podstawie wyników spółek notowanych na Gieldzie Londyńskiej spełniających wymogi dotyczące rozmiarów oraz płynności, [http://www.ftse.com/Indices/UK\\_Indices/Downloads/ASX\\_20120731.pdf](http://www.ftse.com/Indices/UK_Indices/Downloads/ASX_20120731.pdf)

poprawa płynności na rynku obligacji przedsiębiorstw, a także znaczący wzrost emisji akcji i obligacji przedsiębiorstw w całym 2009 r., co częściowo przypisano również pozytywnemu wpływowi polityki QE. Pozytywne zmiany na rynku akcji i obligacji umożliwiły przedsiębiorstwom częściowe zastąpienie finansowania bankowego pozyskiwaniem kapitału za pośrednictwem rynku finansowego, o czym świadczy, odnotowany począwszy od połowy 2009 r., spadek pożyczek bankowych i analogiczny wzrost, począwszy od początku 2010 r. emisji instrumentów rynku kapitałowego. Wzrost cen aktywów przyczynił się również do zwiększenia majątku gospodarstw domowych posiadających bardziej ryzykowne aktywa, co mogło skłonić je do zwiększenia poziomu konsumpcji<sup>562</sup>.

Autorzy badań podjęli również próbę oceny wpływu programu skupu obligacji rządowych w ramach programu APF na wielkości makroekonomiczne. Oddziaływanie za pośrednictwem zmian cen aktywów na wielkość PKB oraz poziom inflacji ocenili jako równoznaczne z efektami osiąganymi dzięki redukcji stóp procentowych o 150 do 300 punktów bazowych, co odpowiada wzrostowi PKB o 1,5-2%<sup>563</sup>.

Warto zauważyć, że badania ekonometryczne są jedynie narzędziem mającym utwierdzić decydentów we właściwym kierunku obranej polityki. Przedstawiciele władzy monetarnej Wielkiej Brytanii podkreślają, że niezależnie od wyników analiz ekonometrycznych, które okazały się jednak dość jednomyślne w odniesieniu do wpływu pierwszej fazy QE na wzrost PKB, są oni przekonani o pozytywnym działaniu programu skupu aktywów na wielkość popytu zagregowanego, bowiem, abstrahując od słabego działania kanału bankowego, kanał portfelowy musi przynieść pozytywne rezultaty. Przekonanie swoje wywodzą z faktu, że depozyty bankowe nie są doskonałym substytutem obligacji skarbowych, w związku z czym sprzedawcy papierów rządowych prędzej czy później dokonają zakupu innego bardziej ryzykownego aktywów, oddziałując na jego cenę, a co za tym idzie rentowność, a w dalszej perspektywie warunki finansowania na rynku. Obniżenie kosztu pozyskania kapitału przez przedsiębiorstwa będzie miało pozytywny skutek we wzroście inwestycji, a więc i wielkości popytu zagregowanego.

Niezależnie od poglądów przedstawicieli Banku Anglii o pozytywnym oddziaływaniu programu APF, obserwacja wskaźników makroekonomicznych wskazuje na utrzymywanie się trudnej sytuacji w Wielkiej Brytanii. Stymulacja monetarna zdaje się nie przynosić pozytywnych rezultatów w odniesieniu do wzrostu gospodarczego (który począwszy od IV

---

<sup>562</sup> D. Miles, *Monetary policy and financial dislocation*, op. cit., s. 12.

<sup>563</sup> M. Joyce, M. Tong, R. Woods, *The United Kingdom's quantitative easing policy: design, operation and impact*, Quarterly Bulletin 2011, No. 3, s. 211.

kwartału 2011 r. ponownie odnotowuje wielkości ujemne), do pobudzenia którego konieczne są reformy strukturalne, np. w odniesieniu do swobody przepływu usług<sup>564</sup>. Podwyższony poziom wykazuje również inflacja, znacznie odbiegająca od przyjętego celu. Wydaje się jednak, że niekonwencjonalna polityka pieniężna jest obecnie jedynym narzędziem znajdującym się w dyspozycji BoE, za pomocą którego może on próbować przeciwdziałać pogłębianiu się recesji. Ujemne tempo wzrostu gospodarczego miałyby z pewnością jeszcze większe rozmiary, gdyby nie zastosowano ekspansywnego podejścia w polityce pieniężnej.

### **Strefa euro**

W analizowanym okresie skup publicznych papierów wartościowych realizowany był także w strefie euro, w formie programu *Securities Market Program* (SMP)<sup>565</sup>, choć przedstawiciele EBC zarzekają się, iż nie była to polityka *quantitative easing* w czystej postaci. Celem programu dotyczącego papierów wartościowych (SMP) nie było bowiem wstrzykiwanie płynności do systemu bankowego, co potwierdza fakt jej absorpcji za pomocą operacji sterylizujących. U podstaw, zapoczątkowanego w maju 2010 r., programu SMP leżało natomiast zapobieganiu potencjalnemu załamaniu na rynku obligacji rządowych wybranych krajów strefy euro, spowodowanemu gwałtownym przemieszczaniem się kapitału (*market dislocation*)<sup>566</sup> na skutek kryzysu finansów publicznych w Grecji.

Realizowany przez EBC program skupu papierów wartościowych pomógł zredukować ryzyko płynności na rynku obligacji rządowych krajów strefy euro<sup>567</sup>. Dzięki deklaracji skupu obligacji rządowych zadłużonych krajów, EBC oddziaływał w kierunku obniżenia premii za ryzyko. Obserwacja kształtowania się rentowności obligacji zadłużonych państw strefy euro nie pozwala jednak na jednoznaczne wnioski wskazujące na całkowitą skuteczność programu. Po ogłoszeniu SMP napięcia w tym segmencie rynku chwilowo ustąpiły, jednakże przez dalszą część 2010 r. znowu były obecne, zatem nie można stwierdzić pełnej efektywności tego instrumentu. Wznowienie programu SMP w sierpniu 2011 r. spowodowało spadek rentowności obligacji Włoch i Hiszpanii, po czym ceny tych papierów ustabilizowały się na niskim poziomie, co świadczy o krótkotrwałym efekcie w postaci obniżki rentowności. Uruchomienie przez EBC programu SMP nie usunęło wszystkich napięć na rynkach obligacji. Rentowność papierów rządowych Grecji, Irlandii, Portugalii, Włoch i Hiszpanii rosła

---

<sup>564</sup> M. Morawiecki, *Długi kryzys przez długi*, Gazeta Wyborcza nr 134 z 11.06.2012 r., s. 19.

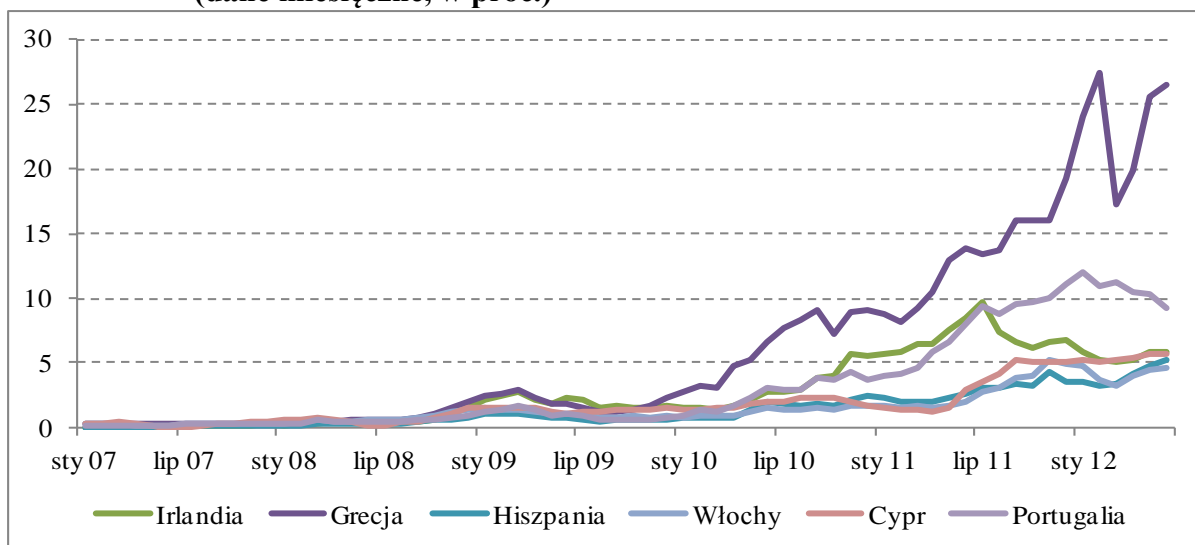
<sup>565</sup> We wrześniu 2012 r. ogłoszono kolejny program skupu obligacji rządowych – *Outright Monetary Transactions*, jednak ze względu na zbyt krótki czas upływający od decyzji o jego wdrożeniu, program OMT nie zostanie objęty ewaluacją.

<sup>566</sup> M. Cecioni, G. Ferrero, A. Secchi, op. cit., s. 27.

<sup>567</sup> J. M. Gonzáles-Páramo, *Closing remarks at the colloquium: Monetary policy in unconventional times*, op. cit., s. 1.

niezależnie od spadku rentowności obligacji niemieckich, spowodowanego m.in. zwiększonym popytem inwestorów na bezpieczne papiery wartościowe, co skutkowało wzrostem ich ceny, a co za tym idzie redukcją rentowności (wykres 6.13.).

**Wykres 6.13. Rozpiętość (*spread*) obligacji skarbowych wybranych krajów strefy euro w stosunku do rentowności 10-letnich niemieckich obligacji skarbowych (dane miesięczne, w proc.)**



Źródło: opracowanie własne na podstawie <http://www.ecb.int/stats/money/long/html/index.en.html>

Zaburzenia na rynkach obligacji skarbowych niektórych krajów strefy euro skłoniły inwestorów do restrukturyzacji swoich portfeli poprzez zastąpienie papierów bardziej ryzykownych, bezpieczniejszymi formami inwestowania, co doprowadziło do spadku rentowności obligacji skarbowych o ratingu AAA. Trudno jednak skutek ten przypisać programowi SMP.

Program SMP przyczynił się do usprawnienia mechanizmu transmisji monetarnej, jednak okazał się nieskuteczny w odniesieniu do usuwania napięć na rynku rządowych papierów dłużnych, czego powodem był brak bodźców dla rządów zadłużonych krajów strefy euro do dokonania koniecznych reform strukturalnych i fiskalnych. Program ten miał również szereg skutków ubocznych w postaci pogorszenia statusu innych wierzycieli, w związku z uprzywilejowaną pozycją EBC, a także znacznej ekspansji bilansu banku centralnego, która nie przyczyniła się do poprawy sytuacji w trwały sposób. Dokonując operacji skupu obligacji skarbowych nadmiernie zadłużonych krajów strefy euro, EBC narażał się także na zarzut nierównego traktowania członków unii monetarnej, co jest niezgodne z art. 102 Traktatu. Dostarczanie uprzywilejowanego dostępu do finansowania dla niektórych rządów oznacza bowiem wspieranie wybranych krajów bardziej niż innych. Okoliczności te sprawiły, iż 6 września 2012 r. Rada Zarządzająca EBC podjęła decyzję o zakończeniu programu

Krótki horyzont czasowy wpływający od realizacji programu SMP, uniemożliwiający rzetelną ocenę jego efektów, sprawił, że dotychczas nie opublikowano analizy ekonometrycznej jego skuteczności. Właściwą ocenę efektów SMP utrudnia również fakt, iż realizacja programu zbiegła się w czasie z ogłoszeniem decyzji Rady do spraw gospodarczych i finansowych – Ecofin, w sprawie wdrożenia kompleksowego pakietu narzędzi (w tym EFSF<sup>568</sup> i EFSM<sup>569</sup>) służących wsparciu krajów członkowskich strefy euro w przewyciężeniu kryzysu. Niezależnie od tych dwóch czynników należy jednak stwierdzić, iż program SMP przyczynił się do krótkotrwałego ustabilizowania rynku obligacji, umożliwiając nadmiernie zadłużonym krajom strefy euro dalsze pozyskiwanie kapitału na rynku. Deklaracja skupu ze strony EBC zwiększała bowiem motywację inwestorów do nabywania i posiadania papierów rządowych o wysokiej rentowności, dzięki przrzuceniu ryzyka niewypłacalności tych krajów na Eurosystem.

Niedoskonałości programu SMP próbowano usunąć, wdrażając we wrześniu 2012 r. kolejny ulepszony program skupu obligacji rządowych strefy euro, funkcjonujący pod nazwą *Outright Monetary Transactions* (OTM). Jego przewaga nad poprzednim programem polegała na uzależnieniu pomocy ze strony EBC od uprzedniego skorzystania z programu odpowiednio EFSF/ESM, co wiązać się musiało z koniecznością przeprowadzenia niezbędnych, choć często trudno akceptowanych społecznie, reform. Program OMT miał także zapewnić lepszą komunikację z rynkiem, dzięki większej przejrzystości, polegającej na publikowaniu szczegółowych danych o stanie skupionych papierów wartościowych, ich emitencji oraz terminie wykupu. Różnica polegała także na zmianie terminu zapadalności skupowanych obligacji oraz wyeliminowaniu uprzywilejowanej pozycji EBC, który zgodził się na traktowanie na równych zasadach co inni wierzyciele (*pari passu*).

Ocena skuteczności programu OMT na obecnym etapie jego realizacji jest niemożliwa, bowiem od dnia jego ogłoszenia minął zaledwie miesiąc. Szereg skutków wywołała jednakże sama deklaracja EBC o planowanym uruchomieniu skupu obligacji nadmiernie zadłużonych krajów strefy euro. Przykładowo, wkrótce po ogłoszeniu komunikatu o kolejnej fazie polityki *quantitative easing* realizowanej przez EBC, indeksy giełdowe w Europie (np. notowania niemieckiego DAX, włoskiego FTSE MIB, hiszpańskiego Ibex 35 czy polskiego WIG 20), a także w wielu gospodarkach wschodzących, zaczęły dynamicznie rosnąć<sup>570</sup>. Drożały także obligacje peryferyjnych krajów strefy euro, które mają być

---

<sup>568</sup> *The European Financial Stability Facility* (EFSF);

<sup>569</sup> *The European Financial Stabilisation Mechanism* (EFSM);

<sup>570</sup> D. Wolak, *EBC sprawił, że indeksy zaczęły mocno iść w górę*, Rzeczpospolita nr 211 z 10.09.2012 r., s. B12.

przedmiotem skupu w ramach zapowiedzianych transakcji OMT. Wzrost ceny obligacji jest równoznaczny ze spadkiem ich rentowności, czyli niższym kosztem pozyskiwania finansowania w drodze emisji obligacji. Rentowność dwuletnich obligacji hiszpańskich i włoskich spadła do poziomu odpowiednio 2,9% i 2,3%, czyli notowanego na przełomie marca i kwietnia 2012 r., kiedy EBC zawiesił skup obligacji w ramach, realizowanego od listopada 2011 r., programu SMP. Pod koniec lipca 2012 r. rentowność obligacji hiszpańskich i włoskich przekraczała już 6%, zatem ogłoszenie programu OMT ewidentnie uspokoiło nastroje panujące na rynkach, zwiększając zaufanie inwestorów do papierów dłużnych peryferyjnych krajów strefy euro<sup>571</sup>. Optymizm inwestorów studzi jednak szereg obwarowań, które muszą zostać spełnione, aby obligacje danego kraju zostały objęte skupem przez EBC.

Pozytywnym efektem deklaracji skupu papierów wartościowych przez EBC w ramach programu OMT była także zwiększona emisja papierów wartościowych podmiotów prywatnych, która w drugim tygodniu września 2012 r. wyniosła 10,25 mld EUR, osiągając poziom najwyższy od września 2009 r. Finansowanie w drodze emisji obligacji pozyskały m.in. hiszpańskie koncerny energetyczne: Iberdrola i Gas Natural, włoski operator sieci gazowych Snam oraz banki: BBVA, Banesto i Intesa Sanpaolo. Pozyskiwanie finansowania w drodze emisji obligacji pozwoliło na ominięcie niewydolnego kanału bankowego, niezapewniającego właściwego dopływu strumienia kredytu do gospodarki<sup>572</sup>.

Warto zauważyć, że sytuacja na rynku obligacji rządowych w strefie euro oddziaływała na rentowność papierów wartościowych rynków wschodzących Europy Środkowej, w tym Polski i Czech. Instrumenty nadzwyczajne wdrożone przez EBC w reakcji na kryzys nie wpływały bezpośrednio na rentowność polskich papierów wartościowych. Wahania rentowności polskich obligacji spowodowane były jednak zmiennością napływu kapitału zagranicznego ze strefy euro. Wzrost awersji do ryzyka na rynkach finansowych strefy euro, spowodowany obniżeniem zaufania do bardzo ryzykownych instrumentów dłużnych nadmiernie zadłużonych krajów strefy euro, powodował wzrost napływu kapitału zagranicznego na bardziej wiarygodne rynki wschodzące. Bezpieczne obligacje niemieckie cieszyły się mniejszym zainteresowaniem, bowiem z uwagi na bardzo niską rentowność, dawały niewielki zysk. W efekcie wzmocnienia popytu na polskie obligacje nastąpił wzrost ich ceny, a w konsekwencji spadek rentowności, umożliwiającą tańsze finansowanie polskiego długu. Napływ kapitału z banków komercyjnych strefy euro wywołany był również decyzją EBC o obniżeniu stopy depozytowej do zera, która sprawiła, że lokowanie wolnych

---

<sup>571</sup> G. Siemionczyk, *EBC kupi obligacje bankrutów*, Rzeczpospolita nr 209 z 7.09.2012 r., s. B2.

<sup>572</sup> *Efekty zapowiedzi EBC*, Rzeczpospolita nr 213 z 12 września 2012 r., s. B7.



środków w banku centralnym przestało być opłacalne<sup>573</sup>. Decyzje EBC o wykupie ryzykownych obligacji zadłużonych państw strefy euro, wywoływały z kolei spadek popytu na polskie papiery skarbowe, bowiem z uwagi na wysoką rentowność obligacje państw wysoko zadłużonych stanowiły atrakcyjną lokatę dla inwestorów zagranicznych, a deklaracja skupu papierów przez bank centralny eliminowała towarzyszące inwestycji ryzyko<sup>574</sup>.

### 6.1.2. Efektywność polityki *direct credit easing*

W analizowanych krajach polityka *credit easing* realizowana była przez System Rezerwy Federalnej oraz Europejski Bank Centralny, a także w mniejszym stopniu przez Bank Anglii i Szwajcarski Bank Narodowy. Obejmowała ona zarówno operacje skupu przez bank centralny papierów wartościowych emitentów prywatnych, jak również wsparcie kredytowe udzielane przez bank centralny nabywcom papierów prywatnych w celu ożywienia obrotów w określonych segmentach rynku. Na największą skalę polityka *credit easing* uruchomiona została w Stanach Zjednoczonych, bowiem Fed zaoferował szerokie spektrum programów płynnościowych wspierających emitentów oraz nabywców papierów wartościowych, co było ewenementem w skali światowej.

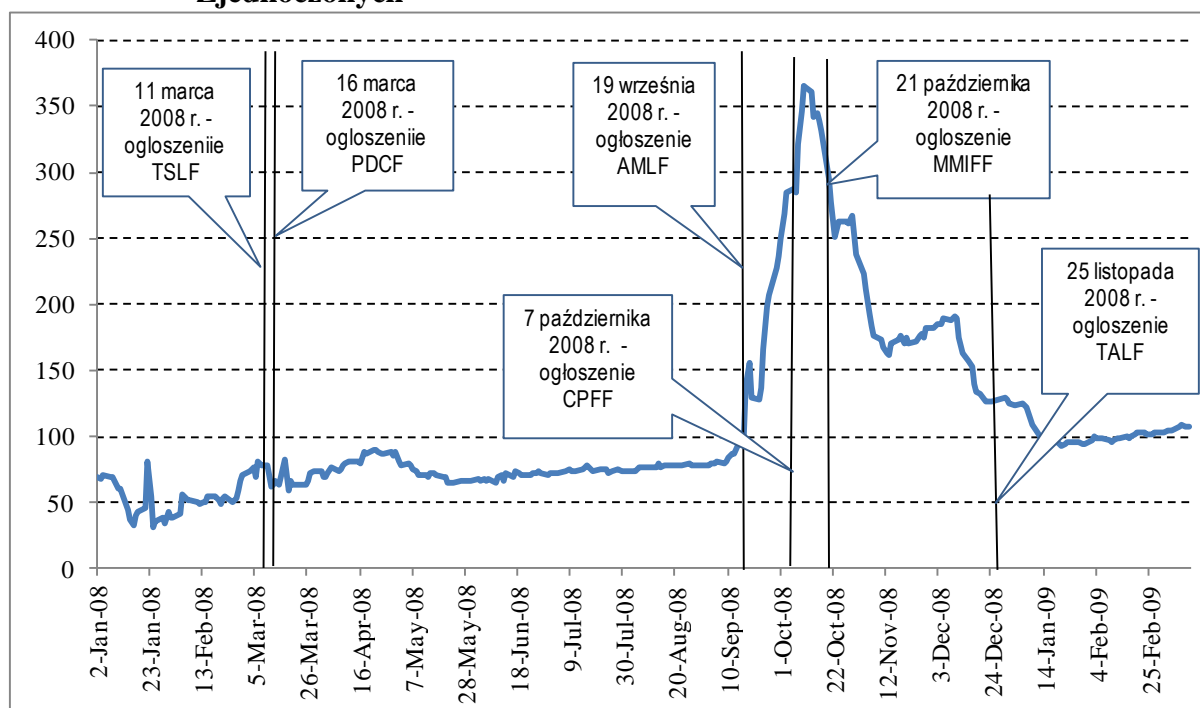
System Rezerwy Federalnej, dążąc do złagodzenia napięć na poszczególnych segmentach rynków finansowych, wdrożył szereg udogodnień płynnościowych, wykorzystując w tym celu kompetencje zawarte w art. 13 (3) *Federal Reserve Act*. Próba oceny skuteczności poszczególnych programów płynnościowych rodzi niebezpieczeństwo błędów interpretacyjnych, bowiem programy te nie działały w próżni, zatem ocena ich skuteczności nie może odbywać się w oderwaniu od innych instrumentów wdrożonych przez System Rezerwy Federalnej, a także inne instytucje publiczne, które także przyczyniły się do poprawy sytuacji. Możliwa jest jednak ocena wpływu poszczególnych programów na sytuację w określonym segmencie rynku finansowego, będącego przedmiotem oddziaływania danego programu. Analiza skuteczności poszczególnych programów odbywać się może m.in. poprzez obserwację kształtowania się 3-miesięcznego LIBOR-OIS swapu, będącego miarą ryzyka na rynku międzybankowym (wykres 6.14).

---

<sup>573</sup> P. Maciejewicz, *Rośnie popyt na polskie obligacje. Efekt? Drożeje złoty*, Gazeta Wyborcza nr 183 z 7.08.2012 r., s. 23.

<sup>574</sup> M. Chądzyński, *EBC może wesprzeć polskie obligacje*, Dziennik Gazeta Prawna nr 148 z 1.08.2012 r., s. A5.

**Wykres 6.14. Kształtowanie się wielkości 3-month LIBOR-OIS spread w Stanach Zjednoczonych**



Źródło : opracowanie własne na podstawie:

[http://english.mnb.hu/Kiadvanyok/mnben\\_stabil/mnben\\_stab\\_jel\\_20090406](http://english.mnb.hu/Kiadvanyok/mnben_stabil/mnben_stab_jel_20090406)

Syntetyczne podsumowanie wpływu poszczególnych udogodnień płynnościowych na poprawę warunków rynkowych prezentuje tabela 6.2.

**Tabela 6.2. Ocena skuteczności nadzwyczajnych udogodnień płynnościowych wdrożonych przez FED**

| Program | Ocena skuteczności  |
|---------|---|
| TSLF    | Akceptując wybrane papiery wartościowe w transakcjach TSLF, System Rezerwy Federalnej przekazywał uczestnikom rynku wyraźny sygnał, iż nie są one papierami toksycznymi. Dostarczone do sektora finansowego bezpieczne papiery skarbowe przyczyniły się do udroźnienia rynku <i>repo</i> , co wydatnie poprawiło dystrybucję płynności. Dzięki programowi TSLF wzrosła również płynność rynku papierów dłużnych agencji GSE oraz ABS-ów <sup>575</sup> . Program pożyczek skarbowych papierów wartościowych zmienił strukturę aktywów utrzymywanych przez bank centralny bez oddziaływania na rozmiar sumy bilansowej. Badania ekonometryczne przeprowadzone przez Fleminga, Hrunga, Keane'a and McAndrewsa potwierdzają, iż tuż po jego wdrożeniu program TSLF był niezwykle efektywny w podnoszeniu stopy <i>repo</i> w operacjach skupu papierów skarbowych do poziomu bliskiego stopie <i>fed funds</i> <sup>576</sup> . TSLF przyczynił się także do zwięzienia spreadów pomiędzy oprocentowaniem wykorzystywanych w transakcjach <i>repo</i> papierów rządowych oraz mniej płynnych zabezpieczeń. Program ten wspomógł również proces łagodzenia napięć na zabezpieczonych rynkach finansowych, zaspokajając zwiększony popyt inwestorów na papiery skarbowe <sup>577</sup> . |
| PDCF    | Dzięki programowi PDCF Fed wspomagał zdolność banków inwestycyjnych do finansowania uczestników rynku papierów sekurytyzowanych, zatem instrument ten należy uznać za pozytywnie oddziałujący w kierunku łagodzenia napięć na rynku. Realizacja programu PDCF przyczyniła się do zmniejszenia, w ciągu miesiąca od jego wprowadzenia, odchylenia pomiędzy oprocentowaniem papierów skarbowych a oprocentowaniem papierów agencji rządowych o około 40 punktów bazowych. Podsumowując skuteczność PDCF należy jednak uwzględnić wpływ  |

<sup>575</sup> D. Tymoczko, *Reakcje wybranych banków centralnych ...*, op. cit., s. 120.

<sup>576</sup> S. G. Cecchetti, *Crisis and Responses...*, op. cit., s. 69.

<sup>577</sup> M. Cecioni, G. Ferrero, A. Secchi, op. cit., s. 21.

| Program | Ocena skuteczności  |
|---------|---|
|         | pozostałych programów płynnościowych oraz innych czynników, takich jak redukcja wymogów kapitałowych w odniesieniu do Fannie Mae i Freddie Mac, a także uwolnienie zysków kwartalnych banków Goldman Sachs oraz Lehmann Brothers.   |
| AMLF    | <p>Program ten należy ocenić pozytywnie, gdyż wkrótce po jego wdrożeniu redukcje wypłat z funduszy rynku pieniężnego były większe w odniesieniu do funduszy posiadających większy udział aktywów akceptowanych w programie AMLF. Program ten przyczynił się również do obniżenia rentowności uprawnionych do AMLF papierów komercyjnych, dzięki obniżeniu premii za ryzyko płynności o około 80 punktów bazowych<sup>578</sup>. Dzięki wsparciu ze strony banku centralnego rynku papierów komercyjnych odzyskiwały płynność, a fundusze wzajemne rynku pieniężnego zdolność do zaspokajania zgłaszanych przez inwestorów żądań zwrotu zainwestowanego kapitału wraz z odsetkami w okresie zapadalności aktywów lub też przed upływem terminu zapadalności. Dane rynkowe wskazują na jego znaczącą rolę w przywróceniu płynności na rynku papierów komercyjnych oraz obniżeniu spreadów oprocentowania ABCP. W ciągu pierwszych dwóch miesięcy funkcjonowania programu, a więc w okresie, w którym zainicjowana została większość pożyczek w ramach AMLF, fundusze, które doświadczyły znaczącej presji w kierunku wypłat środków, były najbardziej aktywnymi beneficjentami programu. Wkrótce po wdrożeniu programu nastąpiło znaczące obniżenie zyskowności papierów komercyjnych zabezpieczonych aktywami przedkładanych jako zabezpieczenie zaciąganych pożyczek, mierzone w porównaniu z rentownością niezabezpieczonych papierów komercyjnych, które nie mogły stanowić zabezpieczenia AMLF. Instrument AMLF pomógł funduszom rynku pieniężnego w kontynuacji inwestowania w ABCP oraz CP, zapobiegając ograniczaniu się wyłącznie do bezpiecznych aktywów takich jak papiery skarbowe. Zdaniem analityków z Banku Rezerwy Federalnej Bostonu program AMLF wpłynął pozytywnie na zyski funduszy pieniężnych, w szczególności tych wykazujących większą ekspozycję na ABCP. Program AMLF przyczynił się również do odbudowania płynności na rynku pieniężnym rozumianym jako całość.</p>   |
| CPFF    | <p>Program ten przyniósł pozytywne efekty w postaci zwiększenia emisji terminowych papierów komercyjnych, jak również znaczącej redukcji spreadów papierów komercyjnych<sup>579</sup>. Analiza odchyleń (spreadów) pomiędzy dochodowością różnorodnych kategorii papierów komercyjnych a miesięcznym swapem jednodniowych stóp procentowych wskazuje na obniżenie wielkości tych odchyleń tuż po wprowadzeniu programu CPFF. O skuteczności programu świadczy fakt, iż redukcja spreadów miała miejsce wyłącznie w odniesieniu do papierów komercyjnych objętych skupem ze strony Fedu. Dane liczbowe wskazują, iż zwężenie spreadów nastąpiło w przypadku trzech kategorii papierów komercyjnych (AA AB, AA Fin, AA NonFin). Redukcja spreadów nie nastąpiła jedynie w odniesieniu do kategorii A2/P2, która nie została zakwalifikowana do programu skupu w ramach CPFF. Wyniki te wskazują na skuteczność wdrożonego programu Systemu Rezerwy Federalnej, którego celem było przywrócenie normalnego funkcjonowania rynku papierów komercyjnych<sup>580</sup>.</p> <p>Program CPFF pełnił znaczącą rolę w uzdrawianiu sytuacji na rynku papierów komercyjnych, o czym świadczy 22% udział w rynku papierów komercyjnych odnotowany tuż po jego rozpoczęciu. Dzięki uzyskaniu dostępu do płynnych środków emitenci papierów komercyjnych mieli możliwość ich sprzedaży po niższym koszcie niż to było możliwe na dotkniętym zakłóceniami rynku. Jednocześnie wraz z poprawą sytuacji rynkowej, program zapewniał płynność po koszcie przekraczającym normalny koszt rynkowy, z dodatkowym obciążeniem w postaci opłat za udział w programie, co skłonić miało emitentów do poszukiwania inwestorów na rynkach prywatnych. Dzięki wdrożeniu programu CPFF oprocentowanie papierów komercyjnych znacząco spadło, co jednak mogło wynikać również z zupełnie odrębnych przyczyn (m.in. ze spadku stopy funduszy <i>fed funds</i>). Dane rynkowe wskazują jednak, że program przyczynił się do ustabilizowania funkcjonowania rynku papierów komercyjnych, dając inwestorom pewność, iż w razie problemów emitenci mogą przedłożyć kolejną emisję papierów komercyjnych w CPFF LLO, uzyskując środki na spłatę inwestora. Przekonanie to przyczyniło się do uspokojenia rynków.</p> |
| TALF    | Program TALF przyczynił się do ustabilizowania rynku papierów wartościowych zabezpieczonych wierzytelnościami (ABS-ów). Udzielając pożyczek pod zastaw tych   |

<sup>578</sup> B. Duygan-Bump i in., op. cit., za: M. Cecioni i in., op. cit., s. 22.

<sup>579</sup> R. Anderson, C. Gascon, *The Commercial Paper Market, the Fed, and the 2007-2009 Financial Crises*, Federal Reserve Bank of St. Luis, Review, November/December 2009, za: M. Cecioni i in., op. cit., s. 23.

<sup>580</sup> V. Curdia, M. Woodford, *The Central-Bank Balance Sheet as an Instrument of Monetary Policy*, Staff Report no. 463, July 2010, Federal Reserve Bank of New York Staff Reports, s. 10.

| Program | Ocena skuteczności   |
|---------|--|
|         | instrumentów System Rezerwy Federalnej zachęcał uczestników rynków finansowych do nabywania ABS i CMBS, pokazując im, że ryzyko związane z ich posiadaniem nie jest wysokie, gdyż bank centralny zawsze może stać się ich ostatecznym nabywcą. Wpłynęło to pozytywnie na zwiększenie emisji tych papierów, a w dalszej konsekwencji na obniżenie stóp procentowych związanych z tymi instrumentami. Zgodnie z informacjami publikowanymi przez Rezerwę Federalną Nowego Jorku, program TALF dostarczył finansowania, które wspomogło 101 pierwotnych transakcji sekurytyzacyjnych o łącznej wartości 109 mld USD według stanu na 30 czerwca 2010 r. Program TALF przyczynił się zatem do uzdrowienia rynku ABS-ów, a także znaczącej redukcji spreadów wysokojakościowych ABS-ów i swapów stóp procentowych <sup>581</sup> . |

Źródło: opracowanie własne na podstawie *The Federal Reserve's Section 13 (3) Lending Facilities to Support Overall Market Liquidity: Function, Status, and Risk Management*, Board of Governors of the Federal Reserve System, Office of Inspector General, November 2010.

W strefie euro polityka *credit easing* realizowana była w oparciu o program skupu obligacji zabezpieczonych (*Covered Bond Purchase Program*, CBPP) oraz, z założenia również, program dotyczący papierów wartościowych (*Securities Market Program*, SMP), który oprócz papierów rządowych dopuszczał także skup na rynku pierwotnym i wtórnym papierów wyemitowanych przez podmioty prywatne. W praktyce jednak w ramach SMP, EBC ograniczał się do skupu obligacji skarbowych państw nadmiernie zadłużonych, która to polityka została omówiona w części dotyczącej poluzowania ilościowego w czystej postaci.

Ogłoszony w maju 2009 r. CBPP przyczynił się do obniżenia oprocentowania na rynku pieniężnym, dzięki zapewnieniu dostępu do finansowania długoterminowego. Analiza empiryczna przeprowadzona przez J. Beirne<sup>582</sup> wskazuje na efekt obniżki rentowności obligacji zabezpieczonych o 12 punktów bazowych. CBPP stanowił ponadto bodziec stymulujący banki do zwiększonej emisji obligacji zabezpieczonych na rynku pierwotnym, łagodząc tym samym warunki ich finansowania oraz poprawiając zarządzanie ryzykiem stopy procentowej, dzięki ułatwieniu dopasowania okresów zapadalności aktywów i pasywów. Ożywienie rynku obligacji zabezpieczonych w dużej mierze opierało się jednak na działaniu efektu substytucyjnego, w wyniku którego nastąpiło wyparcie emisji obligacji niezabezpieczonych (nieobjętych skupem przez EBC) przez emisję obligacji zabezpieczonych (objętych skupem przez EBC). Efekt w postaci ożywienia emisji obligacji zabezpieczonych nie szedł zatem w parze z ożywieniem rynku obligacji rozumianego jako całość, co wynikało z faktu zastępowania przez banki emisji obligacji niezabezpieczonych przez emisję obligacji zabezpieczonych, na które pojawił się łatwy zbyt. Trudno ocenić, w jakim stopniu poprawa finansowania banków za pośrednictwem CBPP przyczyniła się do ożywienia akcji kredytowej. Przytaczane w literaturze dowody empiryczne potwierdzają jedynie, że CBPP

<sup>581</sup> S. Agarwal, J. Barnett, C. Cun, M. De Nardi, *The asset-backed securities markets, the crisis and TALF*, Federal Reserve Bank of Chicago, Economic Perspectives, 4<sup>th</sup> quarter 2010, za: M. Cecioni i in., op. cit., s. 23.

<sup>582</sup> J. Beirne i in., op. cit., s. 5.

pozytywnie oddziaływał w kierunku poprawy płynności rynku obligacji zabezpieczonych, która zbliżyła się do obserwowanej przed kryzysem.

Ogłoszenie programu CBPP wywołało także pozytywne efekty na rynku wtórnym, przyczyniając się do zwężenia spreadów w oprocentowaniu obligacji zabezpieczonych pomiędzy poszczególnymi krajami strefy euro. Efekt ten w odniesieniu do krajów dotkniętych nadmiernym zadłużeniem publicznym był jednakże bardzo krótkotrwały, bowiem został zneutralizowany przez skoki rentowności wywołane obawą o niewypłacalność tych krajów. Reasumując działanie programu CBPP należy stwierdzić, iż okazał się on skuteczny w odniesieniu do poprawy płynności tego segmentu rynku oraz poprawy finansowania banków.

Skup papierów wartościowych sektora prywatnego realizowany był także przez Bank Anglii, który w ramach programu APF skupował papiery komercyjne oraz obligacje przedsiębiorstw. Skala tego skupu, w porównaniu z realizowanym skupem papierów rządowych, była jednak znikoma. Program ten przyczynił się do poprawy funkcjonowania rynku papierów komercyjnych, a także zwiększenia możliwości pozyskiwania kapitałów przez przedsiębiorstwa - z pominięciem niewydolnego kanału bankowego.

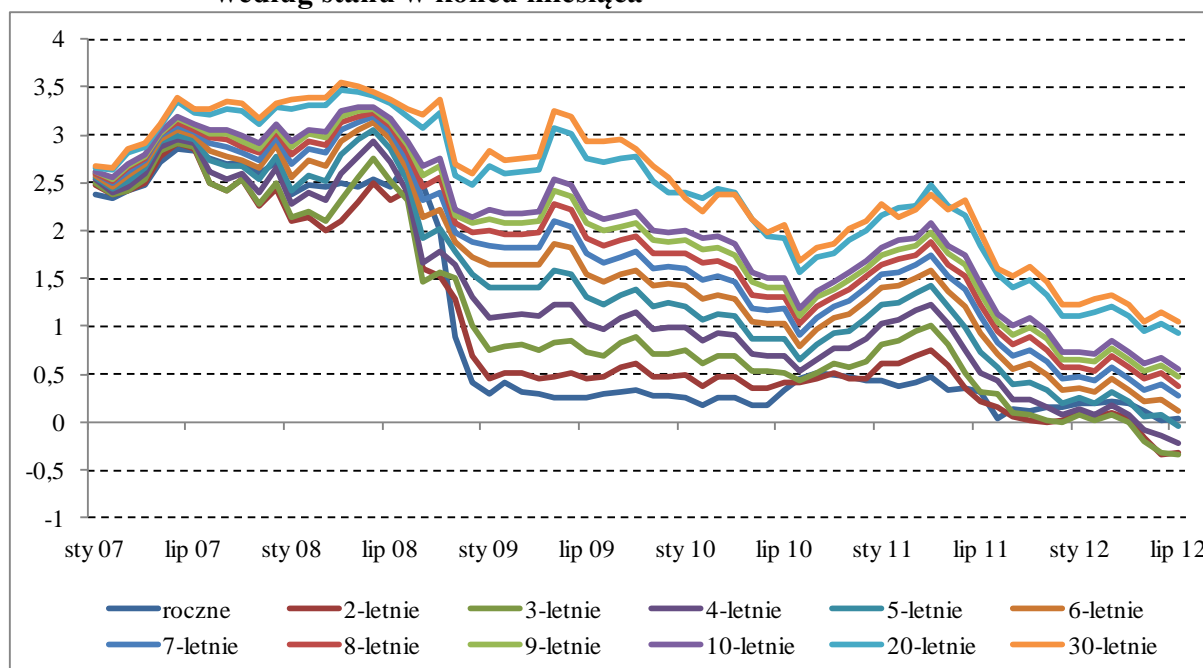
Skup papierów wartościowych wyemitowanych przez sektor prywatny prowadzony był także przez Szwajcarski Bank Narodowy, który narzędzie to wdrożył w marcu 2009 r. Skupem objęto początkowo obligacje zabezpieczone (*covered bonds*), a w późniejszym okresie także obligacje korporacyjne. W wyniku realizacji programu SNB dokonał skupu aktywów o wartości 3 mld CHF, co stanowiło około 0,5% szwajcarskiego PKB. Skala programu była zatem dość znikoma w porównaniu z wartością skupu realizowanego przez inne banki centralne, jednakże znacząca w relacji do rynku obligacji w Szwajcarii.

Skutki programu w postaci spadku rentowności papierów długoterminowych wskazują na uruchomienie kanału portfelowego, dzięki któremu nastąpił także spadek rentowności innych instrumentów długoterminowych niż te objęte skupem. Analiza empiryczna skuteczności programu przeprowadzona z udziałem ekspertów SNB wskazuje na redukcję premii terminowej obligacji zabezpieczonych na poziomie około 10 punktów bazowych, który to efekt autorzy przypisują uruchomionemu przez program skupowi aktywów kanałowi portfelowemu. Efekt spadku rentowności aktywów materializował się kilka dni po ogłoszeniu programu przez SNB, a następnie program przestawał oddziaływać na spready obligacji zabezpieczonych. Autorzy badań nie znaleźli dowodów na działanie programu skupu niebankowych obligacji przedsiębiorstw.

Obserwacja rentowności obligacji skarbowych w Szwajcarii wskazuje na ich spadek, co po części można przypisać działaniu kanału portfelowego (wykres 6.15.).

Reasumując politykę SNB w zakresie skupu obligacji sektora prywatnego, należy podkreślić, iż skala tego instrumentu była dość znikoma. Zamierzeniem banku centralnego było uruchomienie kanału portfelowego, jak również kanału komunikacyjnego, za pośrednictwem którego SNB komunikował otoczeniu przyszłą ścieżkę polityki pieniężnej<sup>583</sup>. Dość krótkie zaangażowanie na tym polu (4 miesiące) ze strony SNB świadczy o relatywnie małym zapotrzebowaniu ze strony rynku.

**Wykres 6.15. Rentowność szwajcarskich papierów rządowych (*confederation bonds*) – według stanu w końcu miesiąca**



Źródło: [http://www.snb.ch/en/iabout/stat/statpub/akziwe/stats/akziwe/akziwe\\_S1\\_Zins](http://www.snb.ch/en/iabout/stat/statpub/akziwe/stats/akziwe/akziwe_S1_Zins)

### 6.1.3. Efektywność polityki *indirect (endogenous) quantitative/credit easing*

Trzecią formę niestandardowej polityki pieniężnej, według klasyfikacji zaproponowanej przez L. B. Smagiego, stanowi pośrednie poluzowanie ilościowo-kredytowe, polegające na udzielaniu przez bank centralny finansowania bankom komercyjnym na dłuższe niż standardowo terminy, pod zastaw szerszego zakresu zabezpieczeń, z dopuszczeniem do transakcji większej liczby partnerów. Politykę tę w różnym stopniu zastosowały wszystkie analizowane banki centralne, niektóre już w okresie poprzedzającym upadek banku Lehman Brothers (SRF, EBC), inne dopiero w najostrejszej fazie kryzysu, która nastąpiła po tym dramatycznym wydarzeniu.

<sup>583</sup> A. Kettemann, S. Krogstrup, op. cit., s. 1.

Zapewnienie dostępu do finansowania na dłuższe terminy złagodziło napięcia na rynkach finansowych, dzięki usunięciu niepewności banków co do możliwości pozyskania finansowania długoterminowego<sup>584</sup>, ułatwiając bankom komercyjnym lepsze dopasowanie terminów zapadalności aktywów i zobowiązań. Przyczyniło się ono również do obniżenia wysokości krótkoterminowej stopy procentowej rynku pieniężnego do poziomu poniżej głównej stopy refinansowej, zbliżonego do stopy depozytowej. Niestandardowe wsparcie płynnościowe pozytywnie oddziaływało również na poziom zaufania uczestników rynku, dzięki obniżeniu ryzyka upadłości partnerów instytucji, mających dostęp do finansowania w banku centralnym. Wszystkie te pozytywne następstwa miały miejsce w analizowanych krajach, jednakże poprawa warunków funkcjonowania rynków pieniężnych była krucha i podatna na kolejne zawirowania.

W odniesieniu do Stanów Zjednoczonych polityka pośredniego poluzowania ilościowego realizowana była głównie za pośrednictwem wdrożonego w grudniu 2007 r. programu *Term Auction Facility* (TAF), zapewniającego instytucjom depozytowym bezpośredni dostęp do płynności długoterminowej. Dobrze przyjęty przez rynek program TAF (popyt zgłaszany na pierwsze aukcje zapewniał ich pełną subskrypcję) umożliwił Systemowi Rezerwy Federalnej dostarczenie płynnych środków szerszemu kręgowi podmiotów, na dłuższe okresy oraz pod szerszy zakres zabezpieczeń niż byłoby to możliwe za pośrednictwem operacji otwartego rynku. Oprócz poprawy dystrybucji płynności, program TAF pozwolił bankom na zaciąganie pożyczek pod zastaw zabezpieczeń o małej wartości rynkowej. Modyfikacje te pomogły w obniżeniu napięcia na rynku międzybankowym spowodowanego awersją banków do udzielania pożyczek.

Efektywność TAF w obniżaniu wysokości krótkoterminowych stóp rynku pieniężnego ocenić można za pomocą analizy rozpiętości pomiędzy oprocentowaniem depozytów na rynku międzybankowym a oprocentowaniem krótkoterminowych pożyczek skarbu państwa. Wielkość tę wyraża wskaźnik *TED spread*, będący miarą niepokoju na rynku międzybankowym. Technicznie wskaźnik *TED spread* wyraża się jako różnicę pomiędzy oprocentowaniem 3-miesięcznych bonów skarbowych oraz oprocentowaniem 3-miesięcznych pożyczek na rynku międzybankowym. Ze względu na fakt, że *TED spread* rośnie wraz ze wzrostem ryzyka płynności na rynku międzybankowym, miarą skuteczności programu TAF było sprowadzanie tej wielkości do możliwie niskiego poziomu.

---

<sup>584</sup> S. Cheun, I. von Köppen-Mertes, B. Weller, op. cit., s. 25.

W pierwszej połowie 2007 r., a więc w okresie bezpośrednio poprzedzającym wybuch kryzysu finansowego, wskaźnik *TED spread* wynosił średnio około 0,37 punktu procentowego. Datą początkową, po której wielkość ta zaczęła rosnąć, był dzień 9 sierpnia 2007 r., kiedy największy bank francuski – BNP Paribas wstrzymał wypłaty z trzech posiadanych przez siebie funduszy inwestycyjnych. W dniu 20 sierpnia 2007 r. wskaźnik *TED spread* osiągnął lokalne maksimum w wysokości 2,35 punktu procentowego. Kolejną datą przełomową był dzień 12 grudnia 2007 r., w którym ogłoszono uruchomienie programu TAF. Po tej dacie wskaźnik *TED spread* stopniowo malał, jednakże pod koniec lutego 2008 r. zaczął znowu rosnąć, by po kolejnych dwóch miesiącach ponownie odnotować tendencję spadkową. W okresie od 17 stycznia do 14 września 2008 r. średnia wartość *TED spread* wyniosła 112 punktów bazowych. Dramatyczny wzrost wskaźnika nastąpił po 15 września 2008 r., kiedy to na skutek upadku banku inwestycyjnego Lehman Brothers doszło do gwałtownego wzrostu ryzyka płynności, jak również ryzyka kredytowego. *TED spread* w październiku 2008 r. osiągnął wartość maksymalną – około 450 punktów bazowych. Wskaźnik ten, zdaniem Fed, dzięki interwencjom za pomocą programu TAF, zaczął się stopniowo zmniejszać, osiągając w styczniu 2009 r. wartość 100 punktów bazowych, czyli bliższą notowanej przed kryzysem<sup>585</sup>. Zmiany wielkości wskaźnika *TED spread* obrazuje wykres 6.16.

Zdaniem Fed dramatyczny wzrost wskaźnika *TED spread* spowodowany był wzrostem premii za płynność. W opozycji do tego poglądu stoją amerykańscy ekonomiści – Taylor i Williams, którzy argumentują, że wzrost wskaźnika *TED spread* związany był raczej ze wzrostem premii za ryzyko kredytowe niż premii za płynność. Uznanie hipotezy Taylora i Williamsa za prawdziwą oznaczałoby, iż program TAF nie miał żadnego wpływu na kształtowanie się wskaźnika *TED spread*. Rozstrzygnięcia wymaga zatem kluczowa kwestia czy dramatyczny wzrost omawianego wskaźnika był następstwem wzrostu premii za płynność czy też premii za ryzyko kredytowe, czyli ryzyko niewypłacalności partnera transakcji<sup>586</sup>.

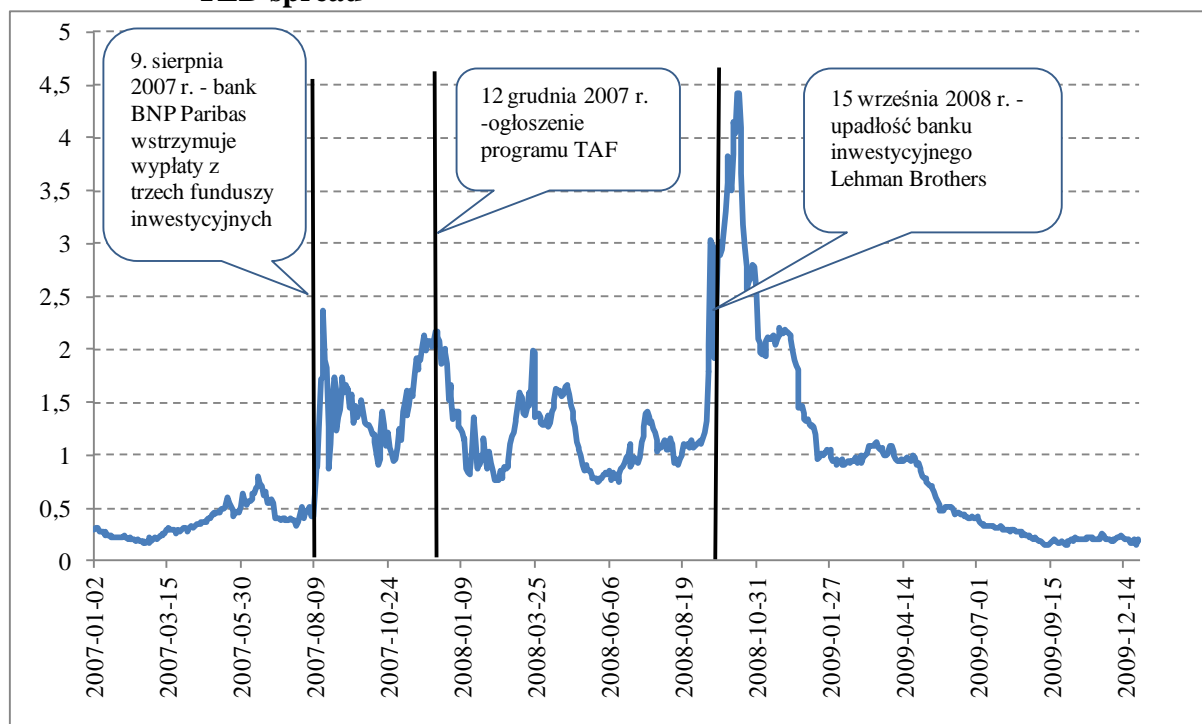
---

<sup>585</sup> N. Willardson, L. Pederson, *Federal Reserve Liquidity Programs: An Update*, The Region, June 2010, s. 16.

<sup>586</sup> Por. J. Taylor, J. Williams, *A Black Swan in the Money Market*, Working Paper 13943, NBER Working Paper Series, National Bureau of Economic Research, April 2008, s. 35.



**Wykres 6.16. Różnica pomiędzy oprocentowaniem trzymiesięcznych pożyczek na rynku międzybankowym a rentownością trzymiesięcznych bonów skarbowych – TED spread**



Źródło: Opracowanie własne na podstawie:

<http://www.federalreserve.gov/datadownload/Download.aspx?rel=H15&series=bf17364827e38702b42a58cf8ea3f78&filetype=sheetml&label=include&layout=seriescolumn&from=01/01/2007&to=03/25/2011> oraz <http://www.money.pl/pieniadze/depozyty/walutowearch/>

Ekonomiści analizujący skuteczność programu TAF w przywracaniu równowagi na rynku międzybankowym nie reprezentują spójnych poglądów na temat jego efektywności. Podsumowanie wyników badań empirycznych prezentuje tabela 6.3.

**Tabela 6.3. Ocena efektywności programu TAF – podsumowanie badań empirycznych**

| Autorzy badań                   | Najważniejsze wnioski   |
|---------------------------------|---|
| J. B. Taylor,<br>J. C. Williams | <p>Ocena efektywności programu TAF opierała się na rachunku regresji, w którym zbadano zależność pomiędzy 1- i 3-miesięcznymi spreadami LIBOR-OIS a zmiennymi reprezentującymi różnorodne czynniki ryzyka kontrahenta, a także utworzonymi zmiennymi sztucznymi, przybierającymi wartość 1 w dniach licytacji TAF oraz 0 w pozostałych dniach. We wszystkich analizowanych przypadkach współczynnik pomiaru ryzyka kontrahenta był dodatni i istotny statystycznie, wskazując na związek pomiędzy wzrostem spreadu i wzrostem premii za ryzyko. Opierając się na przeprowadzonych analizach empirycznych Taylor i Williams stwierdzili, iż do wzrostu spreadów przyczyniło się zwiększone ryzyko kontrahenta pomiędzy bankami. Autorzy badań nie znaleźli natomiast dowodów empirycznych na redukcję spreadów przez program TAF.</p> <p>W późniejszym okresie Taylor i Williams wzbogacili swoją analizę o wyodrębnienie wpływu ryzyka kontrahenta i ryzyka płynności na wysokość stóp procentowych, porównując kształtowanie się oprocentowania płaconego za finansowanie obciążone ryzykiem płynności (np. pozyskiwane na rynku międzybankowym) i wolne od tego ryzyka (np. pozyskiwane w drodze emisji certyfikatów depozytowych<sup>587</sup>). Autorzy</p> |

<sup>587</sup> Certyfikaty depozytowe są to papiery wartościowe emitowane przez banki w celu pozyskania pieniądza. Certyfikat depozytowy jest dokumentem lub zapisem potwierdzającym przyjęcie środków przez bank. Zaświadczenie wystawiane jest na okaziciela i może być przedmiotem obrotu na rynku wtórnym. Zaletą

| Autorzy badań  | Najważniejsze wnioski  |
|--|--|
|  | <p>badan doszli do wniosku, że ponieważ nabywcy certyfikatów depozytowych (CD) nie są ograniczeni ryzykiem płynności, nie ma powodu, dla którego oprocentowanie certyfikatów powinno rosnąć. Jednocześnie zauważyli, że w sytuacji, gdy uczestnicy rynku uznają, że udzielanie pożyczek bankom jest obarczone podwyższonym ryzykiem, oprocentowanie certyfikatów rośnie. W konsekwencji program TAF nie ma żadnego wpływu na premię za płynność, będącą składową oprocentowania CD. Autorzy badań zauważyli, że oprocentowanie certyfikatów depozytowych podąża za oprocentowaniem stóp LIBOR o porównywalnych terminach zapadalności, co sugerowało, że ryzyko płynności nie jest istotnym czynnikiem oddziałującym na wysokość długoterminowych stóp procentowych.</p>   |
| <p>J. McAndrews,<br/>A. Sarkar,<br/>Z. Wang</p>                    | <p>Metoda badawcza była zbliżona do zastosowanej przez Taylora i Williamsa (rachunek regresji). Autorzy badania wykazali jednak nieścisłość modelu swoich poprzedników, wskazując, że rachunek regresji wykorzystywany do szacowania wielkości spreadu Libor-OIS jest prawdziwy tylko po przyjęciu dodatkowego założenia, mówiącego, że premia za ryzyko spada w dzień aukcji TAF, a następnie wraca do poprzedniego poziomu. Przyjmując zmiany wielkości spreadu jako zmienną zależną, a zmienne sztuczne, przybierające wartość 1 w dniu ogłoszenia aukcji, jako zmienne objaśniające, autorzy badań dowiedli, że program TAF istotnie zredukował rozmiary spreadów Libor – OIS.</p>   |
| <p>T. Wu</p>   | <p>W odpowiedzi na rezultaty badawcze Taylora i Williamsa oraz McAndrewsa, Sarkara i Wanga, Wu zasugerował, że zastosowana przez nich metodologia jest problematyczna i dokonał zasadniczych jej modyfikacji. Po pierwsze w rachunku regresji zastosował zmienne sztuczne, które przybrały wartość zerową w dniach poprzedzających ogłoszenie TAF oraz równą jeden w dniach następujących po jego ogłoszeniu. Wu argumentował, że ze względu na fakt, iż program TAF uruchamia pożyczki na 28 dni i dłużej, oczekuje się, że pożyczki te będą w stanie złagodzić napięcia na rynku przez cały okres pozostały do dnia ich spłaty, a nie tylko w dzień aukcji TAF. W oszacowanym rachunku regresji Wu zamieścił zmienne alternatywne służące do szacowania zmienności (<i>volatility</i>) na rynku akcji i obligacji, jak również na rynku walutowym, a także czynnik określający ryzyko braku spłaty kredytu hipotecznego (<i>mortgage default risk</i>). W oparciu o przyjętą metodologię Wu dowiódł, że program TAF zredukował 1-miesięczny Libor-OIS spread średnio o co najmniej 31 punktów bazowych, a 3-miesięczny Libor-OIS spread o co najmniej 44 punkty bazowe. W zakresie braku wpływu programu TAF na redukcję premii za ryzyko upadłości kontrahenta, Wu uzyskał spójne wyniki do rezultatów badawczych osiągniętych przez Taylora i Williamsa.</p> |
| <p>J. H. E. Christensen,<br/>J. A. Lopez,<br/>G. D. Rudenbusch</p> | <p>Analiza efektywności programu TAF odbyła się w oparciu o sześcioczynnikowy model strukturalny, wykorzystujący krzywą dochodowości Nelsona i Siegela. Autorzy badań dowiedli, że ogłoszenie programu TAF miało znaczący wpływ na wysokość stopy Libor. Program TAF zredukował premię za płynność w 3-miesięcznej stopie LIBOR o 82 punkty bazowe w stosunku do wielkości, która ukształtowałaby się, gdyby programu w ogóle nie ogłoszono.</p>   |
| <p>D. L. Thornton</p>  | <p>Autor nie odnalazł dowodów empirycznych na wpływ programu TAF na wartość 3-miesięcznego LIBOR/T-bill spread, bądź też uznał ten wpływ za bardzo niewielki.</p>  |

Zródło: opracowanie własne na podstawie: D. L. Thornton, *The Effectiveness of Unconventional Monetary Policy: The Term Auction Facility*, Federal Reserve Bank of St. Louis Review, November/December 2011, s. 439-452.

W większości przywołanych badań empirycznych odnaleziono związek pomiędzy wdrożeniem programu TAF a złagodzeniem napięć na rynkach finansowych. Uwzględniając

certyfikatów depozytowych jest pewność lokaty, która nie może być wycofana z banku przed umownym terminem, a deponent lokaty może ją w każdej chwili upłynnić, zbywając posiadany certyfikat na rynku wtórnym. Stopa oprocentowania certyfikatów depozytowych jest zwykle wyższa od stopy oprocentowania bonów skarbowych, co wynika stąd, że ryzyko niewypłacalności banków jest wyższe niż rządu, a ponadto certyfikaty depozytowe muszą być konkurencyjne.

(opracowano na podstawie: [http://mfiles.pl/pl/index.php/Certyfikat\\_depozytowy](http://mfiles.pl/pl/index.php/Certyfikat_depozytowy), data dostępu 3.07.2012).

zatem przytoczone opinie ekonomistów należy stwierdzić, że program TAF przyniósł krótkotrwałą poprawę na rynkach finansowych, o czym świadczy zwężenie spreadów stóp procentowych, np. TED-spread czy LIBOR-OIS spread. W dalszej perspektywie program jednak okazał się nieskuteczny, bowiem powodem napięć na rynku było nie tylko rosnące ryzyko płynności, ale także ryzyko niewypłacalności kontrahenta, przyczyniające się do rosnącej niepewności i awersji do podejmowania jakiegokolwiek ryzyka<sup>588</sup>.

W odniesieniu do instrumentów pośredniego poluzowania ilościowego zastosowanych w USA pozytywnie ocenić należy także wzajemne porozumienia walutowe (*Reciprocal Currency Agreements*) zawarte przez Systemem Rezerwy Federalnej z wybranymi bankami centralnymi (m.in. EBC, BoE i SNB), które pozwoliły na złagodzenie presji finansowania w dolarach amerykańskich.

Nadzwyczajne wsparcie płynnościowe oferowane bankom komercyjnym udostępnił także Bank Anglii, zwiększając limity operacji refinansujących, modyfikując listę akceptowanych zabezpieczeń, udostępniając okno dyskontowe, zapewniając płynność w walutach obcych, a także wdrażając specjalny program wymiany chwilowo nie płynnych papierów wartościowych zabezpieczonych kredytami hipotecznymi (MBS) oraz innych papierów wartościowych na papiery skarbowe. Rozwiązanie to było zbliżone do programu TSLF oferowanego w Stanach Zjednoczonych. Działania Banku Anglii na polu zwiększenia dostępności banków komercyjnych do finansowania należy ocenić pozytywnie, ponieważ, podobnie jak w innych krajach, przyczyniły się one do uspokojenia nastrojów na rynkach finansowych.

W strefie euro ogół instrumentów wdrożonych w celu dostosowania operacji zasilających banku centralnego do potrzeb zgłaszanych przez banki określono jako tzw. politykę „nadzwyczajnego wsparcia kredytowego” (*Enhanced Credit Support*). Podejście to zapewniało dostarczenie finansowania na poziomie szerszym niż byłoby to możliwe wyłącznie dzięki redukcjom stóp procentowych oraz standardowym operacjom otwartego rynku. Zasadniczym celem wdrożonych instrumentów było złagodzenie niekorzystnego wpływu, jaki dysfunkcyjny rynek pieniężny wywierał na sytuację płynnościową wypłacalnych banków w strefie euro. Nowatorskie instrumenty polityki pieniężnej miały zapewnić bankom szeroki dostęp do płynności banku centralnego, w tym również do walut obcych. Wydłużanie terminów operacji refinansujących EBC ułatwiło dystrybucję płynnych środków w obrębie strefy euro. Największe znaczenie dla uspokojenia rynków miało

---

<sup>588</sup> J. B. Taylor, *The financial Crises and the Policy Responses: An Empirical Analysis of What Went Wrong*, Bank of Canada, A Festschrift in honour of David Dodge, November 2008, s. 11.

dostarczenie nieograniczonej płynności po stałych cenach (*full allotment*) we wszystkich operacjach refinansujących. Zaoferowane przez EBC wsparcie płynnościowe banków przyczyniło się do poprawy płynności na rynku międzybankowym oraz złagodzenia ryzyka finansowania<sup>589</sup>. Obniżenie poziomu niepewności, jak również wydłużenie horyzontu czasowego w odniesieniu do zarządzania płynnością, służyło zachęceniu banków do kredytowania gospodarki, a także do utrzymania niskiego poziomu stóp procentowych na rynku pieniężnym.

Odpowiedź EBC wykorzystującą elastyczność w ramach posiadanych kompetencji, należy ocenić pozytywnie. Zastosowane przez EBC instrumenty z zakresu pośredniego poluzowania ilościowego podniosły poziom zaufania wśród uczestników rynku. *Indirect quantitative easing* realizowany przez Eurosystem wywołał pozytywny efekt w postaci obniżenia oprocentowania na rynku pieniężnym, czego ewidentnym dowodem jest kształtowanie się stopy EONIA<sup>590</sup> (wykres 6.17.). Zapewnienie przez EBC większej płynności na rynku pieniężnym (dzięki dodatkowym dłuższym operacjom refinansującym, przetargom kwotowym z pełnym przydziałem oraz zapewnieniu finansowania w dolarach amerykańskich) przyczyniło się do spadku poziomu tej stopy. Większość komunikatów dotyczących dostarczenia przez EBC dodatkowej płynności ogłoszona została w dniu 8 października 2008 r. i była odpowiedzią na gwałtowne zaburzenia rynku pieniężnego wywołane upadłością banku Lehman Brothers. Faktem przemawiającym za skutecznością ww. komunikatów EBC w stabilizowaniu nastrojów rynku pieniężnego jest gwałtowny spadek stopy Eonia<sup>591</sup>. W dniu 8 października 2008 r. następuje punkt przegięcia przebiegu stopy Eonia, która z maksymalnego poziomu 4,51% zaczyna stopniowo się obniżać, osiągając w drugim kwartale 2009 r. poziom w przedziale od 0,5% do 1,5%, czyli zbliżony do minimalnej stopy procentowej oferowanej w transakcjach refinansujących. Do obniżenia stóp procentowych rynku pieniężnego w dużej mierze przyczyniła się również pierwsza z 12-miesięcznych dłuższych operacji refinansujących, przeprowadzona 24 czerwca 2009 r., w wyniku której udostępniono systemowi bankowemu strefy euro rekordową kwotę 442 mld

---

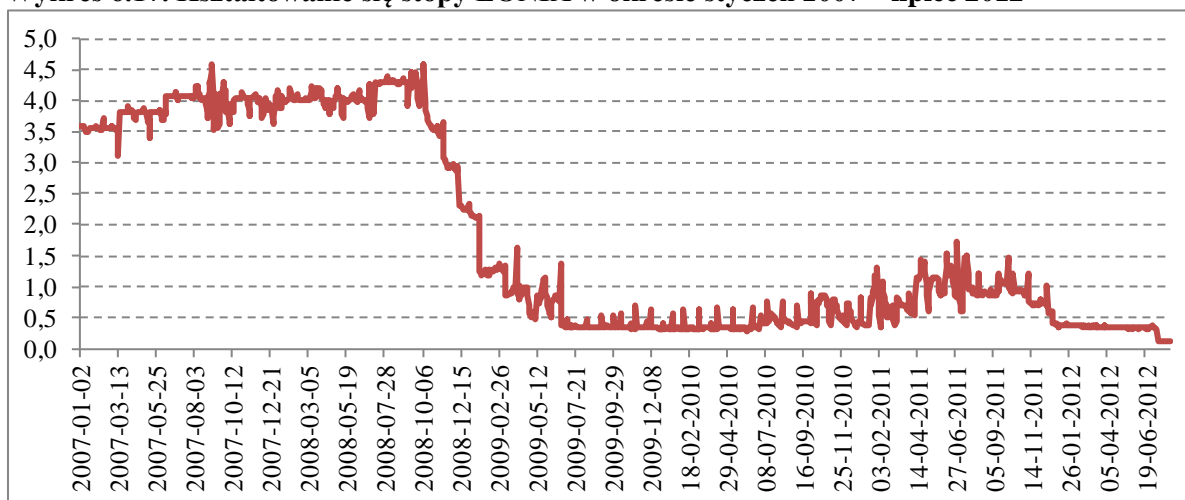
<sup>589</sup> G. Tumpel-Gugerell, *The ECB's actions during the recent crisis and the policy elements needed for a sound recovery*, Speech at the conference on *How can the EU and China contribute to a sound and sustainable global economy recovery?* at the Shanghai Expo, Shanghai, 3 July 2010, BIS Review 93/2010, s. 2.

<sup>590</sup> W rezultacie zastosowania niestandardowych instrumentów polityki pieniężnej relacja pomiędzy główną stopą refinansującą a stopami rynkowymi uległa czasowej zmianie. W zwykłych okolicznościach stopa EONIA jest determinowana wahaniami podstawowej stopy refinansującej. W sytuacji zwiększonego zapotrzebowania ze strony banków na płynne środki finansowe banku centralnego oferowane w ramach refinansowania bez limitów kwotowych, większą rolę w sterowaniu stopą EONIA odegrała stopa depozytowa. (por. M. Goodfriend, *Comment*, w: *Approaches to Monetary Policy Revisited – Lessons from the Crises*, Sixth ECB Central Banking Conference 18-19 November 2010, ECB, Eurosystem, 2011, s. 365).

<sup>591</sup> Por. *Raport roczny 2008*, EBC 2009, s. 114.

EUR po stałej stopie równej 1%<sup>592</sup>. Kolejną poprawę przyniosły niestandardowe dłuższe operacje refinansujące z trzyletnim terminem zapadalności, uruchomione na przełomie 2011 i 2012 r., które dostarczyły płynności w rekordowych rozmiarach. Operacje te złagodziły ograniczenia w finansowaniu, z którymi borykały się banki komercyjne i, dzięki ich długiemu terminowi zapadalności, oddziaływały w kierunku usprawnienia mechanizmu transmisyjnego wykorzystującego kanał długoterminowych stóp procentowych<sup>593</sup>. Oczekuje się, że operacje te będą w dalszym ciągu korzystnie wpływać na stabilizację warunków na rynkach finansowych, pobudzając akcję kredytową w strefie euro<sup>594</sup>.

**Wykres 6.17. Kształtowanie się stopy EONIA w okresie styczeń 2007 – lipiec 2012**



Źródło: opracowanie własne na podstawie <http://www.euribor-ebf.eu/euribor-eonia-org/eonia-rates.html>

Korzystnym zjawiskiem było również zmniejszanie rozpiętości pomiędzy stopami procentowymi zabezpieczonych i niezabezpieczonych transakcji rynku pieniężnego, które pomimo pewnej zmienności, ulegały stopniowemu zwężeniu. W ciągu 2009 r. rozpiętość pomiędzy 3-miesięcznymi stopami EURIBOR i EUREPO zmalała z maksymalnego poziomu 109 punktów bazowych na początku stycznia 2009 r. do 29 punktów bazowych na koniec lutego 2010 r. Niższe stopy rynku pieniężnego przyczyniły się z kolei do obniżenia oprocentowania kredytów bankowych<sup>595</sup>.

Podsumowując efektywność polityki nadzwyczajnego wsparcia płynnościowego w strefie euro należy także docenić wysiłki EBC służące wywołaniu ożywienia gospodarczego. EBC pobudzał napływ kredytu do gospodarki, oddziałując zarówno na czynniki podażowe, poprzez łagodzenie napięć na rynku pożyczek międzybankowych, jak

<sup>592</sup> *Raport roczny 2009*, EBC, Eurosystem, 2010, s. 22.

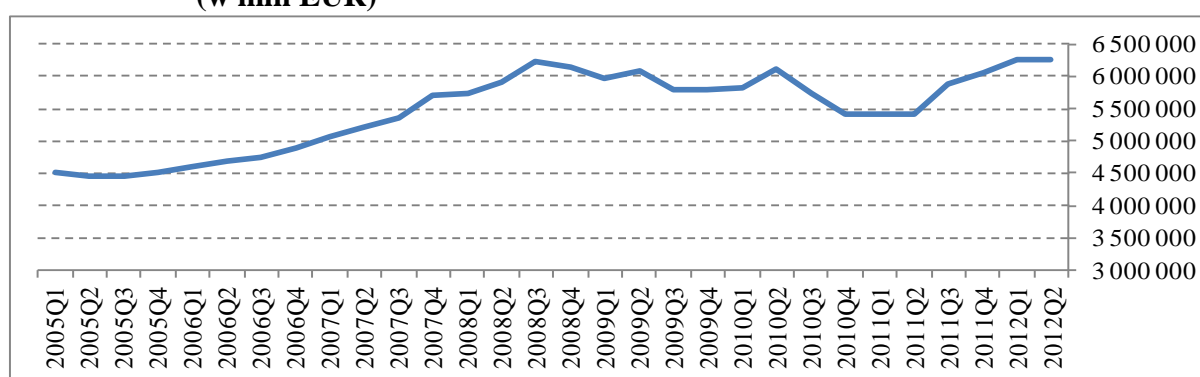
<sup>593</sup> *Stability guardians and crises managers: central banking in times of crises and beyond*, op. cit., s. 3.

<sup>594</sup> *Biuletyn Miesięczny*, EBC, Marzec 2012, s. 5.

<sup>595</sup> <http://www.euribor-ebf.eu/eurepo-org/eurepo-rates.html>, <http://www.euribor-ebf.eu/euribor-org/about-euribor.html>

i popytowe, dzięki cięciom stóp procentowych. Odrębną sprawą jest niska skłonność banków do zwiększania strumienia kredytów, która wynikała z innych przyczyn niż brak płynności (wykres 6.18). Należności z tytułu kredytów dla sektora prywatnego udzielanych przez sektor bankowy w strefie euro, począwszy od trzeciego kwartału 2008 r., wykazują tendencję malejącą, która została częściowo przełamana w pierwszym kwartale 2010 r., będącego okresem chwilowego ożywienia gospodarczego. Ponowny wzrost należności z tytułu kredytów dla sektora prywatnego miał miejsce w połowie 2011 r. i napędzany był pożyczkami udzielonymi w ramach dłuższych operacji refinansujących, jednak w drugim kwartale 2012 r. dynamika kredytów uległa ponownemu spowolnieniu.

**Wykres 6.18. Należności z tytułu kredytów dla sektora prywatnego w strefie euro (w mln EUR)**



Zródło: [http://sdw.ecb.europa.eu/browseSelection.do?DATASET=0&sf13=4&sf14=4&DATA\\_TYPE=1&sf15=3&node=8549726](http://sdw.ecb.europa.eu/browseSelection.do?DATASET=0&sf13=4&sf14=4&DATA_TYPE=1&sf15=3&node=8549726)

Warto zaznaczyć, że EBC przez cały okres stosowania nadzwyczajnego wsparcia kredytowego podkreślał, iż celem nadrzędnym banku centralnego pozostaje stabilność cen, w obronie której jest gotów w każdej chwili interweniować. Postawa EBC wzmacniała zaufanie uczestników rynku w związku z oczekiwanym stopniowym ożywieniem gospodarczym. Nadzwyczajne instrumenty polityki pieniężnej wdrożone przez EBC nie zagrażały zwiększeniem poziomu inflacji, ponieważ presja inflacyjna w okresie objętym analizą była niska, co wiązało się z równoczesnym spadkiem dynamiki pieniądza (agregat monetarny M<sub>3</sub>) oraz kredytów. Oczekiwania inflacyjne zakotwiczone były na poziomie spójnym z przyjętą definicją stabilności cen (*close to but below 2%*).

Pozytywne rezultaty przyniosło również pośrednie poluzowanie ilościowe zrealizowane przez Szwajcarski Bank Narodowy, przyczyniając się do znormalizowania wielkości podaży płynnych środków na rynku pieniężnym. Niekonwencjonalna polityka monetarna SNB polegała przede wszystkim na udostępnieniu bankom płynności zarówno we frankach szwajcarskich, jak i walutach obcych, dzięki wydłużeniu terminów oraz listy podmiotów dopuszczonych do operacji zasilających REPO, a także w związku

z zapewnieniem finansowania w dolarach amerykańskich. Chcąc przeciwdziałać napięciom na międzynarodowych rynkach finansowych, spowodowanych niedoborem franków szwajcarskich, SNB zawarł również umowy swapowe z EBC, NBP oraz MNB. Szwajcarski Bank Narodowy, dzięki zastosowanym instrumentom wykraczającym poza zakres standardowych narzędzi polityki pieniężnej, zlikwidował napięcia na rynkach finansowych i uzyskał poprawę płynności rynków pieniężnych. Niepewność rynku powróciła jednak w 2011 r. w związku z kolejnymi zawirowaniami na rynku długu publicznego w strefie euro.

Do pozytywnych efektów polityki pieniężnej SNB należy wzrost wolumenu krajowych kredytów hipotecznych oraz kredytów dla przedsiębiorstw<sup>596</sup>, jednakże ciągle obecne zawirowania na rynku nieruchomości nie gwarantują stabilizacji sytuacji hipotecznych kredytów mieszkaniowych<sup>597</sup>. Wraz z częściową normalizacją sytuacji w 2010 r., SNB stopniowo wycofywał się z nadzwyczajnych rozwiązań, przeciwdziałając wystąpieniu hazardu moralnego. Efekty oddziaływania polityki pieniężnej SNB na poziom rynkowych stóp procentowych prezentuje wykres 6.19.

W ciągu ostatniego roku główne działania SNB koncentrowały się na przeciwdziałaniu aprecjacji franka szwajcarskiego, zagrażającej wzrostowi gospodarczemu na skutek pogorszenia konkurencyjności szwajcarskiego eksportu<sup>598</sup>. Interwencje na rynku walutowym trudno jednak uznać za działania niestandardowe, możliwość ich przeprowadzenia dopuszcza bowiem wiele banków centralnych. Przyjmując jednak, że aprecjacja franka wiązała się z niekonwencjonalną sytuacją wywołaną przez kryzys zaufania do aktywów bardziej ryzykownych, można uznać, że działania SNB wykraczały poza normalny zakres prowadzonej polityki pieniężnej. Obserwacja kształtowania się kursu franka szwajcarskiego względem euro pokazuje, że mimo interwencji ze strony SNB, waluta pozostała mocna, zagrażając wystąpieniem zjawisk deflacyjnych<sup>599</sup>. SNB jest mocno zdeterminowany zadaniem obrony wyznaczonego kursu franka, jednak powodzenie operacji uzależnione jest również od panujących warunków zewnętrznych. Istnieje obawa, że nadmierna ekspansja pieniądza rezerwowego, która obecnie zbliża się do około 40% PKB Szwajcarii, może w przyszłości wymknąć się spod kontroli SNB, destabilizując system finansowy w Szwajcarii<sup>600</sup>.

---

<sup>596</sup> P. Hildebrandt, *Introductory remarks by Philipp Hildebrandt*, Berne, 15 December 2011, s. 3, [http://www.bis.org/list/cbspeeches/country\\_ch/spp\\_12/index.htm](http://www.bis.org/list/cbspeeches/country_ch/spp_12/index.htm)

<sup>597</sup> *Monetary policy assessment of 14 June 2012*, Communications, Press release, Zurich, 14 June 2012, s. 1.

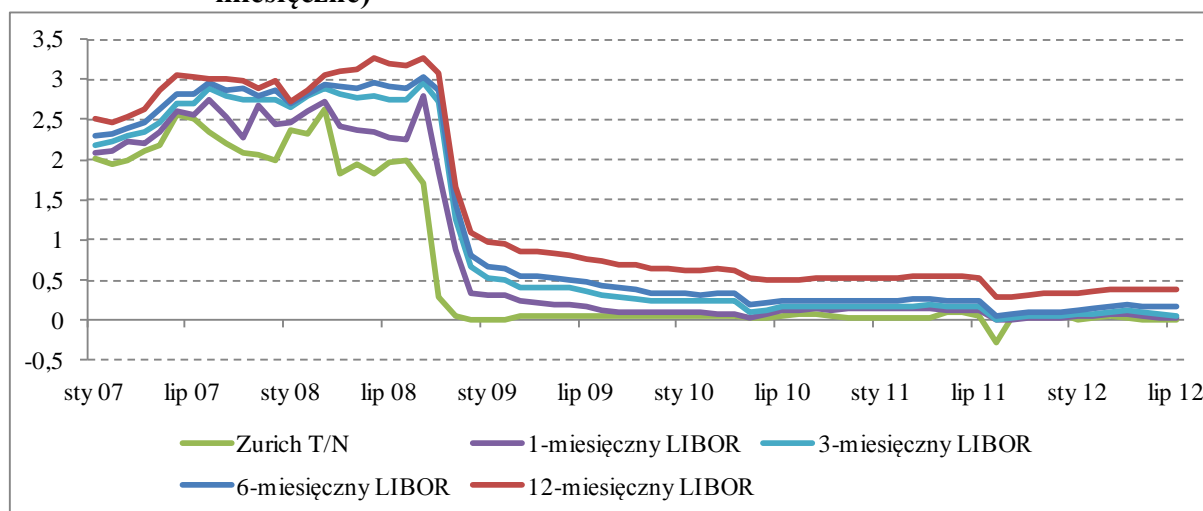
<sup>598</sup> H. Kozieł, *Szwajcarzy idą va banque*, Rzeczpospolita nr 208 z 7.09.2011 r., s. B4.

<sup>599</sup> *Monetary policy assessment of 15 March 2012*, Communications, Press release, Zurich, 15 March 2012, s. 1.

<sup>600</sup> H. Kozieł, *Interwencja Szwajcarów kosztowna, ale daje efekty*, Rzeczpospolita nr 209 z 8.09.2011 r., s. B3.



**Wykres 6.19. Kształtowanie stóp rynku pieniężnego we franku szwajcarskim (dane miesięczne)**



Źródło: [http://www.snb.ch/en/iabout/stat/statpub/akziwe/stats/akziwe/akziwe\\_S1\\_Zins](http://www.snb.ch/en/iabout/stat/statpub/akziwe/stats/akziwe/akziwe_S1_Zins)

Pośrednie poluzowanie ilościowo-kredytowe realizowane było również w Polsce oraz Czechach w związku z napięciami wywołanymi przez upadłość Lehman Brothers. Podsumowując politykę antykryzysową banków centralnych w Europie Środkowej należy zauważyć, że opierała się ona na instrumentach niestandardowych jedynie w bardzo znikomym stopniu, a większość zastosowanych modyfikacji została wycofana z użycia w 2010 r. W analizowanych krajach Europy Środkowej, tj. Polsce i Czechach, zastosowano wyłącznie politykę nadzwyczajnego wsparcia sektora bankowego. W przypadku Polski, podobnie jak to miało miejsce w strefie euro, nieograniczony dostęp do długoterminowej płynności, dzięki akceptacji przez NBP całości popytu zgłaszanego przez banki w ramach operacji REPO, wspomógł odbudowaniu zaufania wśród uczestników rynku. Miarą skuteczności polityki pieniężnej Narodowego Banku Polskiego było utrzymywanie stawki POLONIA na poziomie zbliżonym do stopy referencyjnej. W związku z napięciami na rynkach finansowych Narodowy Bank Polski przygotował więcej instrumentów niż faktycznie zostało wykorzystanych. Warto zaznaczyć, że zarówno w Polsce, jak i w Czechach przebieg kryzysu finansowego był raczej łagodny, a zawirowania na rynkach finansowych nie zakłóciły normalnego funkcjonowania instytucji finansowych. W żadnym z omawianych krajów nie wystąpiła sytuacja, w której bank komercyjny musiał zostać objęty rekaptalizacją ze strony władz publicznych w związku z zaangażowaniem na rynku toksycznych aktywów finansowych<sup>601</sup>. Fakty te świadczą o dużej odporności sektora bankowego w Polsce i Czechach, dobrej pracy nadzoru bankowego, a także małej skłonności banków

<sup>601</sup> I. Pyka, *Instrumenty polityki monetarnej NBP w kształtowaniu płynności polskiego sektora bankowego*, w: *Wyzwania współczesnej polityki pieniężnej*, red. W. Przybylska-Kapuścińska, M. Szyszko, Difin 2012, s. 48.



komercyjnych w tej części Europy do angażowania się na rynku innowacyjnych kredytowych instrumentów pochodnych.

\*

Podsumowanie skuteczności niestandardowych działań banków centralnych, realizowanych w ramach omawianych trzech form niekonwencjonalnej polityki pieniężnej prezentuje tabela 6.4.

**Tabela 6.4. Podsumowanie skuteczności niekonwencjonalnej polityki pieniężnej w analizowanych krajach**

| Działania   | EBC | BoE | SRF | SNB | NBP | CNB |
|---|-----|-----|-----|-----|-----|-----|
| zwiększenie dostępu sektora bankowego do płynności            | TAK | TAK | TAK | TAK | TAK | TAK |
| ograniczenie zmienności rynku pieniężnego                     | TAK | TAK | TAK | TAK | TAK | TAK |
| złagodzenie ryzyka związanego z finansowaniem banków          | TAK | TAK | TAK | TAK | TAK | TAK |
| zwiększenie napływu kredytów do sfery realnej                 | NIE | NIE | NIE | TAK | x   | x   |
| obniżenie rentowności instrumentów długoterminowych           | NIE | TAK | TAK | TAK | x   | x   |
| pobudzenie segmentu długoterminowych instrumentów finansowych | TAK | TAK | TAK | TAK | x   | x   |
| pobudzenie popytu zagregowanego                               | NIE | NIE | NIE | NIE | x   | x   |

Źródło: opracowanie własne

X – nie zastosowano instrumentu nakierowanego na osiągnięcie takiego celu

## 6.2. Wpływ niestandardowej polityki pieniężnej na ekspansję bilansów banków centralnych

Ważnym aspektem zastosowania niestandardowych instrumentów polityki pieniężnej jest ekspansja bilansów banków centralnych, będąca konsekwencją polityki bilansowej. W analizowanym okresie znaczący wzrost sumy bilansowej był w dużej mierze następstwem zastosowanych programów skupu aktywów przez banki centralne, a także, w mniejszym stopniu, wdrożonych udogodnień płynnościowych. Część tych zmian miała charakter czasowy i dotyczyła jedynie okresu obowiązywania danego programu, inne wiązały się z trwałym wzrostem wartości portfela papierów wartościowych banków centralnych, w szczególności tych o dłuższym terminie zapadalności.

W sytuacji gdy bezpośrednim celem ekspansji monetarnej było dążenie do podniesienia cen aktywów na rynkach finansowych, co odbywało się w drodze skupu aktywów na rynku wtórnym, efektem tych operacji był przyrost zasobu papierów wartościowych w portfelu banku centralnego. Jeżeli zasadniczym elementem niekonwencjonalnej polityki antykryzysowej było dążenie do poprawy płynności systemu bankowego, dzięki zwiększeniu dostępu banków do pożyczek, działania takie znalazły odzwierciedlenie w zwiększeniu wolumenu pożyczek. Pierwsza sytuacja jest typowa dla Systemu Rezerwy Federalnej oraz Banku Anglii, których zasadniczą odpowiedzią na kryzys była polityka *quantitative easing* realizowana odpowiednio za pomocą programu *Large Scale Asset Purchase (LSAP)* i *Asset Purchase Facility (ACP)*. Europejski Bank Centralny skupił się natomiast na poprawie płynności systemu bankowego, choć prowadził również skup obligacji zabezpieczonych (*covered bonds*) oraz obligacji rządowych zadłużonych państw strefy euro. Warto zauważyć, że w przypadku skupu aktywów banki centralne przejmowały ryzyko od podmiotów prywatnych, natomiast w przypadku udzielania finansowania pod zastaw papierów wartościowych ryzyko pozostawało w bilansach banków komercyjnych.

Następstwem zastosowania niestandardowych instrumentów polityki pieniężnej służących ekspansji monetarnej, niezależnie od rodzaju wdrożonych rozwiązań, były - analogiczne co do rozmiarów - zmiany po pasywnej stronie bilansu banków centralnych. Ekspansja monetarna, odbywająca się zarówno w wyniku skupu aktywów, jak i udzielania nadzwyczajnych pożyczek, skutkowała bowiem wzrostem rezerw bankowych, co jest równoznaczne ze zwiększeniem bazy monetarnej, która za sprawą mnożnika kreacji pieniądza może stać się podstawą wzrostu dalszych agregatów pieniądza. Dzięki zwiększeniu bazy monetarnej banki centralne usiłowały zapobiec załamaniu się podaży pieniądza. Zdaniem Milтона Friedmana niezdolność Systemu Rezerwy Federalnej do zwiększenia bazy monetarnej w 1929 r. stała się główną przyczyną przekształcenia krachu giełdowego w depresję gospodarczą<sup>602</sup>.

W dalszej części niniejszego podrozdziału dokonana zostanie ocena zmian aktywnej i pasywnej strony bilansów banków centralnych objętych analizą.

### **System Rezerwy Federalnej**

Zastosowanie polityki *quantitative easing* spowodowało znaczny przyrost sumy bilansowej Fed, przy czym głównym czynnikiem sprawczym był wzrost portfela aktywów

---

<sup>602</sup> I. Morawski, *Wielkie drukowanie pieniądza w stylu amerykańskim i europejskim*, Obserwator Finansowy, 21.01.2012 r., <http://www.obserwatorfinansowy.pl/2012/01/21/wielkie-drukowanie-pieniadza-w-stylu-amerykanskim-i-europejskim/> [data dostępu 02.05.2012]

skupionych w ramach operacji *Large-Scale Assets Purchases* (LSAP). W odpowiedzi na kryzys Fed wdrożył również szereg udogodnień płynnościowych i kredytowych (*liquidity facilities*), mających na celu złagodzenie napięć odczuwanych przez określone instytucje na wybranych rynkach. Z biegiem czasu jednak rozszerzone udogodnienia kredytowe odgrywały coraz mniejszą rolę w strukturze i rozmiarach bilansu Fed, a dominującym komponentem stały się aktywa zakumulowane w wyniku operacji LSAP<sup>603</sup>.

Na przestrzeni lat 2008-2012 bilans Systemu Rezerwy Federalnej zwiększył się ponad trzykrotnie, osiągając w grudniu 2011 r. zawrotną sumę ponad 2,9 bln USD. Kształtowanie się sumy bilansowej Systemu Rezerwy Federalnej w latach 2007-2012, z uwzględnieniem głównego czynnika odpowiedzialnego za jej wzrost, prezentuje wykres 6.20.

Z wykresu wynika, iż w okresie realizowania przez Fed konwencjonalnej polityki pieniężnej, suma bilansowa utrzymywała się na zrównoważonym poziomie około 890 mld USD. W efekcie wdrożenia programu TAF oraz rozmaitych udogodnień kredytowo-płynnościowych, suma bilansowa amerykańskiego banku centralnego od września do listopada 2008 r. powiększyła się o 124% (wzrost o ponad 1,17 bln USD). Warto zauważyć, iż do września 2008 r. znajdowała się ona na poziomie nieco poniżej 1 bln USD, ponieważ System Rezerwy Federalnej, przyjmując zabezpieczenia pożyczek w postaci aktywów, dokonywał jednocześnie operacji sterylizujących, skutkujących redukcją podaży papierów skarbowych znajdujących się w jego bilansie. We wrześniu 2008 r. operacje pożyczkowe były w dalszym ciągu kontynuowane, jednak przyjmowaniu kolejnych zabezpieczeń nie towarzyszyła już sprzedaż papierów skarbowych, czego efektem było podwojenie sumy bilansowej Fed<sup>604</sup>. Zmiany w strukturze oraz wolumenie udogodnień kredytowych i płynnościowych, mających odzwierciedlenie w bilansie Fed, prezentuje wykres 6.21.

Dalsze, dużo bardziej spektakularne, zmiany w wolumenie oraz strukturze bilansu Systemu Rezerwy Federalnej przyniosło wdrożenie programu LSAP. Transakcje skupu aktywów sprawiły, że wartość portfela papierów wartościowych amerykańskiego banku centralnego wzrosła z około 500 mld USD we wrześniu 2008 r. do ponad 2,5 bln USD w połowie 2011 r. Pierwsza faza polityki *quantitative easing*, wdrożona w listopadzie 2008 r., polegała na skupie obligacji zabezpieczonych hipoteką (MBS-ów agencji GSE) oraz papierów dłużnych agencji GSE, co jest widoczne na wykresie obrazującym strukturę portfela papierów

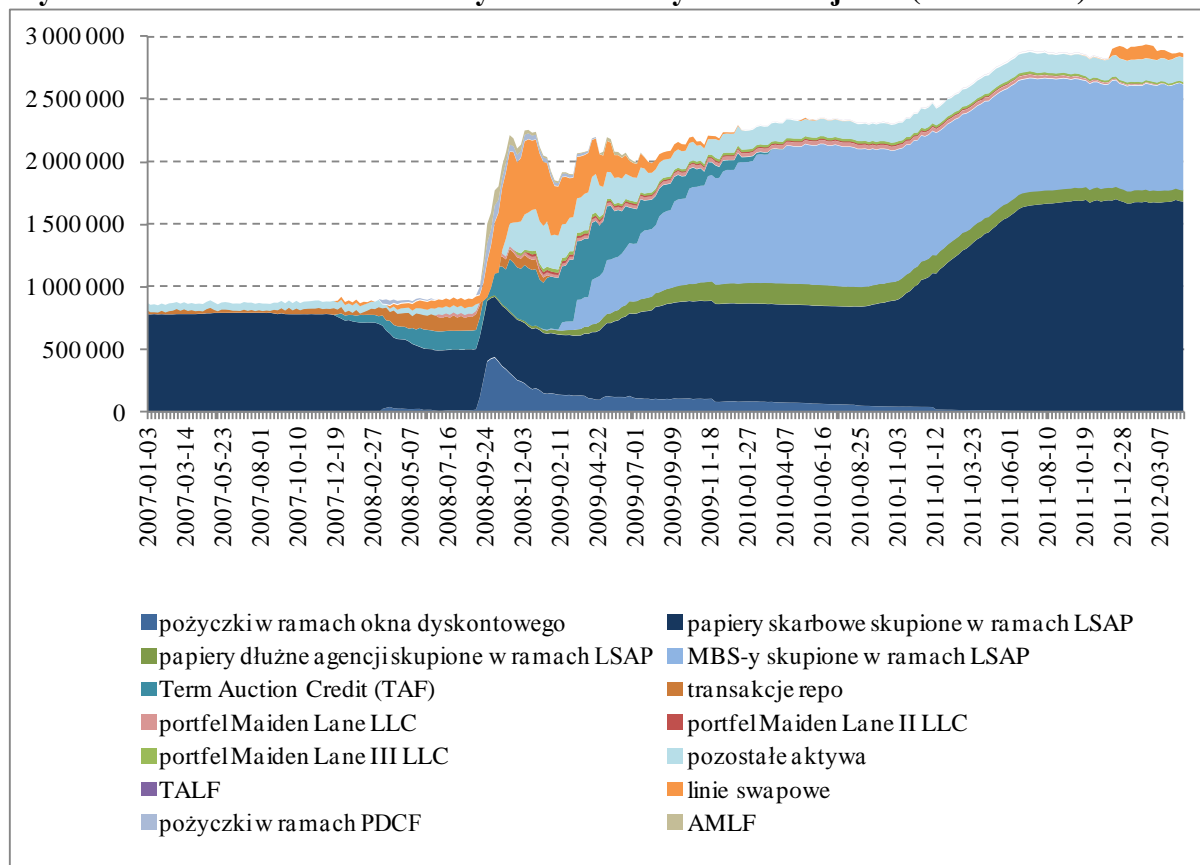
---

<sup>603</sup> J. Gagnon, M. Raskin, J. Remache, B. Sack, op. cit., s. 41.

<sup>604</sup> C. S. Gascon, *Federal Reserve Assets: Understanding the Pieces of the Pie*, Economic Synopses 13/2009, Federal Reserve Bank of St. Louis, s. 2.

wartościowych Systemu Rezerwy Federalnej. Począwszy od lutego 2009 r. wolumen skupowanych przez Fed MBS-ów zaczął gwałtownie wzrastać. Skup papierów dłużnych agencji GSE odbywał się na dużo mniejszą skalę, zatem jego udział w ekspansji bilansu Fed jest również dużo skromniejszy.

**Wykres 6.20. Główne determinanty wzrostu sumy bilansowej Fed (w mln USD)**

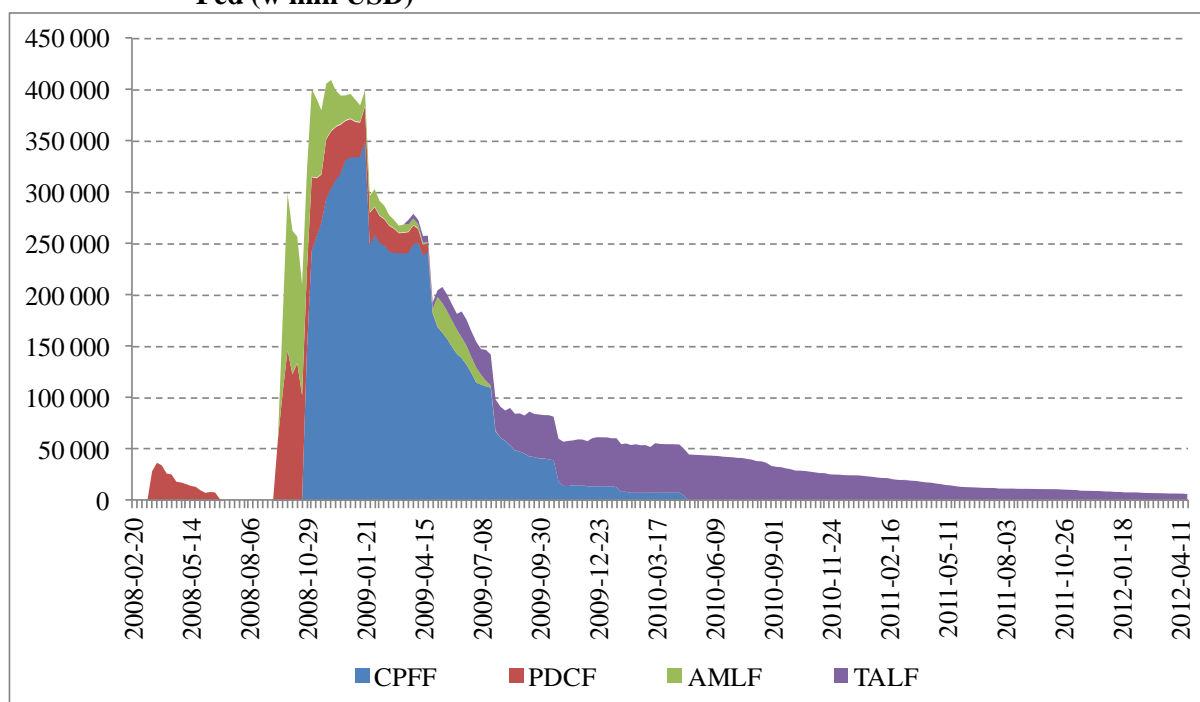


Źródło: opracowanie własne na podstawie

<http://www.federalreserve.gov/datadownload/Download.aspx?rel=H41&series=6ec6ab2d10db2d11b4c78fb260ef6e5b&filetype=sheet&label=include&layout=seriescolumn&from=01/01/2007&to=04/30/2012>

Począwszy od marca 2009 r., w związku z decyzją FOMC o objęciu programem LSAP dodatkowo obligacji skarbowych, w portfelu Fed nastąpił umiarkowany wzrost wolumenu tych papierów. W marcu 2010 r., czyli miesiącu zakończenia pierwszej fazy operacji QE, w posiadaniu Systemu Rezerwy Federalnej znajdował się portfel MBS-ów o wartości 1,07 bln USD oraz papierów dłużnych agencji GSE o wartości około 169 mld USD. Znacznemu przyrostowi uległ również portfel papierów skarbowych, którego wartość pod koniec marca 2010 r. wyniosła około 777 mld USD, z czego niemal 98% stanowiły obligacje skarbowe. Warto zauważyć, że sam portfel MBS-ów w marcu 2010 r. odpowiadał wielkości całego bilansu Systemu Rezerwy Federalnej w okresie przed wrześniem 2008 r.

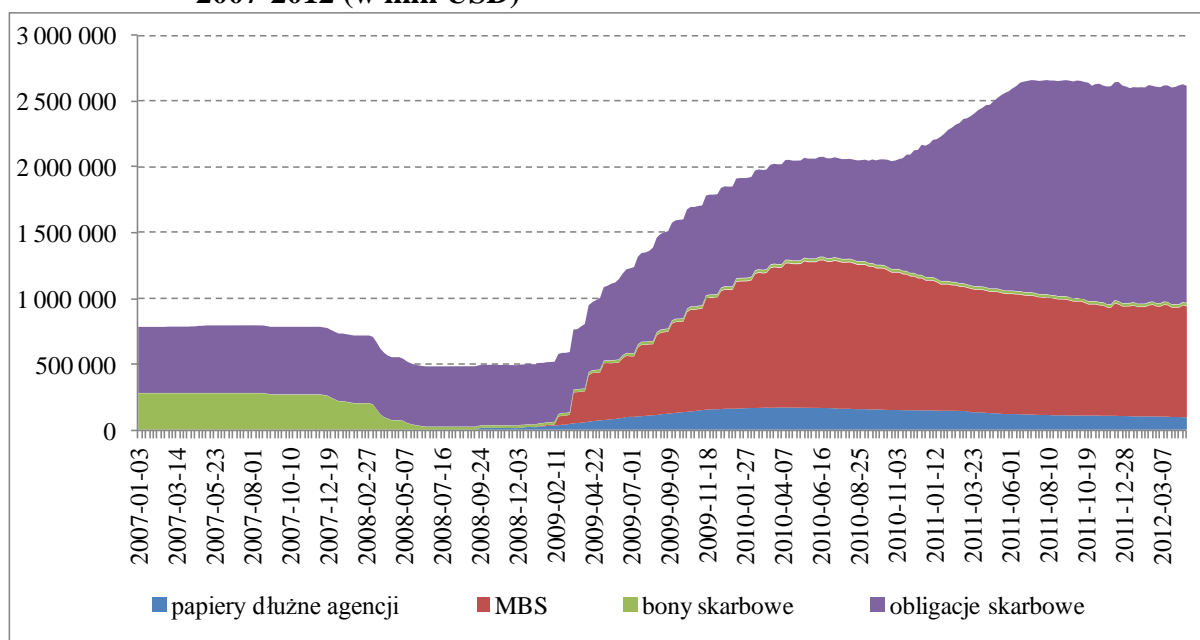
**Wykres 6.21. Udogodnienia płynnościowe i kredytowe jako determinanta dynamiki bilansu Fed (w mln USD)**



Źródło: opracowanie własne na podstawie

<http://www.federalreserve.gov/datadownload/Download.aspx?rel=H41&series=6ec6ab2d10db2d11b4c78fb260ef6e5b&filetype=sheetml&label=include&layout=seriescolumn&from=01/01/2007&to=04/30/2012>

**Wykres 6.22. Struktura papierów wartościowych skupionych przez System Rezerwy Federalnej w ramach transakcji bezwarunkowych (*outright*) w latach 2007-2012 (w mln USD)**



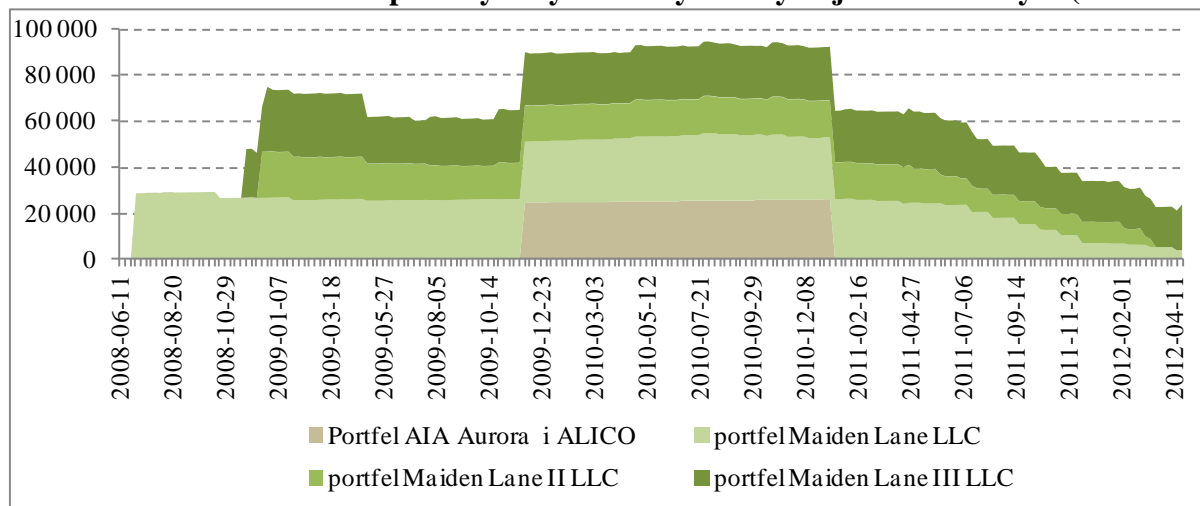
Źródło: opracowanie własne na podstawie

<http://www.federalreserve.gov/datadownload/Download.aspx?rel=H41&series=6ec6ab2d10db2d11b4c78fb260ef6e5b&filetype=sheetml&label=include&layout=seriescolumn&from=01/01/2007&to=04/30/2012>

Zainicjowana w listopadzie 2010 r. druga faza polityki QE, polegająca na skupie obligacji skarbowych, przyczyniła się do dalszej ekspansji bilansu Systemu Rezerwy Federalnej. Efektem podjętych przez Fed operacji skupu był znaczny wzrost portfela papierów skarbowych, którego wartość w lipcu 2011 r. przekroczyła 1,6 bln USD. Program MEP, dotyczący wydłużenia terminów zapadalności portfela Fed, znany jako operacja *Twist*, znalazł odzwierciedlenie w zmianie struktury obligacji skarbowych przechowywanych przez Fed, nie przyczyniając się do wzrostu sumy bilansu banku centralnego. Zmiany w strukturze oraz wielkości portfela papierów wartościowych Systemu Rezerwy Federalnej począwszy od stycznia 2007 r. do kwietnia 2012 r. prezentuje wykres 6.22.

Elementem wzrostu bilansu Systemu Rezerwy Federalnej były także pożyczki udzielone na ratowanie instytucji finansowych zagrożonych upadłością, jednakże skala tych operacji w porównaniu z wartością głównej determinanty ekspansji bilansu, czyli programu LSAP, była stosunkowo niewielka (wykres 6.23.).

**Wykres 6.23. Portfel papierów wartościowych utrzymywanych przez Fed w związku z udzieleniem pomocy indywidualnym instytucjom finansowym (mln USD)**



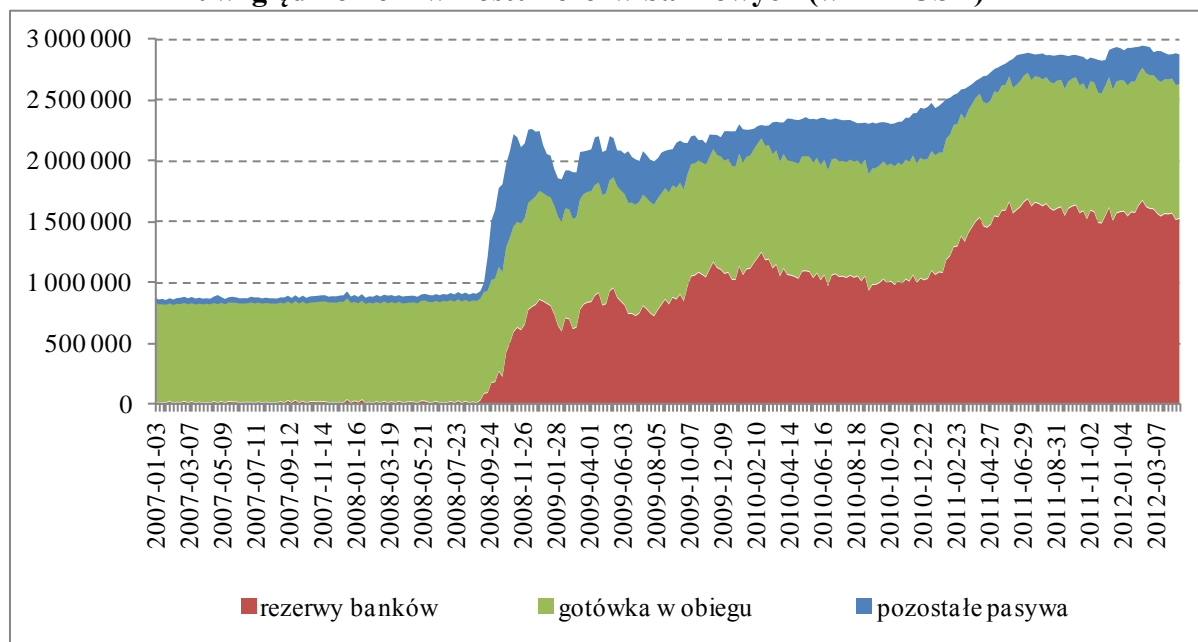
Źródło: opracowanie własne na podstawie

<http://www.federalreserve.gov/datadownload/Download.aspx?rel=H41&series=6ec6ab2d10db2d11b4c78fb260ef6e5b&filetype=sheetml&label=include&layout=seriescolumn&from=01/01/2007&to=04/30/2012>

Masowy skup papierów wartościowych przez System Rezerwy Federalnej spowodował konieczność zwiększonej emisji pieniądza potrzebnego do sfinansowania tych transakcji. O ile rozmiary pieniądza gotówkowego w analizowanym okresie nie uległy większym zmianom, o tyle nastąpił znaczny przyrost pieniądza bezgotówkowego wykreowanego przez bank centralny (wykres 6.24.). Emisja pieniądza następowała poprzez dokonywanie zapisów na rachunkach banków komercyjnych w banku centralnym, co było równoznaczne z zapłatą za skupione z rynku aktywa. Przyrost rezerw bankowych oznaczał

ekspansję bazy monetarnej, obejmującej gotówkę w obiegu oraz rezerwy banków komercyjnych na rachunkach w banku centralnym. Spektakularna ekspansja bazy monetarnej, zapoczątkowana we wrześniu 2008 r., miała zapobiec skurczeniu agregatów monetarnych  $M_1$  i  $M_2$ , wysoce prawdopodobnego z uwagi na zaostrenie standardów udzielania kredytów, jak również zwiększone zapotrzebowanie banków na rezerwy<sup>605</sup>.

**Wykres 6.24. Kształtowanie się pasywnej strony bilansu Fed, ze szczególnym uwzględnieniem wzrostu rezerw bankowych (w mln USD)**



Źródło: opracowanie własne na podstawie

<http://www.federalreserve.gov/datadownload/Download.aspx?rel=H41&series=6ec6ab2d10db2d11b4c78fb260ef6e5b&filetype=sheetml&label=include&layout=seriescolumn&from=01/01/2007&to=04/30/2012>

Wartość nadobowiązkowych rezerw instytucji depozytowych w Fed w połowie 2012 r. oscylowała na poziomie około 1,5 bln USD, podczas gdy w końcu 2010 r. wynosiła 991 mld USD, a pod koniec 2007 r. zaledwie 2,1 mld USD. Rosnący poziom rezerw bankowych świadczy o dużej skłonności amerykańskich banków do gromadzenia bufora płynności na rachunkach w banku centralnym, do czego dodatkowo zachęca je stopa depozytowa na poziomie 0,25% ustalona przez Fed pod koniec 2008 r. i utrzymywana na tym poziomie przez kolejne 4 lata. Chcąc skłonić banki komercyjne do uruchomienia zgromadzonych środków na ożywienie akcji kredytowej, Fed powinien rozważyć zastosowanie rozwiązania przyjętego przez EBC, a mianowicie obniżyć do zera oprocentowanie depozytów w banku centralnym, co uczyniłoby niniejszy proceder mniej opłacalnym<sup>606</sup>.

<sup>605</sup> L. B. Thomas, op. cit., s. 160.

<sup>606</sup> G. Siemionczyk, *Nadzieja w bankach centralnych*, Rzeczpospolita nr 177 z dnia 31.07.2012 r., s. B2-B3.

W analizowanym okresie ilość gotówki w obiegu zwiększyła się z 824 mld USD w czerwcu 2008 r. do około 1,1 bln USD w grudniu 2011 r., czyli nieco ponad 30%. Wielkość rezerw bankowych, z niespełna 16 mld USD w czerwcu 2008 r., wzrosła do gigantycznego poziomu około 1,6 bln USD w grudniu 2011 r., co oznacza niemal 100-krotny wzrost w stosunku do poziomu wyjściowego. Szczegółowe dane w porównywanych okresach zawiera tabela 6.5.

**Tabela 6.5. Porównanie wybranych pozycji pasywów Systemu Rezerwy Federalnej w czerwcu 2008 r. i grudniu 2011 r. (w mln USD)**

| składnik pasywów | 4 czerwca 2008 | 28 grudnia 2011 | dynamika<br>(4 czerwca 2008 = 100) |
|------------------|----------------|-----------------|------------------------------------|
| rezerwy bankowe  | 15 750         | 1 569 267       | 9963,6                             |
| gotówka w obiegu | 824 187        | 1 076 283       | 130,6                              |

Źródło: opracowanie własne na podstawie <http://www.federalreserve.gov/datadownload>

### Europejski Bank Centralny

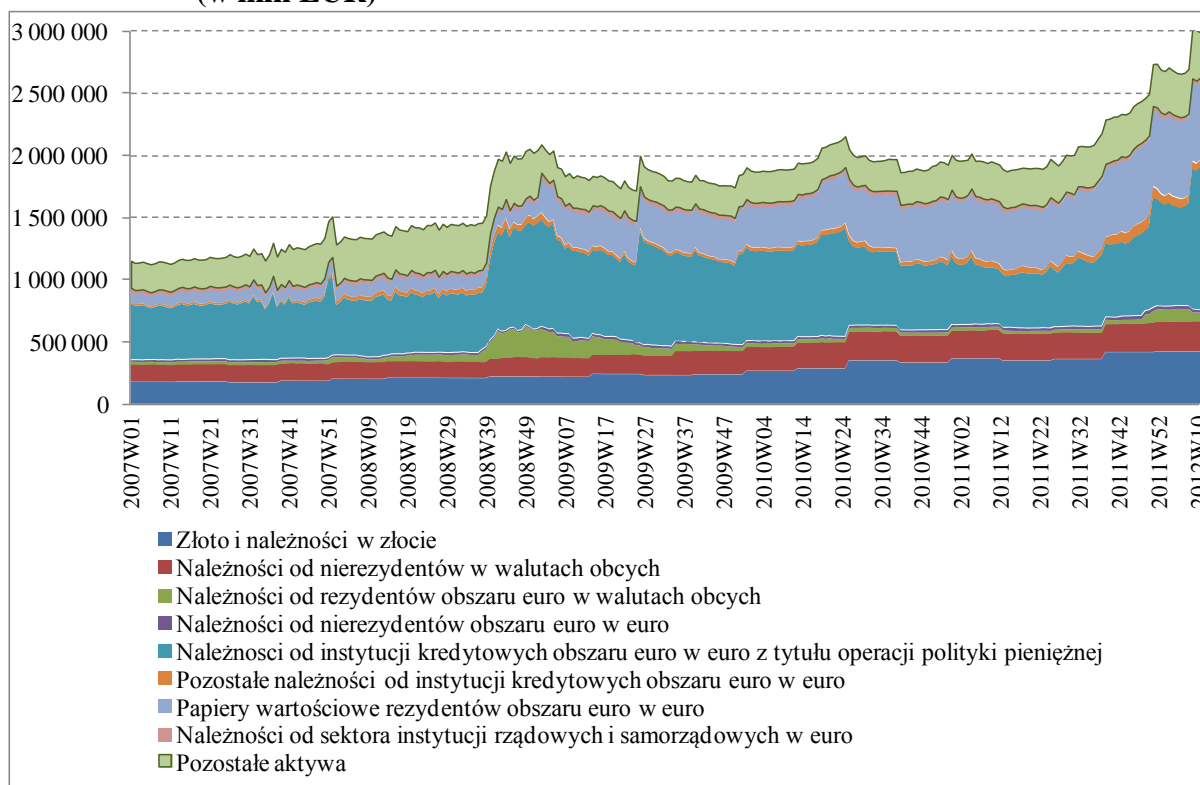
Suma bilansowa Eurosystemu na przestrzeni lat 2007-2012 zwiększyła się o 258%, osiągając w marcu 2012 r. zawrotną kwotę 2,99 bln EUR. Ekspansja bilansu Eurosystemu spowodowana była nieco innymi czynnikami niż w przypadku Systemu Rezerwy Federalnej, ponieważ skup obligacji przez EBC odbywał się na dużo mniejszą skalę, a jego celem było nie tyle obniżenie rentowności długoterminowych instrumentów finansowych, co dążenie do uspokojenia rynków i przeciwdziałanie panice wywołanej kryzysem finansów publicznych w kilku krajach strefy euro. Wzrost aktywnej strony bilansu Eurosystemu nastąpił przede wszystkim za sprawą przyrostu należności od instytucji kredytowych obszaru euro z tytułu operacji polityki pieniężnej, a w drugiej kolejności w związku ze wzrostem wolumenu papierów wartościowych rezydentów obszaru euro. Zmiany w strukturze i wielkości bilansu Eurosystemu prezentuje następujący wykres 6.25.

Bardziej szczegółowa analiza pozycji należności od instytucji kredytowych obszaru euro z tytułu operacji polityki pieniężnej wskazuje, że za ich wzrost odpowiedzialne są przede wszystkim dłuższe operacje refinansujące, do których zaliczają się udzielane na dużą skalę przez EBC pożyczki zabezpieczone. W czerwcu 2008 r. należności z tytułu dłuższych operacji refinansujących wynosiły około 300 mld EUR. W grudniu 2011 r. wielkość ta zwiększyła się ponad dwukrotnie do poziomu 704 mld EUR, a w marcu 2012 r. ponad 3,5-krotnie w stosunku do poziomu wyjściowego, zbliżając się do poziomu 1,1 bln EUR. Zauważalna ekspansja należności z tytułu operacji polityki pieniężnej na przełomie 2011 r. i 2012 r. związana jest z udzieleniem przez EBC dwóch dłuższych operacji refinansującej z aż 3-letnim okresem zapadalności. Pierwsza z trzyletnich dłuższych operacji refinansujących,



przeprowadzona 21 grudnia 2011 r. zasilila banki kwota 489,2 mld EUR, natomiast druga, przeprowadzona 29 lutego 2012 r., zapewnila bankom dodatkowe 529,5 mld EUR<sup>607</sup>. Łaczenie na przestrzeni dwóch miesiacy EBC zasilil zatem banki komercyjne kwota ponad 1 bln EUR.

**Wykres 6.25. Zmiany składników bilansu Eurosystemu w latach 2007-2012**  
(w mln EUR)



Źródło: opracowanie własna na podstawie

<http://sdw.ecb.europa.eu/browseTable.do?periodSortOrder=ASC&node=bbn129&trans=N>

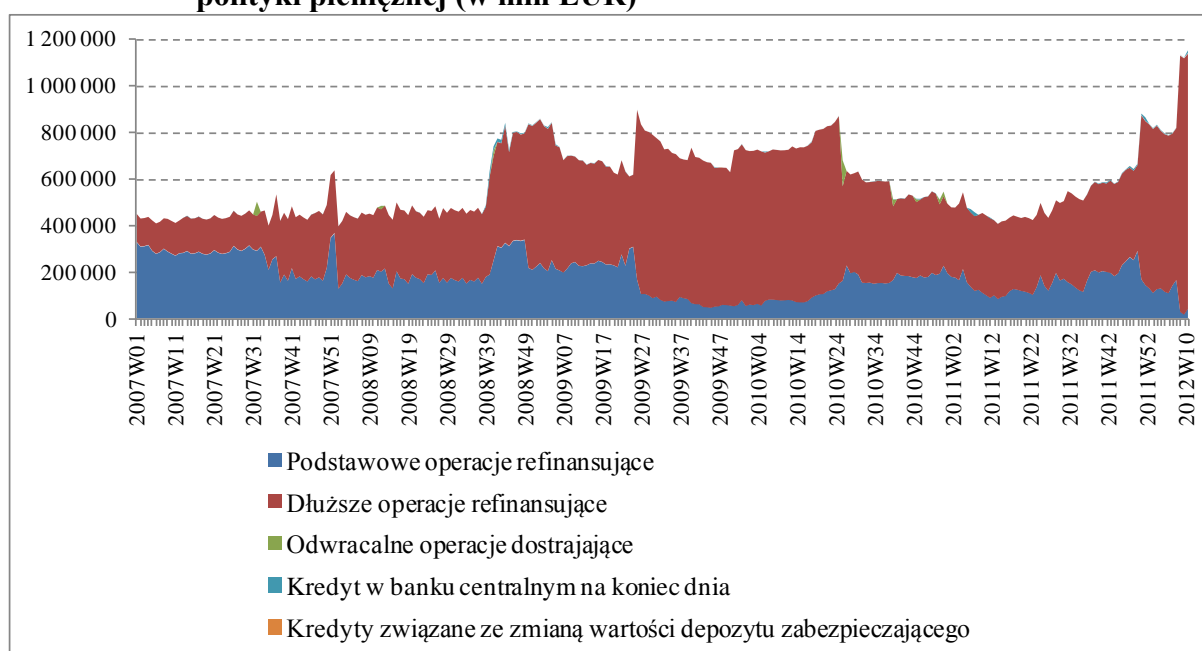
Strukturę należności instytucji kredytowych strefy euro z tytułu operacji polityki pieniężnej prezentuje wykres 6.26., który potwierdza, że dla ekspansji bilansu banku centralnego dużo mniejsze znaczenie mają podstawowe operacje refinansujące. Skala należności z tytułu pozostałych operacji polityki pieniężnej jest tak znikoma, że nie są one widoczne na wykresie.

Druga z omówionych pozycji odpowiedzialnych za przyrost sumy bilansowej Eurosystemu, zawdzięcza swój wzrost zwiększeniu wolumenu posiadanych przez EBC papierów wartościowych strefy euro utrzymywanych dla celów prowadzonej polityki pieniężnej. Do pozycji tej zaliczane są wszystkie, skupione przez EBC w ramach SMP, obligacje skarbowe krajów strefy euro, które na skutek fatalnej sytuacji finansów publicznych mają trudności w uzyskaniu finansowania na rynkach prywatnych (Grecja, Portugalia, Hiszpania, Irlandia, Włochy, czyli kraje określane potocznie niezbyt chlubnym mianem -

<sup>607</sup> Raport Roczny 2011, Europejski Bank Centralny 2012, s 16.

PIIGS), a także obligacje zabezpieczone (*covered bonds*) skupione w ramach programu CBPP. Z zamieszczonego wykresu 6.27. wynika, iż wzrost papierów wartościowych strefy euro, utrzymywanych w związku z prowadzoną polityką pieniężną, nastąpił dwukrotnie, tj. w połowie 2010 r., kiedy EBC rozpoczął skup greckich obligacji skarbowych oraz w drugiej połowie 2011 r., kiedy powrócono do programu bezpośredniego skupu obligacji w odniesieniu do większej liczby krajów strefy euro dotkniętych kryzysem finansów publicznych. EBC nie ujawnia danych na temat ilości i wartości skupionych obligacji w podziale na kraje. Według stanu na 27 lipca 2012 r. skumulowana wartość zakupów w ramach programu dotyczącego rynków papierów wartościowych wyniosła 211,3 mld EUR, zaś wartość portfeli pierwszego i drugiego programu skupu obligacji zabezpieczonych wyniosła odpowiednio 55,1 mld EUR i 14,4 mld EUR. Wszystkie trzy portfele wykazuje się jako utrzymywane do terminu zapadalności<sup>608</sup>.

**Wykres 6.26. Struktura należności instytucji kredytowych strefy euro z tytułu operacji polityki pieniężnej (w mln EUR)**



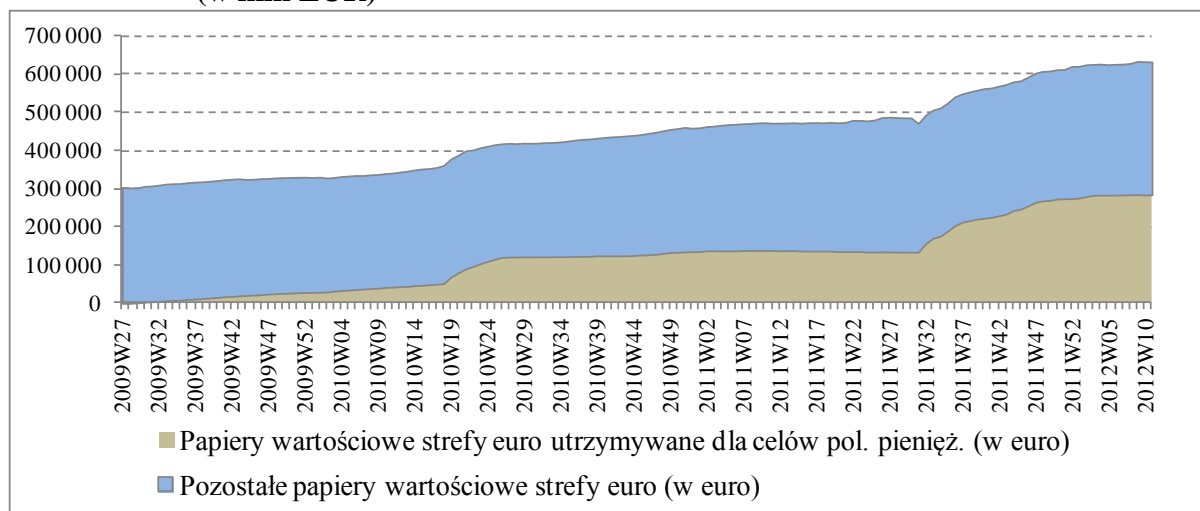
Źródło: opracowanie własne na podstawie <http://sdw.ecb.europa.eu/browseTable.do?periodSortOrder=ASC&node=bbn129&trans=N>

Analiza pasywnej strony bilansu Eurosystemu wskazuje na znaczny wzrost zobowiązań wobec instytucji kredytowych strefy euro z tytułu operacji polityki pieniężnej. Pozycja ta w połowie 2008 r. wynosiła nieco ponad 227 mld EUR, natomiast w grudniu 2011 r. wzrosła niemal czterokrotnie, osiągając wartość 849,5 mld EUR. Dalszy wzrost zobowiązań z tytułu prowadzonej polityki pieniężnej miał miejsce na przełomie 2011 i 2012 r., zamykając

<sup>608</sup> <http://www.ecb.int/press/pr/wfs/2012/html/fs120731.pl.html>

się w marcu 2012 r. kwotą ponad 1,1 bln EUR. Zmiany w strukturze i wielkości pasywnej strony bilansu Eurosystemu prezentuje wykres 6.28.

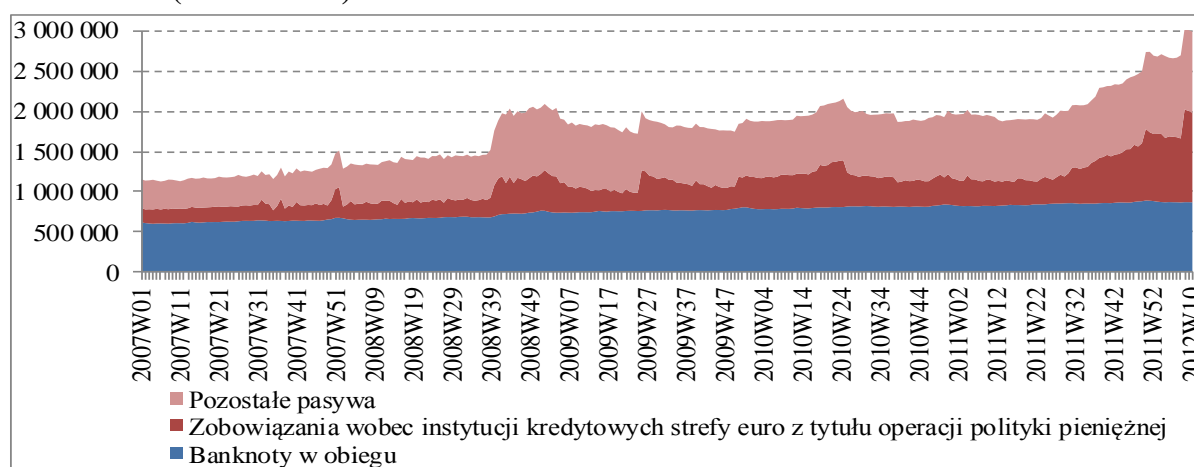
**Wykres 6.27. Struktura papierów wartościowych rezydentów obszaru euro w euro (w mln EUR)**



Źródło: opracowanie własne na podstawie

<http://sdw.ecb.europa.eu/browseTable.do?periodSortOrder=ASC&node=bbn129&trans=N>

**Wykres 6.28. Kształtowanie struktury i wielkości pasywów bilansu Eurosystemu (w mln EUR)**



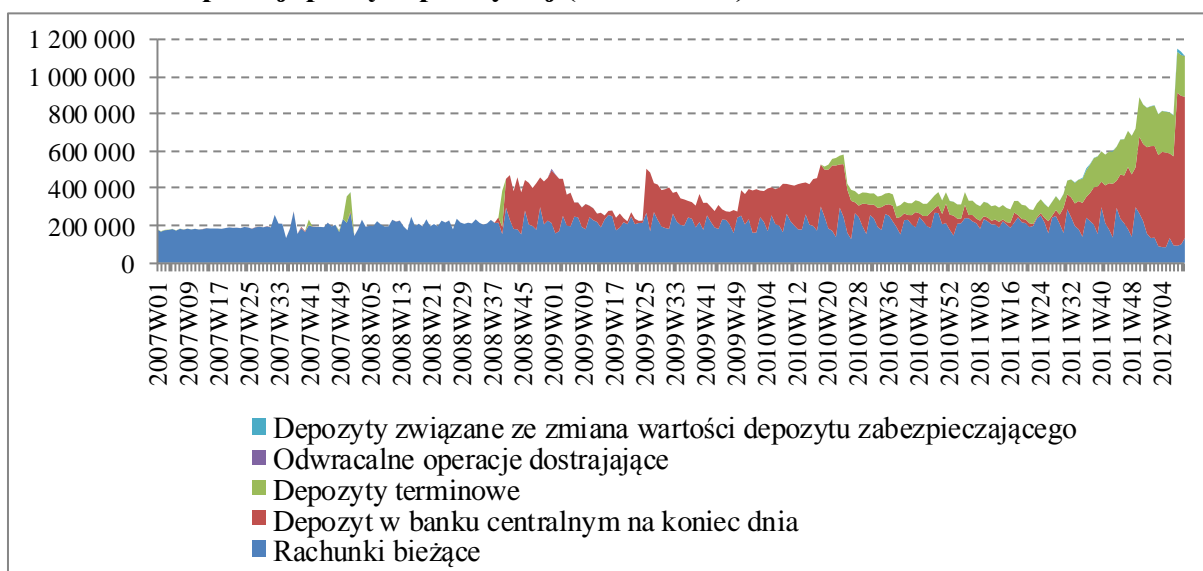
Źródło: opracowanie własne na podstawie

<http://sdw.ecb.europa.eu/browseTable.do?periodSortOrder=ASC&node=bbn129&trans=N>

Analiza struktury zobowiązań Eurosystemu wobec instytucji kredytowych z tytułu operacji polityki pieniężnej, zobrazowana na wykresie 6.29., wskazuje, iż w badanym okresie wyróżniającą dynamiką charakteryzowały się depozyty w banku centralnym na koniec dnia (*deposit facility*). Największy wzrost tej pozycji bilansu nastąpił na przełomie 2011 r. i 2012 r., na skutek przeprowadzenia przez EBC dłuższych operacji refinansujących opiewających na około 1 bln EUR. Depozyty na żądanie pozostawały natomiast w całym okresie na zbliżonym poziomie, a w pierwszym kwartale 2012 r. odnotowały nawet znaczący spadek. Od połowy 2010 r. depozyty terminowe w banku centralnym odnotowały wzrost i aż

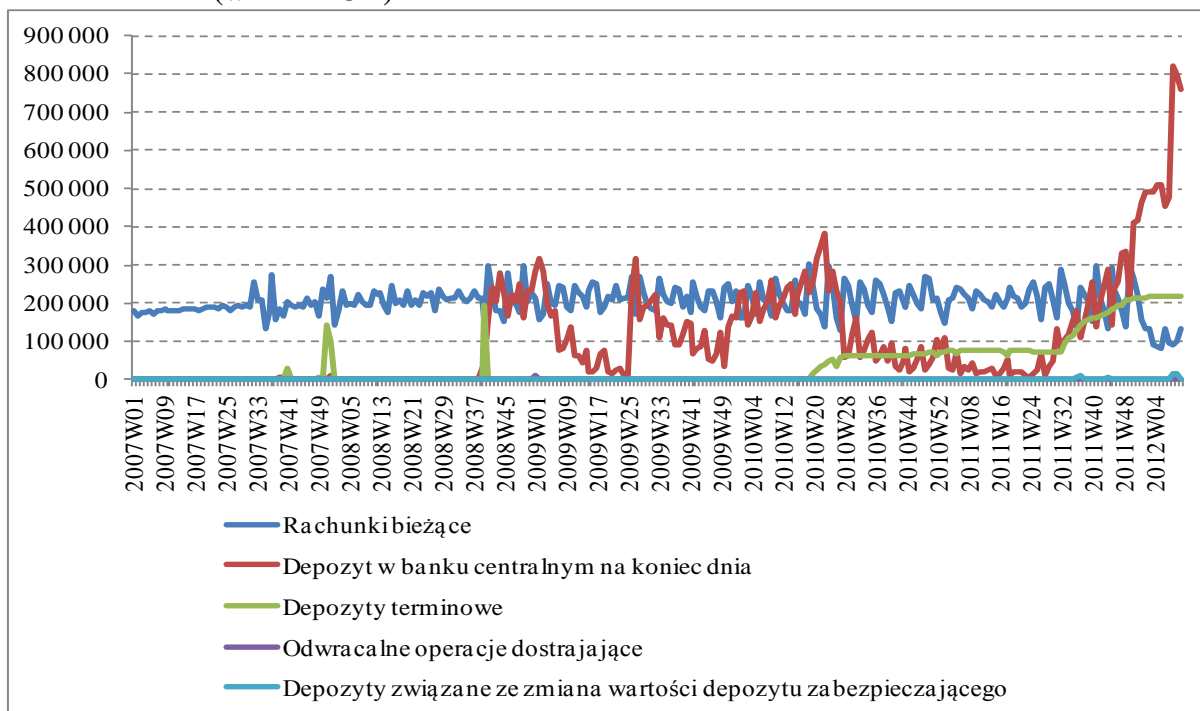
do trzeciego kwartału 2011 r. pozostawały na zbliżonym poziomie około 74 mld EUR. W drugiej połowie 2011 r. nastąpił dalszy skokowy wzrost depozytów terminowych w banku centralnym, które w marcu 2012 r. osiągnęły wysokość 218 mld EUR. Wykres 6.30. prezentuje zmiany wielkości poszczególnych rodzajów depozytów instytucji kredytowych w bankach centralnych strefy euro.

**Wykres 6.29. Struktura zobowiązań Eurosystemu wobec instytucji kredytowych z tytułu operacji polityki pieniężnej (w mln EUR)**



Źródło: opracowanie własne na podstawie <http://sdw.ecb.europa.eu/browseTable.do?periodSortOrder=ASC&node=bbn129&trans=N>

**Wykres 6.30. Zmiany wysokości depozytów instytucji kredytowych w Eurosystemie (w mln EUR)**



Źródło: opracowanie własne na podstawie <http://sdw.ecb.europa.eu/browseTable.do?periodSortOrder=ASC&node=bbn129&trans=N>

Podobnie jak w przypadku Stanów Zjednoczonych wysoka dynamika rezerw bankowych instytucji kredytowych strefy euro nie wskazywała na uruchomienie przez banki komercyjne pozyskanych środków do zwiększenia kreacji pieniądza kredytowego. Zniechęcająco na utrzymywanie bufora płynności w banku centralnym podziałała dopiero przeprowadzona na początku lipca 2012 r. obniżka do zera stopy depozytowej lokat banków komercyjnych utrzymywanych w banku centralnym, która spowodowała spadek wielkości depozytów banków komercyjnych z ponad 800 mld EUR do około 340 mld EUR.

### **Bank Anglii**

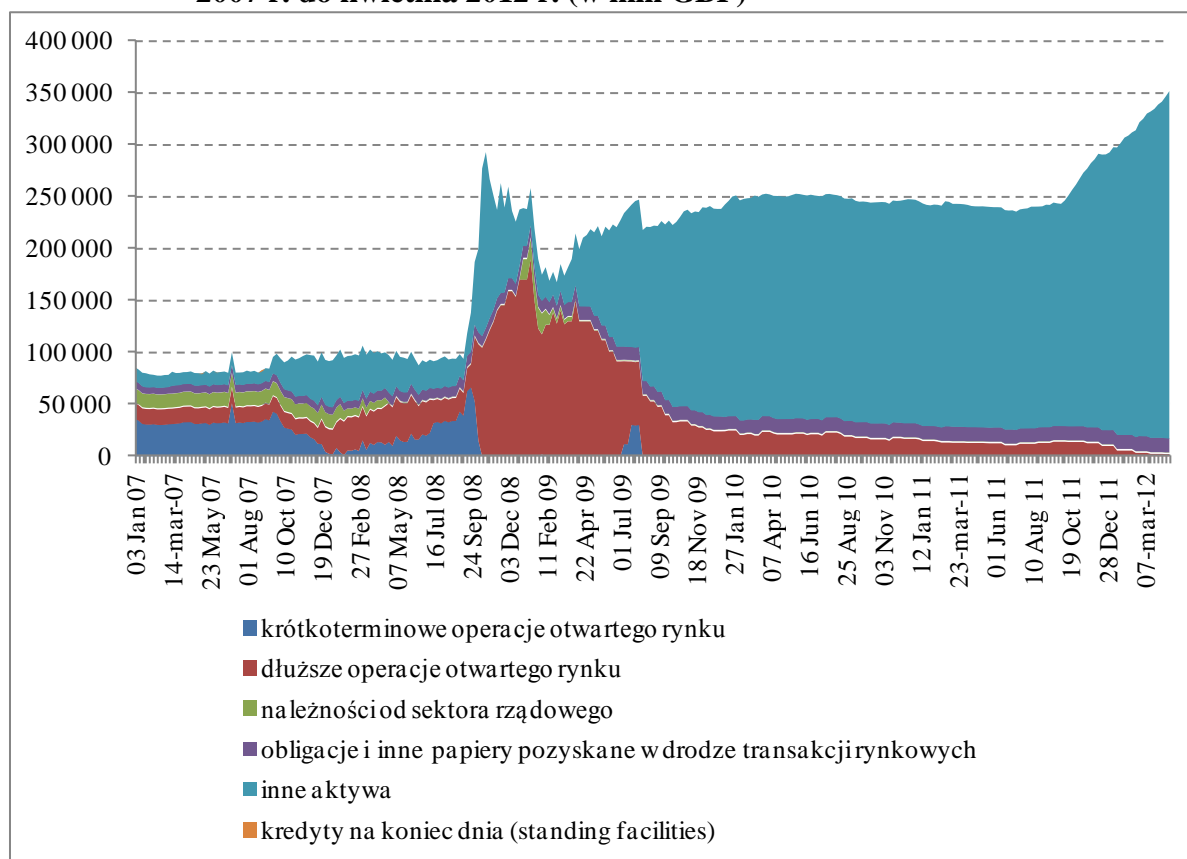
Zastosowanie niestandardowych instrumentów polityki pieniężnej spowodowało znaczący przyrost sumy bilansowej Banku Anglii, która w kulminacyjnym momencie kryzysu, tj. 15 października 2008 r. wyniosła 276,7 mld GBP i była niemal trzy razy wyższa niż w styczniu 2007 r. Począwszy od października 2011 r. nastąpiła dalsza ekspansja bilansu Banku Anglii. Suma bilansowa według stanu na 25 kwietnia 2012 r. osiągnęła historyczną wartość 351,2 mld GBP, czyli ponad czterokrotnie więcej niż w styczniu 2007 r.

Ekspansja bilansu Banku Anglii odbywała się początkowo głównie w ramach pozycji „dłuższe operacje otwartego rynku”, które Bank Anglii zawierał z uprawnionymi podmiotami. Począwszy od połowy października 2008 r. transakcje te uległy znacznej intensyfikacji, a ich tygodniowe saldo było niemal sześciokrotnie wyższe niż na początku 2007 r. Saldo transakcji *reverse repo* osiągnęło maksimum w dniu 14 stycznia 2009 r. zamykając się kwotą 189,9 mld GBP. Rozmiary i częstotliwość operacji *reverse repo* począwszy od kwietnia 2010 r. zaczęły stopniowo maleć, osiągając w połowie 2011 r. poziom niższy niż na początku 2007 r. Począwszy od połowy 2009 r. w strukturze aktywów Banku Anglii znacznie zwiększył się udział pozostałych aktywów, które od listopada 2009 r. zaczęły zajmować ponad 80% sumy bilansowej Banku Anglii.

W styczniu 2009 r., w porozumieniu z Ministrstwem Finansów, Bank Anglii powołał do życia spółkę o nazwie *Bank of England Asset Purchase Facility Fund (BEAPPF)*, której zadaniem było uzyskanie poprawy płynności na rynku kredytów dla przedsiębiorstw, co miało odbywać się poprzez transakcje skupu wysokojakościowych aktywów sektora prywatnego. Rachunki powołanej spółki nie są skonsolidowane z rachunkami bilansu banku centralnego, jednakże fundusz ten jest zasilany z pożyczek udzielanych przez Bank Anglii, rejestrowanych w pozycji „pozostałe aktywa”, co uzasadnia niespotykaną dotąd ekspansję tej pozycji bilansu. Pożyczki dla Funduszu początkowo finansowane były z rządowego rachunku Zarządzania Długiem (DMO) utrzymywanego w Banku Anglii. Począwszy od marca 2009 r.

pożyczki finansowane są ze zwiększonej emisji pieniądza rezerwowego rejestrowanego w pasywach banku. Kształtowanie się aktywnej strony bilansu Banku Anglii prezentuje wykres 6.31.

**Wykres 6.31. Składniki aktywnej strony bilansu Banku Anglii w okresie od stycznia 2007 r. do kwietnia 2012 r. (w mln GBP)**

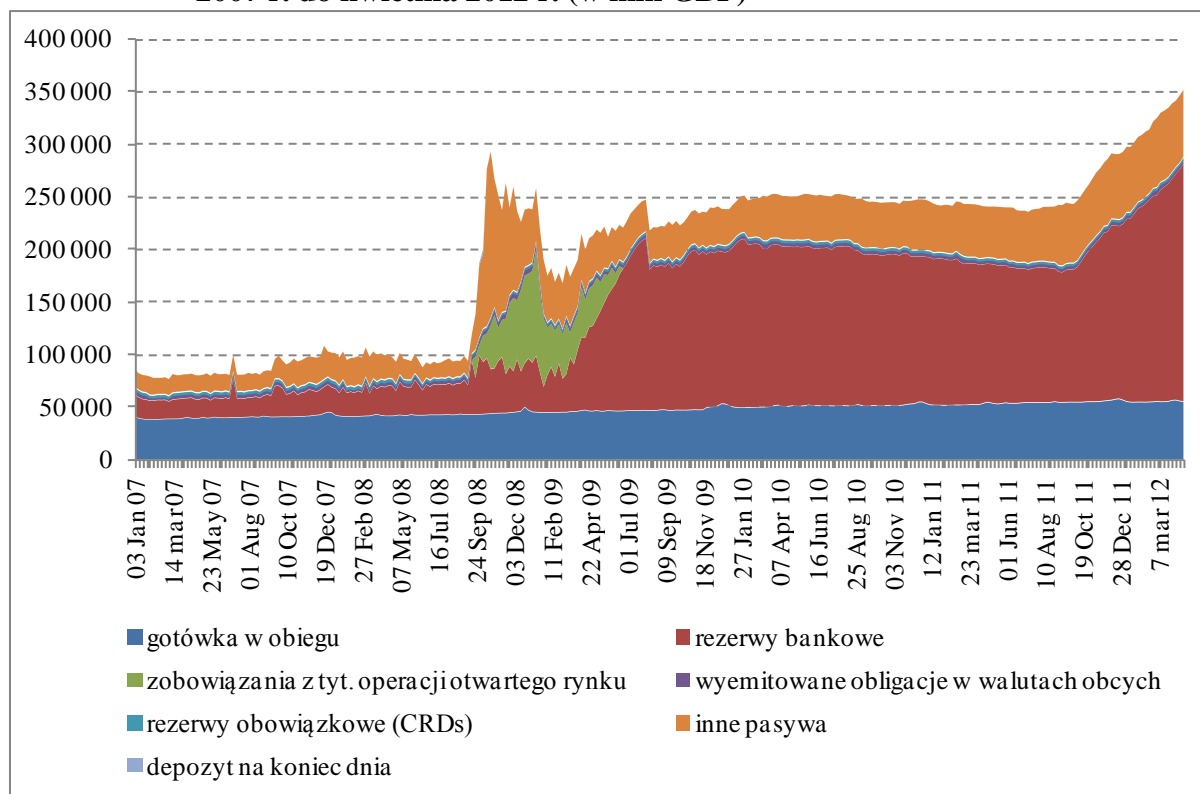


Źródło: opracowanie własne na podstawie *Central bank's balance sheet - Bank of England 'Bank return'*, <http://www.bankofengland.co.uk/statistics/bankstats/current/index.htm#b>

Ekspansja pozycji „pozostałe aktywa” znalazła odzwierciedlenie w analogicznym wzroście pasywów Banku Anglii. Efektem polityki bilansowej banku centralnego był znaczący przyrost rezerw bankowych, tj. depozytów banków komercyjnych w Banku Anglii. Pozyskane płynne środki banki komercyjne pozostawiały bowiem w banku centralnym, traktując je jako swoisty bufor płynności na wypadek trudności w uzyskaniu finansowania za pośrednictwem rynku, co świadczyć może o znikomym zaangażowaniu dodatkowej płynności zapewnionej przez Bank Anglii w kreację nowych kredytów. W okresie od początku października 2008 r. do końca czerwca 2009 r. w strukturze bilansu Banku Anglii pojawiły się również zobowiązania z tytułu operacji otwartego rynku. Ponad dwukrotny wzrost odnotowały również inne pasywa Banku Anglii. Pozostałe składniki pasywów, a więc przede wszystkim gotówka oraz obowiązkowe depozyty wybranych instytucji finansowych

(CRD - cash ratio deposits)<sup>609</sup>, pozostawały na zbliżonym poziomie. Kształtowanie się składników pasywnej strony bilansu Banku Anglii prezentuje wykres 6.32.

**Wykres 6.32. Składniki pasywnej strony bilansu Banku Anglii w okresie od stycznia 2007 r. do kwietnia 2012 r. (w mln GBP)**



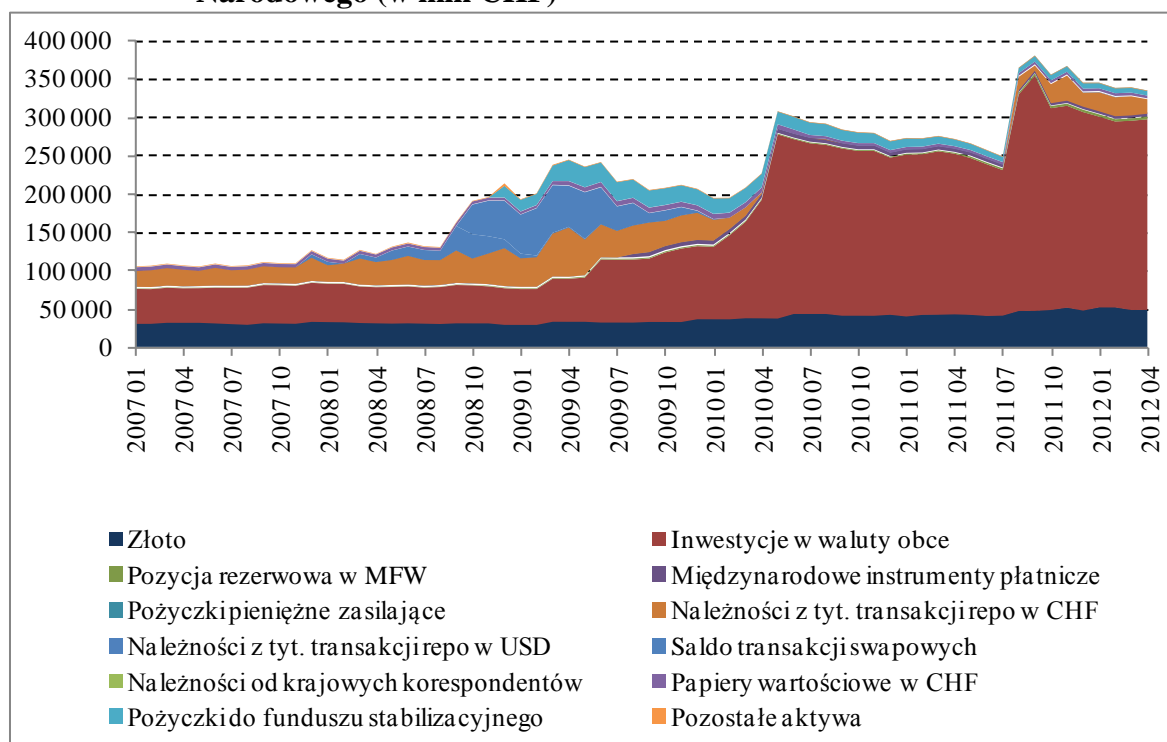
Źródło: opracowanie własne na podstawie <http://www.bankofengland.co.uk/statistics/bankstats/current/index.htm#b>

### Szwajcarski Bank Narodowy

Aktywa Szwajcarskiego Banku Narodowego w analizowanym okresie zasadniczo składały z trzech głównych pozycji, a mianowicie złota, którego wielkość utrzymywała się na stałym poziomie przez cały okres objęty analizą, walut zagranicznych, których wartość systematycznie rosła począwszy od drugiego kwartału 2009 r., oraz papierów wartościowych denominowanych we frankach szwajcarskich, będących wynikiem przeprowadzonych przez SNB operacji REPO. W okresie od października 2008 r. do stycznia 2010 r. znaczącą pozycję bilansu zajmowało również saldo transakcji swapowych. Determinanty wzrostu bilansu Szwajcarskiego Banku Narodowego prezentuje wykres 6.33.

<sup>609</sup> Cash ratio deposits (CRDs) to nieoprocentowane depozyty składane w banku centralnym przez upoważnione instytucje (tj. banki i towarzystwa budowlane), które odnotowały średni poziom kwalifikowanych zobowiązań (tj. głównie depozytów w funtach szterlingach) na poziomie 500 mln GBP w danym okresie kalkulacyjnym. Odsetki od depozytów służą finansowaniu operacji Banku Anglii;

**Wykres 6.33. Determinanty wzrostu sumy bilansowej Szwajcarskiego Banku Narodowego (w mln CHF)**



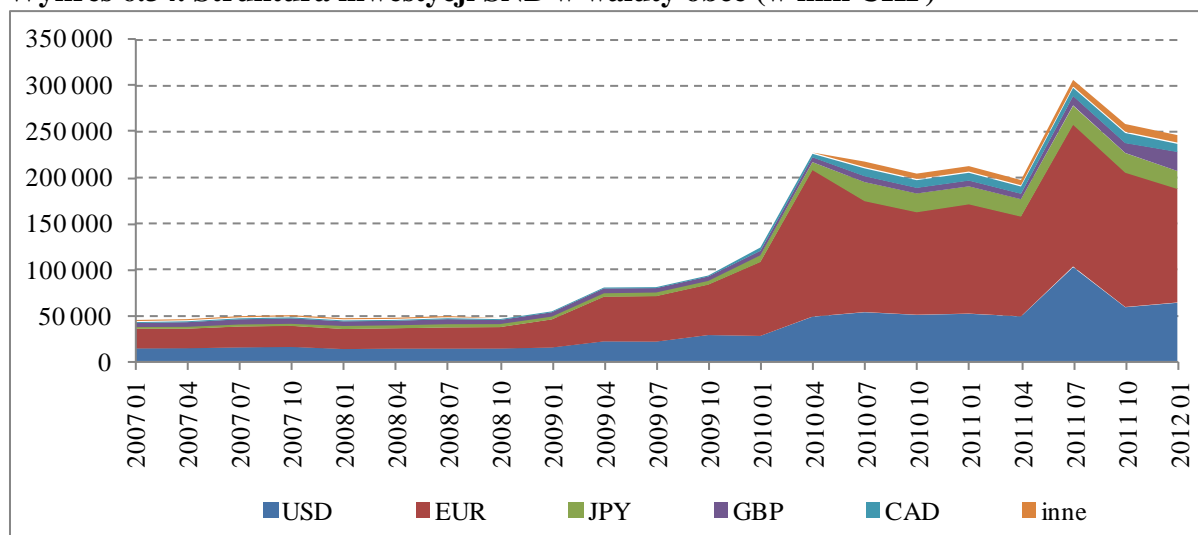
Źródło: opracowanie własne na podstawie <http://www.snb.ch/en/iabout/stat/statpub/balsnb/stats/balsnb>

W analizowanym okresie prowadzona przez SNB ekspansywna polityka pieniężna, wykorzystująca niestandardowe instrumenty polityki pieniężnej, obejmujące swapy walutowe, transakcje REPO na dłuższe terminy i z większą liczbą kontrahentów oraz przede wszystkim operacje skupu walut obcych, przyczyniła się do znacznej ekspansji bilansu SNB. Suma bilansowa SNB we wrześniu 2011 r. osiągnęła poziom 381,5 mln CHF, co oznacza, że zwiększyła się ponad trzykrotnie w stosunku do wartości aktywów w styczniu 2007 r. Pierwsza fala wzrostu sumy bilansowej miała miejsce we wrześniu 2008 r. i wynikała głównie z zastosowania przez SNB dłuższych operacji refinansujących REPO, a także zapewnienia płynności w walutach obcych w postaci swapów walutowych. Suma bilansowa SNB wzrosła wówczas do około 250 mld CHF. Kolejna fala ekspansji monetarnej wiązała się z niekorzystnym dla szwajcarskiej gospodarki umacnianiem się waluty krajowej, co skłoniło władze monetarne do podjęcia działań, mających na celu obronę franka szwajcarskiego w drodze interwencji walutowych, polegających na skupie walut obcych. Zwiększony popyt na waluty obce, generowany przez SNB, przyczynić się miał do osłabienia franka. Samo zwiększanie podaży depozytów na żądanie w banku centralnym, w związku z przeprowadzanymi interwencjami na rynku walutowym, okazało się jednak niewystarczającym narzędziem, zmuszając władze monetarne do ustalenia kursu minimalnego franka szwajcarskiego oraz jego obrony za pośrednictwem kolejnych interwencji walutowych.



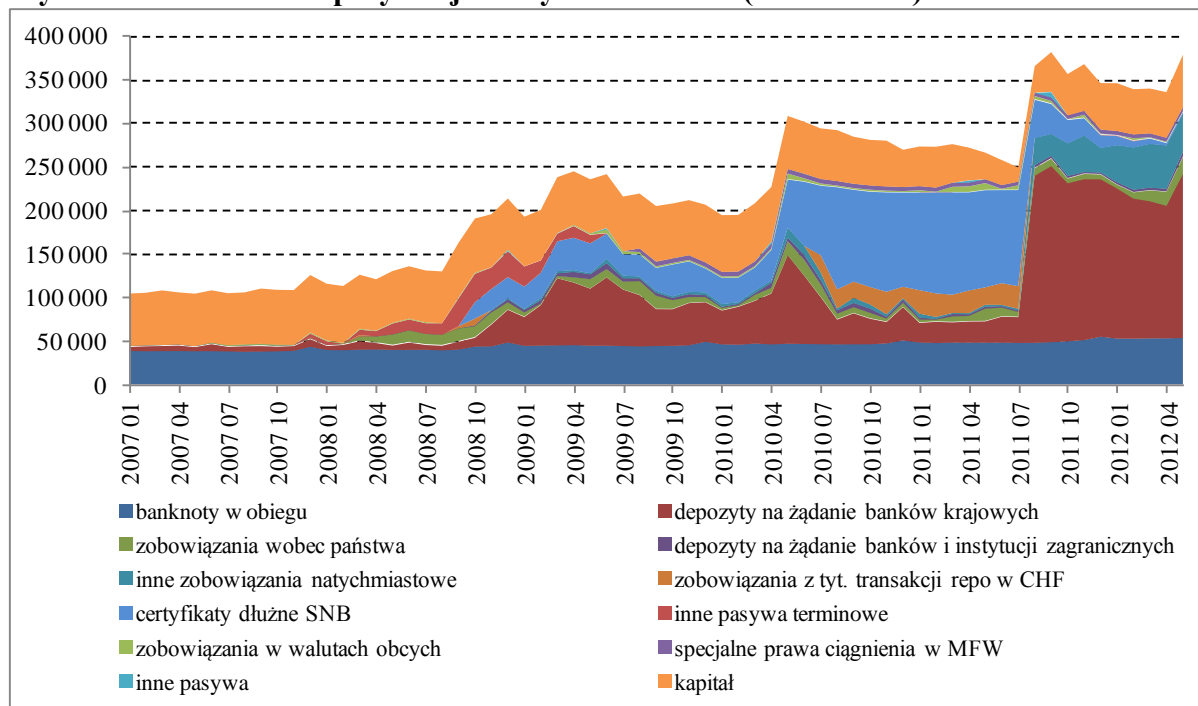
Skutkiem przeprowadzonych operacji skupu był znaczący wzrost pozycji „inwestycje w waluty obce”. Wartość skupionych walut obcych osiągnęła maksimum we wrześniu 2011 r., stanowiąc niemal siedmiokrotność pozycji w styczniu 2007 r. Wykres 6.34, obrazujący strukturę walutową skupionych przez SNB walut obcych, wskazuje, iż zdecydowaną większość nabywanych walut stanowiła wspólna waluta europejska – euro, a na drugiej pozycji plasował się dolar amerykański.

**Wykres 6.34. Struktura inwestycji SNB w waluty obce (w mln CHF)**



Źródło: opracowanie własne na podstawie  
[http://www.snb.ch/en/iabout/stat/statpub/balsnb/stats/balsnb/snbbil\\_A3\\_2](http://www.snb.ch/en/iabout/stat/statpub/balsnb/stats/balsnb/snbbil_A3_2)

**Wykres 6.35. Składniki pasywnej strony bilansu SNB (w mln CHF)**



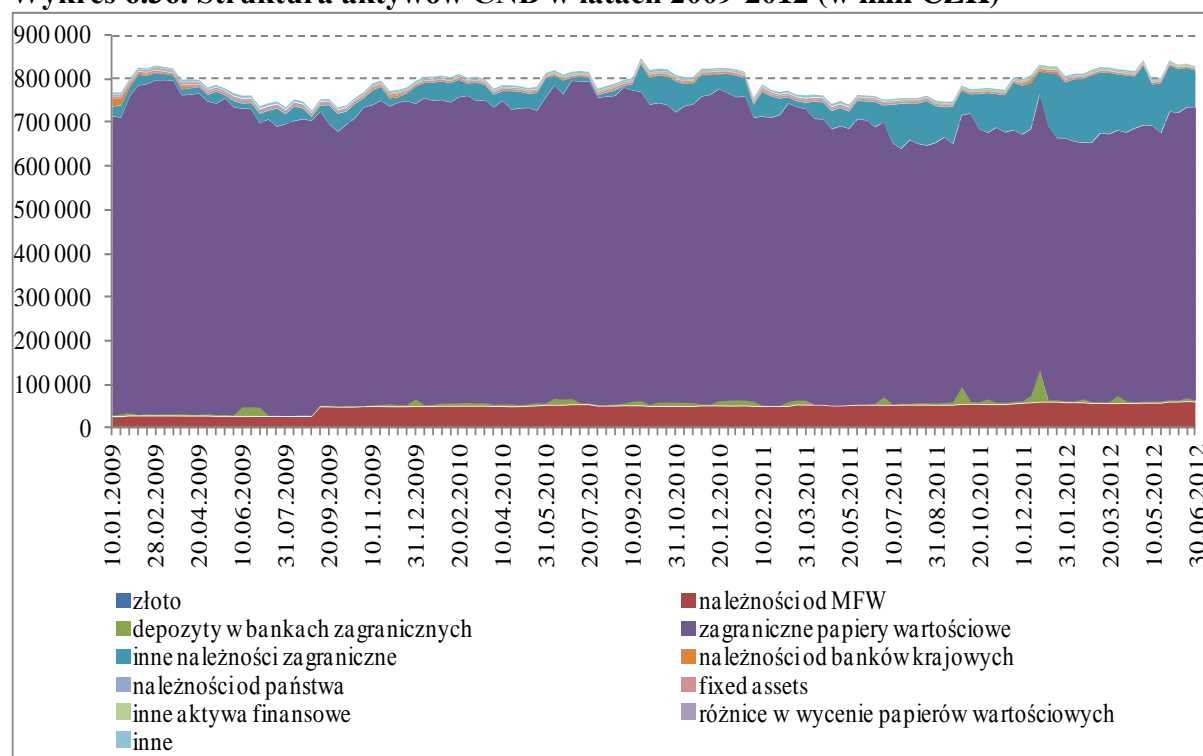
Źródło: opracowanie własne na podstawie  
[http://www.snb.ch/en/iabout/stat/statpub/balsnb/stats/balsnb/snbbil\\_A1](http://www.snb.ch/en/iabout/stat/statpub/balsnb/stats/balsnb/snbbil_A1)

**Narodowy Bank Czeski**

Analogicznie do sytuacji odnotowanej w innych analizowanych krajach niekonwencjonalne operacje SNB finansowane były z emisji pieniądza rezerwowego, co znalazło odzwierciedlenie w strukturze i wielkości pasywnej strony bilansu banku. Zamieszczony wykres 6.35. pokazuje, iż głównymi elementami ekspansji pasywnej strony bilansu SNB były depozyty na żądanie banków krajowych, służące do finansowania interwencji walutowych, a w drugiej kolejności certyfikaty dłużne SNB, służące bankowi centralnemu do absorpcji nadmiaru płynności z rynku.

Analiza wielkości bilansu Narodowego Banku Czeskiego wskazuje na stabilizację zarówno poziomu aktywów, jak i pasywów w latach 2008-2012<sup>610</sup>, co świadczy o braku ekspansji monetarnej CNB za pośrednictwem polityki bilansowej. W strukturze aktywów dominują zagraniczne papiery wartościowe, będące składnikiem rezerw dewizowych CNB. Struktura pasywów bilansu CNB również nie wykazuje ekspansji rezerw bankowych charakterystycznej dla krajów stosujących niestandardowe instrumenty polityki pieniężnej. Zmiany aktywnej oraz pasywnej strony bilansu CNB ilustrują wykresy 6.36. i 6.37.

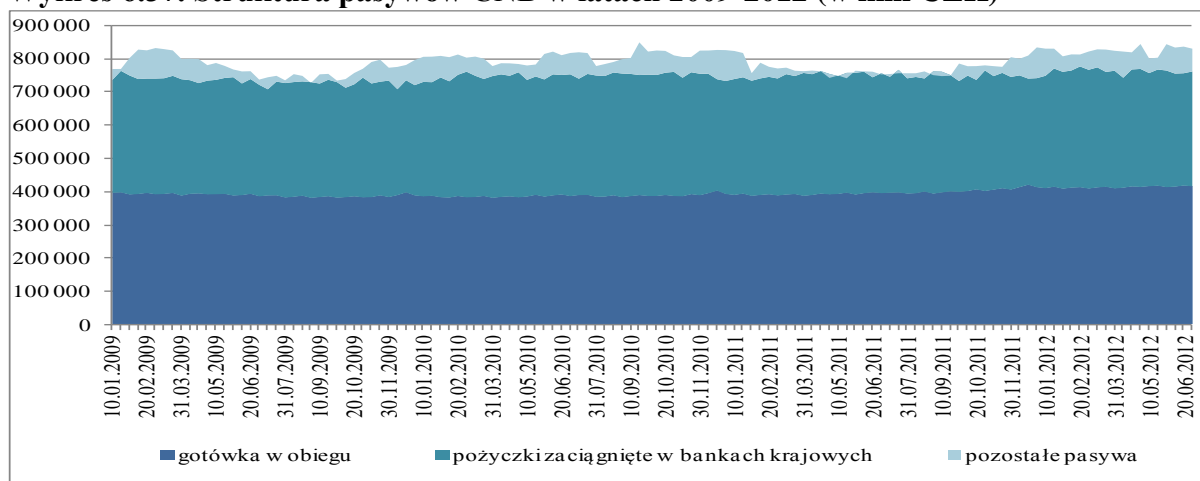
**Wykres 6.36. Struktura aktywów CNB w latach 2009-2012 (w mln CZK)**



Źródło: [http://www.cnb.cz/en/about\\_cnb/performance/ten\\_day\\_balance\\_sheet/ten\\_day\\_balance\\_sheet\\_archives/](http://www.cnb.cz/en/about_cnb/performance/ten_day_balance_sheet/ten_day_balance_sheet_archives/)

<sup>610</sup> Z uwagi utrudnioną porównywalność składników bilansu CNB spowodowaną zmianami metodologii zapoczątkowanymi w styczniu 2009 r., wykres struktury bilansu CNB obejmuje okres od 1 stycznia 2009 r. do końca czerwca 2012 r.

**Wykres 6.37. Struktura pasywów CNB w latach 2009-2012 (w mln CZK)**

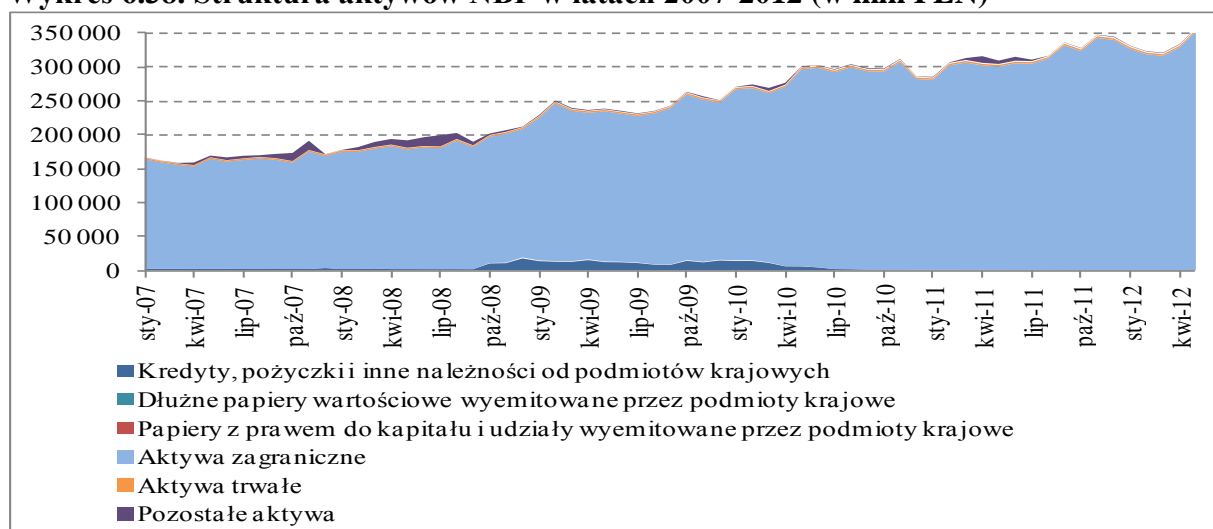


Źródło: [http://www.cnb.cz/en/about\\_cnb/performance/ten\\_day\\_balance\\_sheet/ten\\_day\\_balance\\_sheet\\_archives/](http://www.cnb.cz/en/about_cnb/performance/ten_day_balance_sheet/ten_day_balance_sheet_archives/)

### Narodowy Bank Polski

Zasadniczym czynnikiem ekspansji bilansu NBP były aktywa zagraniczne pochodzące ze skupu przez NBP walut obcych napływających do Polski w ramach funduszy unijnych, a także pochodzących z operacji zamiany środków w walucie obcej na złote, dokonywanych przez Ministerstwo Finansów<sup>611</sup>. Ekspansja bilansu NBP wynikała zatem z czynników autonomicznych i nie miała związku z zastosowaniem niestandardowej polityki pieniężnej. Zmiany aktywnej oraz pasywnej strony bilansu CNB ilustrują wykresy 6.38. i 6.39. Badanie pasywnej części bilansu NBP potwierdza wzrost emisji dłużnych papierów wartościowych, będących narzędziem absorpcji nadpłynności polskiego systemu bankowego. Analiza struktury pasywnej części bilansu NBP nie wskazuje na ekspansję rezerw bankowych, co potwierdza fakt braku zastosowania niekonwencjonalnej polityki pieniężnej na szerszą skalę.

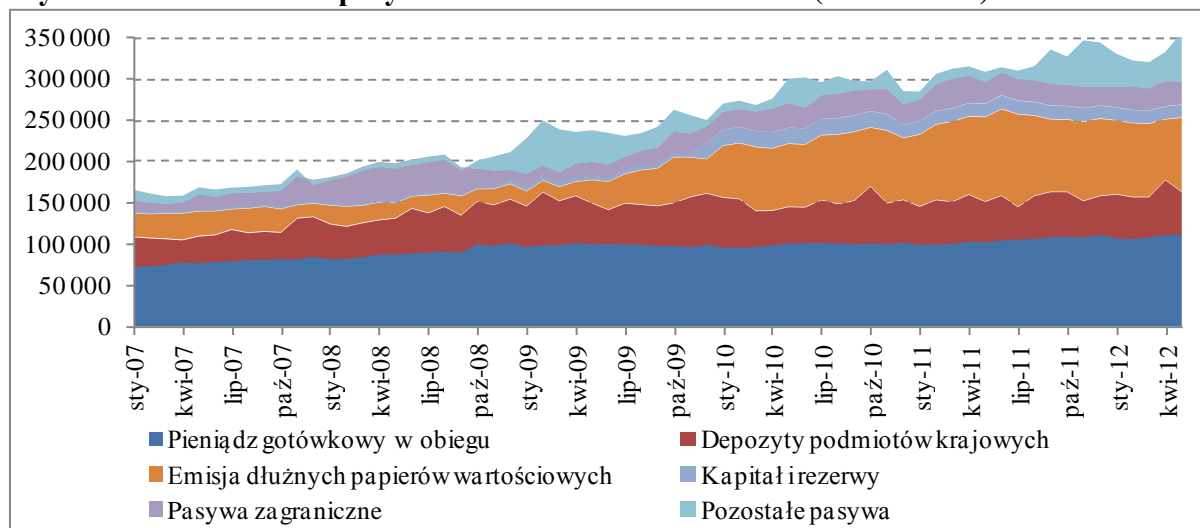
**Wykres 6.38. Struktura aktywów NBP w latach 2007-2012 (w mln PLN)**



Źródło: [http://www.nbp.pl/home.aspx?f=/statystyka/pieniezna\\_i\\_bankowa/bilans\\_nbp\\_mon.html](http://www.nbp.pl/home.aspx?f=/statystyka/pieniezna_i_bankowa/bilans_nbp_mon.html)

<sup>611</sup> Raport Roczny 2009, NBP 2010, s. 40.

**Wykres 6.39. Struktura pasywów NBP w latach 2007-2012 (w mln PLN)**



Źródło: [http://www.nbp.pl/home.aspx?f=/statystyka/pieniężna\\_i\\_bankowa/bilans\\_nbp\\_mon.html](http://www.nbp.pl/home.aspx?f=/statystyka/pieniężna_i_bankowa/bilans_nbp_mon.html)

### **6.3. Dylematy banków centralnych wynikające z zastosowania niestandardowych instrumentów polityki pieniężnej**

Doświadczenia walki z kryzysem pokazały, że dotychczasowa polityka pieniężna oparta na sterowaniu wysokością stóp procentowych okazała się niewystarczającą odpowiedzią na zawirowania rynku. Rozmiar szoku, którego doznała gospodarka był tak przytłaczający, że ekspansywna polityka pieniężna oparta na redukcji stóp procentowych nie była w stanie przywrócić normalnego funkcjonowania rynku. Nie znaczy to jednak, że zastosowane instrumenty konwencjonalne były całkowicie nieskuteczne. Należy bowiem uwzględnić fakt, że zastosowane cięcia stóp procentowych z pewnością również przyczyniły się do złagodzenia szoku, choć nie były w stanie całkowicie go zneutralizować<sup>612</sup>.

Radykalne redukcje stóp ogłaszanych przez banki centralne sprawiły, iż poziom oprocentowania w wielu krajach osiągnął wartość zbliżoną do zera, co istotnie utrudniło dalsze prowadzenie polityki pieniężnej (*zero lower bound problem* - ZLB). Istnieje obawa, że scenariusz taki powtórzy się w przyszłości, gdy rozmiary szoków ponownie przekroczą możliwości ich absorpcji za pośrednictwem polityki konwencjonalnej, zmuszając władze monetarne do uruchomienia polityki bilansowej. Banki centralne, które stanęły w obliczu problemu ZLB, dysponowały dwoma rodzajami działań służących obniżeniu długoterminowych stóp procentowych oraz podniesieniu cen aktywów. Cel ten mogły realizować poprzez zobowiązanie się do utrzymania polityki niskich stóp procentowych w przyszłości za pośrednictwem polityki komunikacyjnej, bądź też poprzez wdrożenie polityki skupu aktywów, finansowanego z kreacji pieniądza banku centralnego, co przyczynić

<sup>612</sup> F. S. Mishkin, op. cit., s. 26.

się miało do redukcji spreadów pomiędzy długoterminowymi stopami procentowymi a stopami oczekiwanymi<sup>613</sup>.

Zastosowanie niestandardowych narzędzi wynikało z podjęcia przez banki centralne próby przywrócenia stabilności finansowej i stymulowania gospodarki w warunkach upośledzenia funkcjonowania mechanizmu transmisji impulsów polityki pieniężnej. Główną przyczyną podjęcia przez banki centralne aktywnych działań było dążenie do przywrócenia prawidłowego funkcjonowania rynków pieniężnych. Duża zmienność stóp procentowych (*volatility*), wysoka premia za ryzyko, upośledzone funkcjonowanie rynku międzybankowego i kredytowego uderzały w prawidłową transmisję impulsów monetarnych<sup>614</sup>. Uzasadniając motywy zastosowania niestandardowych narzędzi polityki pieniężnej warto przytoczyć słowa J. M. Gonzáles-Páramo, ustępującego członka Rady Zarządzającej EBC, który w swojej mowie końcowej, podsumowującej konferencję na temat polityki monetarnej w niekonwencjonalnych czasach, wymienił dwie cechy charakterystyczne niestandardowej polityki pieniężnej<sup>615</sup>:

- nadzwyczajne narzędzia polityki pieniężnej służą usuwaniu dysfunkcjonalności rynku, upośledzającej mechanizm transmisji impulsów polityki pieniężnej i z tej perspektywy powinny być traktowane jako instrumenty komplementarne, a nie substytucyjne, w stosunku do narzędzi wykorzystywanych standardowo,
- niestandardowe narzędzia pozwalają zyskać dodatkowy czas potrzebny na wdrożenie koniecznych dostosowań, np. reform strukturalnych, konsolidacji fiskalnej, delewarowania banków itp.

Działania niestandardowe w odpowiedzi na kryzys, nakierowane na redukcję kosztu kredytu i zwiększenie jego dostępności, przybrały trzy podstawowe formy:

- dostarczanie płynności w drodze rozbudowanych pożyczek zasilających zarówno banki, jak i inne instytucje finansowe,
- przeprowadzanie przez bank centralny operacji skupu zarówno rządowych, jak i prywatnych papierów wartościowych na rynku wtórnym (a w przypadku papierów prywatnych również na rynku pierwotnym),

---

<sup>613</sup> C. Bean, *Monetary policy after the fall*, op. cit, s. 9.

<sup>614</sup> J. P. Redouin, *Monetary and financial stability – a dual role for a central bank: recent lessons*, Speech at the Money and Banking Conference 2010, Central Bank of Argentina, Buenos Aires, 3 September 2010, s. 2.

<sup>615</sup> J. M. Gonzáles-Páramo, *Closing remarks at the colloquium: Monetary policy in unconventional times*, [www.ebc.int/press/key/date/2012/html/sp120516\\_1.en.html](http://www.ebc.int/press/key/date/2012/html/sp120516_1.en.html)

- zarządzanie długoterminowymi oczekiwaniami poprzez składanie deklaracji o utrzymaniu polityki stóp procentowych na niskim poziomie w dłuższym okresie czasu.

Interwencje banków centralnych dostosowane były do specyfiki systemu finansowego, w którym dany bank centralny funkcjonował. Przykładowo w Stanach Zjednoczonych, gdzie pośrednictwo finansowe w dużej mierze opiera się na rynkach kredytów sekurytyzowanych, zasadniczą odpowiedzialnością banku centralnego były operacje skupu aktywów. Dla odmiany w strefie euro, gdzie finansowanie odbywa się przede wszystkim za pośrednictwem systemu bankowego, działania EBC nakierowane były na zapewnienie bankom odpowiedniego poziomu płynności w drodze operacji *repo*<sup>616</sup>.

Początkowa reakcja banków centralnych na niedobór płynności sektora bankowego sprowadziła się do wydłużenia terminów operacji refinansujących, zwiększenia zakresu dostępnych zabezpieczeń, dopuszczaniu nowych partnerów do transakcji z bankiem centralnym czy też zapewnienia płynności walutowej, dzięki zawarciu międzynarodowych umów swapowych. Wczesna reakcja władz monetarnych polegała zatem na modyfikacji klasycznych instrumentów polityki pieniężnej. Warto zaznaczyć, że większość tych transakcji z zasady wymagała przedłożenia zabezpieczeń o wartości przewyższającej pozyskiwane finansowanie (*over-collateralised*), dlatego też początkowe działania władz monetarnych w odpowiedzi na kryzys były obarczone niskim ryzykiem kredytowym po stronie banku centralnego<sup>617</sup>. Stopniowo, w celu wzmocnienia skuteczności reakcji, banki centralne krajów rozwiniętych, w szczególności System Rezerwy Federalnej, Bank Anglii, a także Europejski Bank Centralny, zastosowały bardziej radykalną metodę bezpośrednich interwencji na rynku, przeprowadzając operacje skupu papierów wartościowych zarówno prywatnych, jak i rządowych. Działania te należy uznać za całkowicie niekonwencjonalną odpowiedź na kryzys, niemającą precedensu w przeszłości, poza krótkimi doświadczeniami Banku Japonii w latach 2001-2006. Bezpośrednie interwencje na rynkach prywatnych zmuszały banki centralne do ekspozycji na ryzyko, które do tej pory ponosił sektor prywatny.

Klasyfikacja niestandardowych instrumentów polityki pieniężnej w wybranych krajach rozwiniętych, w tym w czterech krajach objętych szerszą analizą przeprowadzoną w rozdziale 4 i 5, zaprezentowana została w tabeli 6.6.

Długofalowe konsekwencje zastosowania niestandardowych instrumentów polityki pieniężnej nie są w pełni rozpoznane z uwagi na brak precedensu w przeszłości oraz zbyt

---

<sup>616</sup> Ibidem, s. 2.

<sup>617</sup> C. Bean, *Monetary policy after the fall*, op. cit., s. 8.

krótki okres czasu upływający od momentu ich uruchomienia. Tym niemniej jednak na podstawie dotychczasowych doświadczeń można już wyciągnąć pierwsze wnioski.

**Tabela 6.6. Polityka pieniężna banków centralnych w odpowiedzi na kryzys – klasyfikacja instrumentów**

| Instrumenty  | System Rezerwy Federalnej | Europejski Bank Centralny | Bank Anglii | Bank Japonii | Bank Kanady | Bank Rezerwy Australii | Szwajcarski Bank Narodowy |
|--|---------------------------|---------------------------|-------------|--------------|-------------|------------------------|---------------------------|
| <b>Zapewnienie płynności w zwiększonym zakresie</b>      |                           |                           |             |              |             |                        |                           |
| modyfikacja okna dyskontowego                            | X                         |                           | X           |              |             |                        |                           |
| nadzwyczajne operacje długoterminowe                     | X                         | X                         | X           | X            | X           | X                      | X                         |
| rozszerzenie zakresu zabezpieczeń                        | X                         | X                         | X           | X            | X           | X                      | X                         |
| dopuszczenie nowych partnerów                            | X                         |                           | X           | X            | X           | X                      |                           |
| otwarcie linii swapów walutowych                         | X                         | X                         | X           | X            | X           | X                      | X                         |
| <b>Polityka stóp procentowych</b>                        |                           |                           |             |              |             |                        |                           |
| polityka komunikacyjna ( <i>announcing path policy</i> ) | X                         |                           |             |              | X           |                        |                           |
| <b>Skup aktywów /finansowanie skupu aktywów</b>          |                           |                           |             |              |             |                        |                           |
| papiery skarbowe   | X                         | X                         | X           | X            |             |                        |                           |
| papiery wartościowe denominowane w walutach obcych       |                           |                           |             |              |             |                        | X                         |
| papiery komercyjne                                       | X                         |                           | X           | X            |             |                        |                           |
| ABS-y  | X                         |                           |             |              |             |                        |                           |
| Obligacje przedsiębiorstw                                |                           |                           | X           | X            |             |                        | X                         |
| inne papiery wartościowe                                 | X                         | X                         |             | X            |             |                        | X                         |

x – oznacza wykorzystanie danego instrumentu

Źródło: C. Borio, *Central banking post-crisis: What compass for uncharted waters?*, op. cit., s. 27.

Banki centralne w wielu krajach, w obliczu zamrożenia transakcji na rynku międzybankowym, spełniły funkcję pożyczkodawcy ostatniej instancji dla całego systemu bankowego. Zaangażowały się ponadto w działalność „inwestora ostatniej instancji”, nie tylko udzielając finansowania na dokonanie zakupu papierów wartościowych, na które, na ogarniętym paniką rynku, nie było popytu, ale również bezpośrednio nabywając aktywa

na rynku wtórnym. Działania te przyczyniły się wydajnie do poprawienia płynności na wielu rynkach, ratując przed upadłością podmioty dotknięte czasowym brakiem płynności (np. fundusze rynku pieniężnego). Patrząc z tej perspektywy, działania banków centralnych na tym obszarze należy uznać za skuteczne.

Przywracanie stabilności finansowej wiązało się z ekspozycją na ryzyko poniesienia straty, jednakże zapewnianie prawidłowego funkcjonowania systemu finansowego stało się kwestią nadrzędną w stosunku do rachunku ekonomicznego banku centralnego. Utrzymując długoterminowe aktywa w swoich bilansach, banki centralne narażały się jednak na ryzyko stopy procentowej, wynikające z fluktuacji cen skupionych papierów wartościowych. W przypadku aktywów prywatnych banki centralne wystawione były dodatkowo na ryzyko kredytowe. Potencjalne straty z tytułu niewypłacalności emitentów papierów wartościowych oznaczałyby erozję kapitałów banku centralnego, narażając władze monetarne na krytykę, która mogłaby obniżyć zdolność prowadzenia niezależnej polityki pieniężnej w przyszłości. Nieco inne zagrożenia wynikają z przystąpienia przez banki centralne do transakcji skupu papierów rządowych. Dzięki operacjom skupu obligacji rządowych banki centralne gwarantowały dostępność gotówki na spłatę wierzycieli, zapobiegając tym samym ryzyku rozprzestrzeniania się kryzysu pomiędzy rynkami papierów dłużnych sektora rządowego. Transakcje te mogą jednak prowadzić do przekonania, że władza monetarna wchodzi w kompetencje władz fiskalnych, a także uczestniczy w monetyzacji długu<sup>618</sup>. Problem ten jest szczególnie widoczny w strefie euro, w związku z aktywnym zaangażowaniem EBC w operacje skupu obligacji krajów o poziomie długu publicznego znacznie przekraczającego kryteria z Maastricht. Podobnie jak to mam miejsce w przypadku innych ubezpieczeń, interwencje banków centralnych w obszarze rynków dłużnych papierów rządowych, rodzą pokusę nadużycia ze strony uczestników rynku, w tym przypadku rządów, które zaczynają emitować zbyt wiele instrumentów dłużnych, wiedząc, że dzięki złożonym przez banki centralne deklaracjom skupu obligacji na rynku wtórnym, wyemitowane papiery wartościowe znajdą nabywców<sup>619</sup>.

Zastosowanie niestandardowych instrumentów polityki pieniężnej wiązało się z podjęciem interwencji w segmentach rynku, w których bank centralny tradycyjnie nie był obecny, np. rynek papierów komercyjnych, rynek papierów sekurytyzowanych (ABS). Bank centralny stał się również stroną transakcji zawieranych z podmiotami, które standardowo nie

---

<sup>618</sup> F. S. Mishkin, op. cit., s. 29.

<sup>619</sup> P. de Grauwe, *Only a more active ECB can solve the euro crisis*, Centre for European Policy Studies, CEPS POLICY BRIEF No. 250, August 2011, s. 3.



były partnerami władz monetarnych (np. emitenci papierów komercyjnych, fundusze rynku pieniężnego, przedsiębiorstwa). Innowacje te wynikały z konieczności interwencji w segmentach rynku, na których wystąpiły największe zawirowania, a więc również tych, które nie należą do tradycyjnego systemu bankowego. Przykładowo wybrane nowatorskie programy płynnościowe uruchomione przez System Rezerwy Federalnej (tj. TALF, CPFF i MMIFF) służyły przywróceniu stabilności finansowej w obszarze bankowości alternatywnej określanej jako *shadow banking*. Wiele z zastosowanych podczas omawianego kryzysu narzędzi przywracania płynności w obszarze bankowości alternatywnej, służyć może do stworzenia modelu wsparcia płynnościowego ze strony władz publicznych do wykorzystania w przyszłości.

Banki centralne pełniły również funkcję pożyczkodawcy ostatniej instancji w odniesieniu do indywidualnych instytucji, angażując się w działania pożyczkowe dla podmiotów „zbyt dużych aby upaść” (np. banku Bear Stearns i AIG). Działania te nie są jednak częścią polityki pieniężnej, a podobne operacje miały miejsce w przeszłości, dlatego też nie można ich uznać za zmieniające oblicze współczesnej bankowości centralnej.

Aktywne i innowacyjne zaangażowanie banków centralnych w zarządzanie kryzysem budzi obawy o utrzymanie dwóch przedkryzysowych osiągnięć polityki pieniężnej, a mianowicie priorytetu nadanego polityce zorientowanej na utrzymaniu stabilności cen, jak również osiągnięcia przez banki centralne niezależności, będącej jednym z głównych atrybutów współczesnych władz monetarnych. Zagrożenie niezależności banku centralnego ma miejsce w szczególności w sytuacji ratowania czasowo nie płynnych instytucji, które musi odbywać się w ścisłej współpracy z rządem<sup>620</sup>.

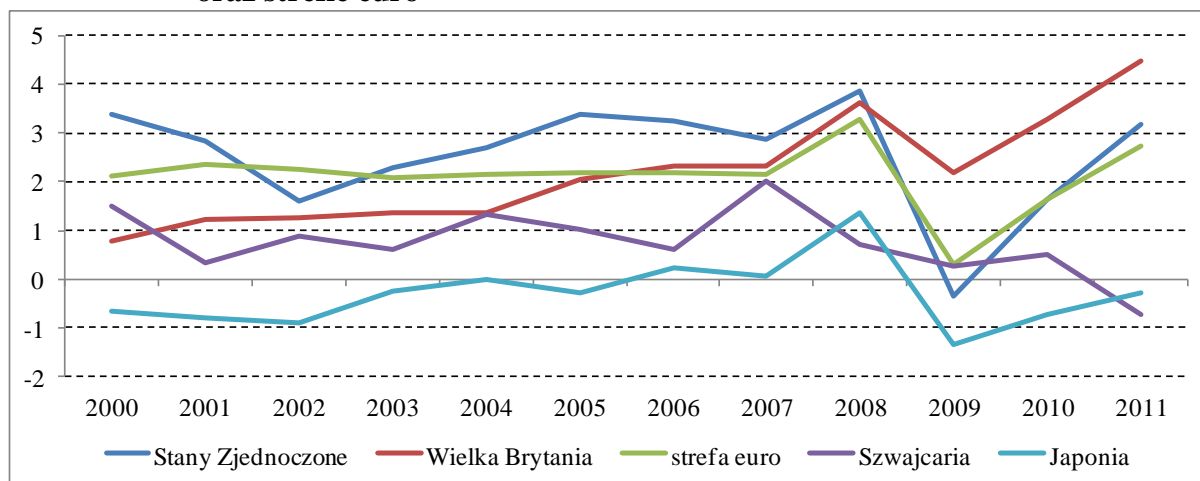
Reasumując działania banków centralnych na polu niestandardowej polityki pieniężnej należy wspomnieć także o nowej jakości polityki komunikacyjnej, służącej oddziaływaniu na długoterminowe oczekiwania inflacyjne. Jednym z elementów polityki służącej zwiększeniu przejrzystości działań banku centralnego jest publikowanie raportów o działaniach podjętych w ramach rozwiązań niestandardowych, np. comiesięcznego raportu Systemu Rezerwy Federalnej (*Federal Reserve System Monthly Report on Credit and Liquidity Programs and the Balance Sheet* - publikowanego od czerwca 2009 r.) lub kwartalnego raportu Banku Anglii (*Asset Purchase Facility Quarterly Report* - publikowanego od kwietnia 2009 r.).

---

<sup>620</sup> A. Lamfalussy, Keynote speech, w: *The future of central banking under post-crises mandates*, op. cit., s. 11.

Zastosowanie niestandardowych instrumentów polityki pieniężnej implikuje wzrost podaży pieniądza banku centralnego, który w przyszłości może mieć działanie proinflacyjne. Polityka *quantitative easing*, popularnie kojarzona z „drukowaniem pieniądza”, polega na ekspansji monetarnej, której skutkiem ubocznym jest wzrost rezerw na rachunkach banków komercyjnych w bankach centralnych. Rezerwy te są, jak na razie w większości analizowanych krajów, utrzymywane jako bufor płynności na wypadek zaostżenia się kryzysu bankowego, którego efektem może być z jednej strony panika deponentów, z drugiej natomiast zamrożenie transakcji na rynku międzybankowym, uniemożliwiające uzyskanie refinansowania. Rezerwy bankowe wraz z pieniądzem gotówkowym tworzą pieniądz banku centralnego w dyspozycji sektora prywatnego, zwany bazą monetarną. Baza monetarna za sprawą mnożnika pieniężnego jest podstawą kreacji pieniądza bezgotówkowego. Mnożnik podaży pieniądza, określane jako stosunek agregatu pieniężnego  $M_1$ , czyli sumy gotówki w obiegu oraz depozytów na żądanie w bankach, do wielkości bazy monetarnej, jest funkcją zachowania banków i publiczności<sup>621</sup>. Zgodnie z podejściem monetarystycznym wzrost podaży pieniądza może skutkować wzrostem inflacji. Porównanie kształtowania się stóp inflacji w wybranych krajach prezentuje wykres 6.40.

**Wykres 6.40. Porównanie stóp inflacji w wybranych krajach rozwiniętych oraz strefie euro**



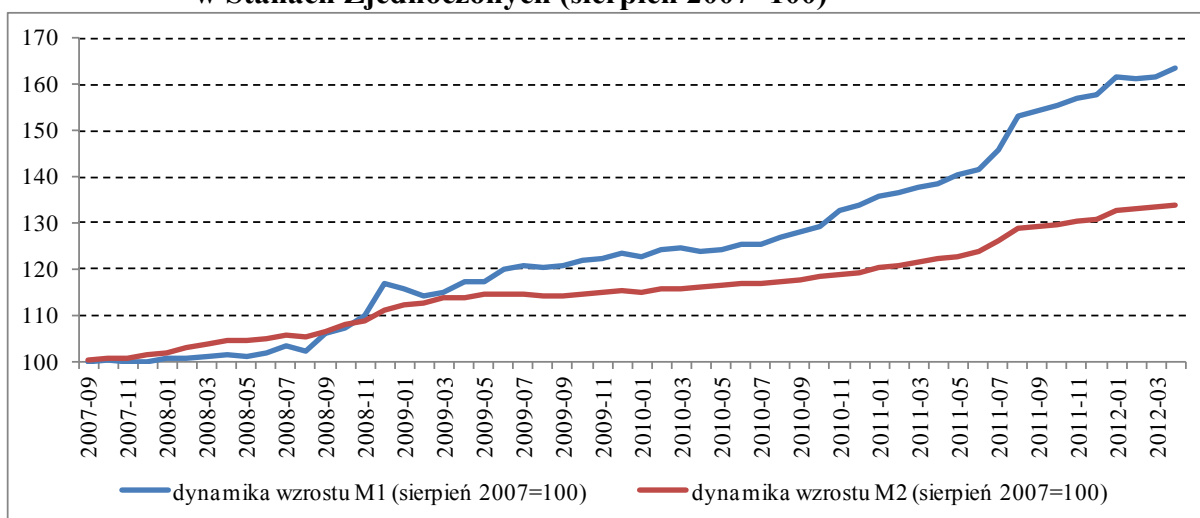
Źródło: opracowanie własne na podstawie [http://inflationdata.com/inflation/inflation\\_rate/historicalinflation.aspx](http://inflationdata.com/inflation/inflation_rate/historicalinflation.aspx), <http://www.rateinflation.com/inflation-rate/uk-historical-inflation-rate.php?form=ukir>, [http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES\\_KEY=122.ICP.A.U2.N.000000.4.AVR](http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=122.ICP.A.U2.N.000000.4.AVR), <http://www.inflation.eu/inflation-rates/switzerland/historic-inflation/cpi-inflation-switzerland.aspx>, <http://www.inflation.eu/inflation-rates/japan/historic-inflation/cpi-inflation-japan.aspx>

Analiza wielkości podaży pieniądza  $M_1$  i  $M_2$  w badanych krajach nie potwierdza korelacji pomiędzy wzrostem agregatów pieniężnych  $M_1$  i  $M_2$  a dynamiką rezerw bankowych.

<sup>621</sup> D. Duwendag, op. cit., s. 96.

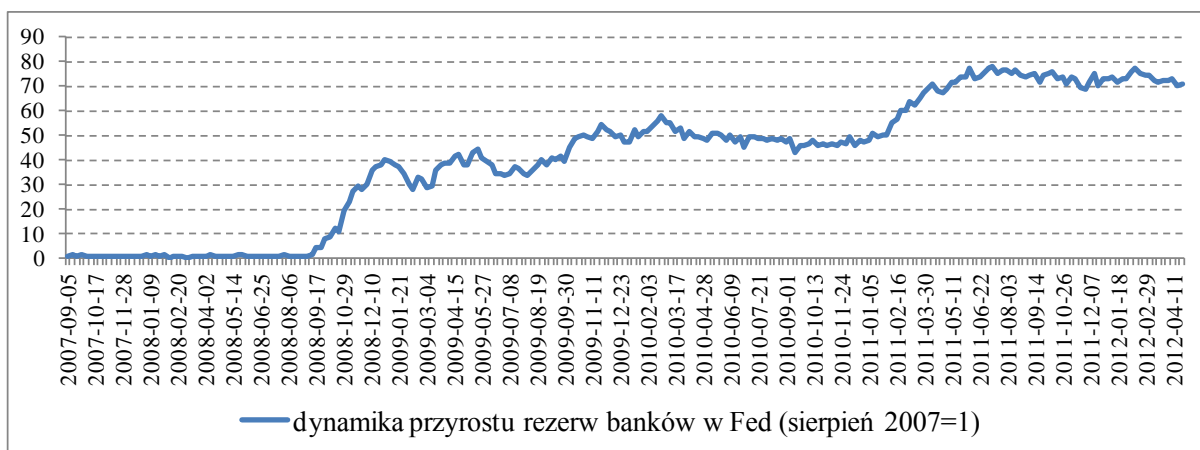
Na przykładzie Stanów Zjednoczonych można stwierdzić, iż zdecydowanie niższa dynamika podaży pieniądza w porównaniu z przyrostem bazy monetarnej wskazuje na brak wykorzystania pieniądza banku centralnego do zwiększenia akcji kredytowej w gospodarce (wykres 6.41. i 6.42.). Dopóki nie nastąpi znaczący wzrost podaży pieniądza  $M_1$  obawy o proinflacyjne działanie polityki *quantitative easing* wydają się nieuzasadnione. Należy ponadto pamiętać, że w dobie integracji gospodarczej inflacja ma charakter globalny i coraz częściej jest wynikiem np. wzrostu cen surowców w innych częściach świata.

**Wykres 6.41. Dynamika wzrostu agregatów monetarnych  $M_1$  i  $M_2$  w Stanach Zjednoczonych (sierpień 2007=100)**



Źródło: opracowanie własne na podstawie H.6 Statistical Release for Jun 07, 2012, <http://www.federalreserve.gov/datadownload/Download.aspx?rel=H6&series=59fa227353942a7c9bdc0dec72ea92fc&filetype=sheetml&label=include&layout=seriescolumn&from=01/01/2007&to=05/31/2012>

**Wykres 6.42. Dynamika wzrostu rezerw bankowych w bilansie Fed (sierpień 2007=1)**



Źródło: opracowanie własne na podstawie <http://www.federalreserve.gov/datadownload/Download.aspx?rel=H41&series=6ec6ab2d10db2d11b4c78fb260ef6e5b&filetype=sheetml&label=include&layout=seriescolumn&from=01/01/2007&to=04/30/2012>

Zastosowanie niekonwencjonalnych instrumentów polityki pieniężnej nie miało precedensu w historii bankowości centralnej i spowodowało, że władze monetarne wypląnęły

na „szerokie i nieznane wody”. Jest to o tyle istotne, że z jednej strony nie są znane długofalowe konsekwencje ekspansji monetarnej, wywołanej szeroko zakrojoną polityką bilansową, z drugiej natomiast strony istnieją obawy o reakcje rynku na wycofywanie się władz monetarnych z rozwiązań niestandardowych. Zaostrzanie polityki pieniężnej, po długim okresie niskich stóp procentowych, może okazać się większym wyzwaniem dla banków centralnych niż jej wcześniejsze rozluźnianie. Rynki finansowe, przyzwyczajone do niskich poziomów oprocentowania, mogą gwałtownie zareagować na towarzyszące zacieśnianiu polityki pieniężnej podwyżki stóp procentowych.

Zasadniczą trudnością opracowania właściwej strategii wyjścia jest wybranie odpowiedniego momentu, a także dostosowanie tempa zacieśniania polityki monetarnej do potrzeb poszczególnych gospodarek. Zbyt wczesne wycofanie się z niekonwencjonalnej polityki pieniężnej doprowadzić może do recesji gospodarczej. Zbyt późne zacieśnienie warunków monetarnych spowodować może natomiast szkodliwą i długotrwałą inflację<sup>622</sup>.

Warunkami decydującymi o powodzeniu operacji zacieśniania polityki pieniężnej w drodze wychodzenia z polityki QE jest stabilny system bankowy, odporny na wahania płynności, dysponujący odpowiednim poziomem kapitałów, a także silna i zrównoważona gospodarka. Warunki te nie są obecnie spełnione w odniesieniu do analizowanych krajów rozwiniętych.

Wydaje się, że opracowanie właściwej strategii wyjścia napotykać będzie na dużo większe trudności w przypadku Europejskiego Banku Centralnego, co wynika z niejednolitego poziomu rozwoju strefy euro. Optymalizacja polityki pieniężnej w stosunku do zróżnicowanych gospodarczo krajów strefy euro wydaje się niemożliwa. Podejmowane przez EBC decyzje mogą okazać się szkodliwe dla części krajów Unii Gospodarczo-Walutowej. Ekspansja monetarna oznacza bowiem zbyt luźną politykę pieniężną dla tzw. „bogatej Północy”, natomiast zacieśnianie polityki utrudni wychodzenie z kryzysu krajom „zadłużonego Południa”. Stany Zjednoczone dla porównania wydają się obszarem o gospodarce silniejszej strukturalnie niż strefa euro, o mniejszych regionalnych różnicach gospodarczych.

#### **6.4. Implikacje kryzysu finansowego dla dalszego prowadzenia polityki pieniężnej**

Kryzys finansowy zapoczątkowany w 2007 r. sprawił, że banki centralne, oprócz dotychczasowej roli polegającej na utrzymywaniu stabilności monetarnej, aktywnie zaangażowały się w zarządzanie sytuacją kryzysową. Można powiedzieć, że wydarzenia

---

<sup>622</sup> I. Morawski, op. cit., <http://www.obserwatorfinansowy.pl/2012/04/11/banki-sa-na-kroplowce-niskich-stop-jak-ja-odlaczyc/> [data dostępu 03.05.2012 r.]

ostatniego kryzysu wstrząsnęły przedkryzysowym pojmowaniem roli banku centralnego w zakresie prowadzenia polityki pieniężnej i zapewniania stabilności finansowej. Banki centralne z pewnością nie będą w stanie powrócić do status quo sprzed sierpnia 2007 r. Konsensus w zakresie prowadzenia polityki pieniężnej, określany w literaturze jako *Jackson Hole consensus*, wymaga rewizji poglądów, bowiem rola banku centralnego przestała ograniczać się do reakcji na finansowe nierównowagi wyłącznie w takim zakresie, w jakim zagraża to realizacji celu inflacyjnego<sup>623</sup>.

Okres kilkunastu lat relatywnie zrównoważonego wzrostu gospodarczego oraz stabilnej inflacji, określany przez ekonomistów mianem wielkiego umiarkowania (*Great Moderation*), poprzedzający dramatyczne wydarzenia ostatniego kryzysu finansowego, był czasem osiągnięcia porozumienia w zakresie sposobów prowadzenia skutecznej polityki pieniężnej, na który składały się następujące przekonania<sup>624</sup>:

- Polityka pieniężna, opierająca się na sterowaniu krótkookresową stopą procentową, pełni kluczową rolę w zarządzaniu krótkoterminowym popytem;
- Mechanizm transmisji impulsów monetarnych funkcjonuje w oparciu o kanały długoterminowych stóp procentowych, cen aktywów oraz oczekiwań dotyczących przyszłej inflacji, dodatkowo wzmocnionych przez kanał kredytowy, odgrywający jednak dużo mniejszą rolę;
- Skuteczność prowadzonej polityki pieniężnej gwarantuje niezależny bank centralny, niewikłany w polityczne układy;
- Z uwagi na mało stabilny związek pomiędzy celami pośrednimi i celami ostatecznymi polityki pieniężnej, strategia polityki monetarnej w warunkach płynnego kursu walutowego sprowadza się do wyznaczania bezpośredniego celu inflacyjnego;
- Rynki aktywów są efektywne w dystrybucji i wycenie ryzyka, a innowacje finansowe przyczyniają się do zwiększenia poziomu dobrobytu;
- Stabilność monetarna i stabilność finansowa są ze sobą ściśle powiązane i wzajemnie się warunkują.

Dorobek intelektualny, zdobyty dzięki doświadczeniom ostatniego kryzysu finansowego, jest bardziej heterogeniczny i płynny. Zdaniem Borio można wyróżnić trzy obszary zgody i dwa obszary niezgody w zakresie prowadzenia polityki pieniężnej.

---

<sup>623</sup> *Stability guardians and crises managers: central banking in times of crises and beyond*, op. cit., s. 1.

<sup>624</sup> C. Bean, *Monetary policy after the fall*, Paper presented at the Federal Reserve Bank of Kansas City Annual Conference, Jackson Hole, 28 August 2010, BIS Review 111/2010, s. 1-2.

Po pierwsze, istnieje ogólne przekonanie, że niska i stabilna inflacja nie jest gwarancją finansowej i makroekonomicznej stabilności. Po drugie, okazało się, że wbrew dotychczasowym przekonaniom, redukcje stóp procentowych nie są dostatecznym środkiem złagodzenia przebiegu kryzysu czy wywołania ożywienia gospodarczego, co zmusiło banki centralne do zastosowania polityki ekspansji bilansów. Po trzecie wreszcie osiągnięto konsensus, że kontrola i nadzór nad instytucjami finansowymi musi zyskać wymiar makroostrożnościowy, uwzględniający wzajemne zależności pomiędzy systemem finansowym i gospodarką, z kluczową rolą banku centralnego w tym zakresie<sup>625</sup>. Porównanie podejścia mikro- i makroostrożnościowego zawiera tabela 6.7.

**Tabela 6.7. Porównanie orientacji polityki mikro- i makroostrożnościowej**

|  | <b>Orientacja makro-ostrożnościowa</b>                               | <b>Orientacja mikro-ostrożnościowa</b>   |
|--|--|--|
| cel przybliżony                                | ograniczenie zakłóceń całego systemu finansowego                     | ograniczenie zakłóceń pojedynczych instytucji  |
| cel ostateczny                                 | unikanie kosztów w postaci spadku wielkości produkcji (PKB)          | ochrona konsumenta (inwestora/depozytariusza)  |
| charakterystyka ryzyka                         | postrzegane jako uzależnione od zachowania zbiorowego (endogeniczne) | postrzegane jako uzależnione od zachowania indywidualnych jednostek (egzogeniczne)         |
| korelacja ryzyka i ekspozycja wśród instytucji | ważna  | nieistotne   |
| standaryzacja kontroli ostrożnościowej         | w przypadku wystąpienia ryzyka systemowego; konfiguracja góra-dół    | w przypadku wystąpienia ryzyka po stronie indywidualnych instytucji; konfiguracja dół-góra |

Zródło: C. Borio, *Rediscovering the macroeconomic roots of financial stability policy: journey, challenges and a way forward*, BIS Working Papers No 354, Monetary and Economic Department, September 2011, s. 11.

Obszary braku zgody wydają się równie istotne. Po pierwsze ekonomiści nie osiągnęli porozumienia w zakresie dostosowywania reżimu polityki pieniężnej do przeciwstawiania się tworzeniu finansowych nierównowag. Jeden z poglądów mówi, że banki centralne powinny kontynuować politykę zapewnienia stabilności cenowej, jednakże z modyfikacją modeli makroekonomicznych w kierunku zapewnienia lepszej rozpoznawalności zależności pomiędzy czynnikami finansowymi a gospodarką realną. Stabilność finansowa najlepiej chroniona jest w warunkach ustanowienia ram operacyjnych polityki makroostrożnościowej. Samej polityki pieniężnej nie należy przeciążać, gdyż grozi to utratą jej wiarygodności. Alternatywny nurt poglądów, zyskujący coraz bardziej na popularności, głosi, że, choć polityka makroostrożnościowa jest pomocna, sama w sobie nie jest wystarczająca. Rozdźwięk pomiędzy ekonomistami wywołuje również kwestia sposobu prowadzenia polityki pieniężnej w następstwie kryzysu. Jeden z poglądów głosi, że polityka pieniężna powinna być możliwie

<sup>625</sup> C. Borio, *Central banking post-crisis: What compass for uncharted waters?*, BIS Working Papers No 353, September 2011, s. 4.

jak najbardziej dostosowawcza i sprowadzać się do osiągnięcia zerowych stóp procentowych ze zobowiązaniem do ich utrzymywania na tym poziomie przez dłuższy okres czasu, przy jednoczesnej ekspansji bilansu banku centralnego. Drugi nurt poglądów zwraca uwagę na destrukcyjny wpływ takiej polityki w warunkach stabilności finansowej<sup>626</sup>.

W okresie poprzedzającym omawiany kryzys, poglądy zarówno ekonomistów, jak i praktyków bankowości centralnej, w kwestii relacji pomiędzy stabilnością monetarną oraz stabilnością finansową były dość zbieżne. Większość z nich, opierając swoje przekonania na badaniach empirycznych, stała na stanowisku, że osiągnięcie stabilności cen i produkcji przyczynia się do zapewnienia stabilności finansowej. Polityka pieniężna kontrolująca inflację i stymulująca wielkość produkcji miała bowiem także stabilizujący wpływ na kształtowanie się cen aktywów, zmniejszając prawdopodobieństwo wystąpienia bąbli spekulacyjnych. Sukcesy banków centralnych w zakresie stabilizowania inflacji w dekadzie poprzedzającej kryzys, uzasadniały optymistyczne podejście władz monetarnych do potencjalnego ryzyka załamania finansowego. Doświadczenia ostatniego kryzysu mocno zweryfikowały wcześniejsze poglądy. Zrównoważone warunki ekonomiczne okresu poprzedzającego kryzys nie uchroniły gospodarki przed niestabilnością finansową, a być może nawet się do niej przysłużyły. Niewielkie fluktuacje inflacji i wielkości produkcji uspiły czujność uczestników rynku, którzy nie tylko nie docenili pojawiających się symptomów narastającego ryzyka systemowego, ale sami wystawiali się na zbyt duże ryzyko, zwiększając podatność systemu finansowego na załamanie<sup>627</sup>.

Wydarzenia ostatniego kryzysu finansowego udowodniły, że stabilność cenowa nie jest gwarancją utrzymania stabilności makroekonomicznej i finansowej<sup>628</sup>, co wywołało wśród ekonomistów ożywioną dyskusję, dotyczącą konieczności zmodyfikowania ram prawnych funkcjonowania banku centralnego w obszarze odpowiedzialności za stabilność systemu finansowego. Postulowane są liczne zmiany w zakresie poszerzenia mandatu banków centralnych o zadania związane z prowadzeniem polityki makro-ostrożnościowej (*macroprudential policy*), sprowadzającej się do zapobiegania wystąpieniu ryzyka systemowego, jak również zarządzania kryzysem w sytuacji, gdy środki prewencyjne okażą się nieskuteczne. Nadanie bankom centralnym jednoznacznego mandatu w zakresie ochrony stabilności finansowej ułatwi im w przyszłości skuteczną reakcję na zakłócenia funkcjonowania systemu finansowego, które na zglobalizowanym, konkurencyjnym i wysoce

---

<sup>626</sup> Ibidem, s. 4.

<sup>627</sup> F. S. Mishkin, *Monetary Policy Strategy: Lessons from the Crises*, op. cit., s. 30.

<sup>628</sup> C. Borio, *Central banking post-crisis: What compass for uncharted waters?*, op. cit., s. 3.

innowacyjnym rynku finansowym z pewnością jeszcze wielokrotnie się pojawią. Zadania banku centralnego w tym zakresie koncentrować się powinny wokół<sup>629</sup>:

- zapewniania płynności systemu finansowego i zarządzania tą płynnością,
- zapewniania awaryjnej płynności dla czasowo nie płynnych, lecz *ex ante* wypłacalnych instytucji finansowych,
- wspierania stabilności systemów płatniczych i rozliczeniowych,
- identyfikacji i oceny ryzyka systemowego oraz prowadzenia polityki makroostrożnościowej,
- doradztwa w zakresie regulacji i nadzoru nad pojedynczymi instytucjami oraz całym systemem finansowym.

Wśród ekonomistów panuje zgodność co do konieczności powierzenia kluczowej roli tak zdefiniowanej polityki makroostrożnościowej w ręce banku centralnego. Nie ma żadnej innej instytucji, która mogłaby to zadanie spełnić lepiej. Bank centralny z racji swojej działalności operacyjnej w zakresie nadzoru nad systemami płatniczymi i rozliczeniowymi, posiada bowiem bezpośredni dostęp do informacji pochodzących z rynku. Dysponuje ponadto instrumentami oddziaływania na płynność systemu finansowego, jak również posiada monopol w zakresie kreacji pieniądza, pozwalający mu na dostarczenie płynności w niemal nieograniczonym zakresie.

Postulowane są również rozmaite rozwiązania w zakresie koordynacji nadzoru mikroostrożnościowego i polityki makroostrożnościowej, od modelu zintegrowanego do opierającego się na współpracy banku centralnego z instytucją odpowiedzialną za nadzór finansowy. Niezależnie od przyjętego modelu banki centralne, działające w sytuacji kryzysu niejako „na pierwszej linii frontu”, muszą dysponować rzetelną informacją, dlatego też przepływ informacji pomiędzy instytucjami odpowiedzialnymi za nadzór mikro- i makroostrożnościowy powinien być szybki i nieograniczony<sup>630</sup>.

Trudności z dobraniem odpowiedniego narzędzia pomiaru stabilności finansowej są przeszkodą w przyjęciu jednoznacznego łatwo weryfikowalnego celu. Sugerowane rozwiązania dotyczą zatem przynajmniej włączenia wskaźników rynkowych do standardowych modeli transmisji impulsów monetarnych, jak również prognoz makroekonomicznych sporządzanych przez banki centralne<sup>631</sup>.

---

<sup>629</sup> L. Papademos, *Central bank mandates and governance arrangements*, w: *The future of central banking under post-crisis mandates*, Ninth BIS Annual Conference, 24-25 June 2010, BIS Papers No 55, January 2011, s. 26.

<sup>630</sup> A. Lamfalussy, op. cit., s. 8.

<sup>631</sup> A. Crockett, *Central bank governance under new mandates*, w: *The future of central banking under post-crisis mandates*, op. cit., s. 19.



Niezależnie od tego czy dbałość o stabilność finansową zostanie uwzględniona w ostatecznej formule celu poszczególnych banków centralnych, stabilność monetarna powinna pozostać nadrzędnym celem w dłuższym okresie, niezależnie od pewnych odstępstw w krótkim okresie, spowodowanych bieżącą sytuacją na rynkach finansowych. Elastyczny cel inflacyjny, pozwalający władzom monetarnym na dyskrecyjne łagodzenie tymczasowych szoków cenowych, pozostaje najlepszym rozwiązaniem operacyjnym prowadzenia skutecznej polityki pieniężnej<sup>632</sup>.

## **Podsumowanie**

Niekonwencjonalne narzędzia polityki pieniężnej wpływały na system finansowy poprzez kanał komunikacyjny, kanał portfelowy, a także kanał poprawy funkcjonowania rynku. Dzięki uruchomieniu pierwszego kanału banki centralne, za pośrednictwem odpowiedniej polityki komunikacyjnej, oddziaływały w kierunku przywrócenia zaufania na rynkach finansowych, kształtując oczekiwania sektora prywatnego co do przyszłej linii polityki pieniężnej. Oddziaływanie za pomocą kanału portfelowego, opierając się na założeniu niedoskonałej substytucyjności aktywów sektora prywatnego, służyło złagodzeniu napięć w poszczególnych segmentach rynku finansowego, a poprzez redukcję rentowności wspomagało poprawę warunków finansowania. Kanał poprawy funkcjonowania rynku służył redukcji awersji do ryzyka, dzięki przyjęciu przez banki centralne aktywnej roli inwestora ostatniej instancji.

Obserwacja wskaźników finansowych, a także przegląd badań empirycznych, pozwalają na pozytywną ocenę skuteczności zastosowanych przez banki centralne instrumentów, tym niemniej jednoznaczną opinię utrudnia kruchość i krótkotrwałość osiągniętych efektów, a także brak jednomyślności wniosków wyciągniętych z przeprowadzonych badań empirycznych. Analiza wskaźników makroekonomicznych, które w większości analizowanych krajów wskazują na wysoki poziom bezrobocia, niskie, a nawet ujemne tempo wzrostu gospodarczego, a także duże wahania poziomu inflacji, a nawet zagrożenie deflacją, dostarcza mniej optymistycznych wniosków.

Bardziej powszechne zastosowanie niekonwencjonalnych instrumentów polityki pieniężnej w przyszłości wymagałoby lepszego poznania skutków zastosowanych narzędzi i zdefiniowania optymalnego zestawu instrumentów na określone sytuacje niestandardowe, co z pewnością zostanie uczynione na podstawie dotychczasowych doświadczeń przede

---

<sup>632</sup> C. Bean, op. cit., s. 24.

wszystkim Systemu Rezerwy Federalnej, Banku Anglii oraz Europejskiego Banku Centralnego, które to instytucje wykazały się największą aktywnością na polu niekonwencjonalnej polityki pieniężnej.

## ZAKOŃCZENIE

Banki centralne, dzięki posiadanemu monopolowi emisji pieniądza, dającemu im możliwość dostarczania płynności w niemal nieograniczonych rozmiarach, stanęły na pierwszej linii frontu w zwalczaniu kryzysu finansowego i łagodzeniu jego skutków.

Tematem niniejszej rozprawy były niestandardowe działania wybranych banków centralnych wdrożone w warunkach globalnego kryzysu finansowego, za początek którego uznaje się sierpień 2007 r. Dążąc do spełnienia celu głównego rozprawy, autorka dokonała analizy innowacyjnego instrumentarium polityki pieniężnej zastosowanego przez sześć wybranych banków centralnych, w tym dwóch instytucji z krajów anglosaskich oraz dwóch z Europy Środkowo-Wschodniej.

Analiza zastosowanych narzędzi pozwala na wyciągnięcie wniosku, że największą aktywnością na polu niekonwencjonalnej polityki pieniężnej wykazał się System Rezerwy Federalnej, który nie tylko był prekursorem tej polityki w czasie bieżącego kryzysu, ale także zastosował najszersze spectrum instrumentów oraz zasilił gospodarkę najwyższą kwotą pieniądza rezerwowego. Nieco mniejszym zaangażowaniem wykazał się drugi anglosaski bank centralny, a mianowicie Bank Anglii, który realizował niekonwencjonalną politykę pieniężną począwszy od 2009 r. Działania obu instytucji wynikały z konieczności przywrócenia właściwego funkcjonowania systemu finansowego, a w szczególności zapewnienia odpowiedniej płynności w różnego rodzaju segmentach rynku finansowego. Niekonwencjonalną politykę pieniężną realizował także Europejski Bank Centralny, pomimo początkowo dużej niechęci do dokonywania transakcji skupu aktywów na rynku prywatnym, która wynikała z obawy EBC przed utratą wiarygodności i zarzutem uczestnictwa w pośredniej monetyzacji długu publicznego. Działania EBC nakierowane były na zapewnienie finansowania wybranym gospodarkom strefy euro, które z uwagi na wysoki poziom rentowności swoich obligacji, nie były w stanie pozyskiwać środków finansowych na rynku prywatnym, a także miały spore trudności z bieżącą obsługą długu. Niestandardowe instrumenty polityki pieniężnej wdrożone zostały także przez Szwajcarski Bank Narodowy, którego działania koncentrowały się na osłabianiu niezwykle silnego kursu franka szwajcarskiego, zagrażającego konkurencyjności gospodarki Szwajcarii. Przeprowadzane w tym celu interwencje walutowe należą, co prawda, do standardowych narzędzi znajdujących się w dyspozycji banku centralnego, jednak skala tych transakcji oraz skutki monetarne, zadecydowały o zaliczeniu ich do działań niekonwencjonalnych. Polityka pieniężna Narodowego Banku Czeskiego oraz Narodowego Banku Polskiego w odpowiedzi na kryzys zawierała także pewne elementy działań niestandardowych, jednak odnosiły się one

wyłącznie do modyfikacji polityki refinansowania banków, czyli ułatwień w dostępie do płynności poprzez wydłużenie terminów refinansowania, dopuszczenie do transakcji szerszego spectrum partnerów czy akceptowanie szerszego wachlarza zabezpieczeń.

Analiza celów cząstkowych pracy pozwoliła na wyciągnięcie wniosków, wspomagających weryfikację hipotezy głównej.

Pierwszym celem cząstkowym niniejszej pracy była ocena roli banku centralnego w procesie stabilizowania systemu finansowego. Przeprowadzone w rozdziale pierwszym badanie aktów prawnych regulujących działalność analizowanych banków centralnych wykazało, iż obowiązek ustawowy przyczyniania się do zapewnienia stabilności systemu finansowego nałożony został na cztery spośród sześciu badanych instytucji, przy czym najdobitniej cel ten przypisany został Bankowi Anglii, którego uczyniono odpowiedzialnym za ochronę i wzmocnienie stabilności finansowej. Dla kontrastu w akcie prawnym regulującym działalność Systemu Rezerwy Federalnej brak odniesień do stabilności finansowej jako celu banku centralnego, co nie przeszkodziło tej instytucji w podjęciu aktywnej walki z kryzysem finansowym. Pierwszy wniosek dotyczy zatem wykorzystania instrumentów niestandardowych niezależnie od formalizacji celu dotyczącego dbania o stabilność systemu finansowego, a także niezależnie od aktualnego poziomu inflacji oraz istniejącego ryzyka spełnienia celu nadrzędnego polityki pieniężnej w postaci zapewnienia stabilności monetarnej.

Kolejnym celem cząstkowym rozprawy była ocena wpływu globalizacji na rozprzestrzenianie się kryzysu finansowego w skali światowej. Z dokonanej w rozdziale drugim analizy wynika, iż o obejmowaniu kryzysem kolejnych państw zadecydowały przede wszystkim międzynarodowe stosunki finansowe oraz skomplikowane instrumenty będące efektem sekurytyzacji aktywów, które przyczyniły się do „zarażania” kolejnych instytucji bankowych. Znaczenie globalnych uwarunkowań w rozprzestrzenianiu się kryzysu finansowego pozwala na wyciągnięcie wniosku, że reakcja ze strony polityki pieniężnej nie mogła zostać ograniczona do pojedynczego banku centralnego, np. Systemu Rezerwy Federalnej, bowiem „rozlewanie się” kryzysu na kolejne kraje, zmuszało ich władze monetarne do aktywnej polityki antykryzysowej.

Celem cząstkowym rozprawy było także zidentyfikowanie głównych przyczyn globalnego kryzysu finansowego oraz najważniejszych wydarzeń mających wpływ na podejmowane działania z zakresu niekonwencjonalnej polityki pieniężnej. Zadanie to zostało zrealizowane w rozdziale trzecim rozprawy. W pewnym uproszczeniu można stwierdzić, iż o zastosowaniu działań niestandardowych zadecydował drastyczny spadek

płynności na rynkach finansowych, upadłości lub zagrożenie bankructwem strategicznych instytucji finansowych, względy makroekonomiczne, w tym recesja gospodarcza, wysokie bezrobocie oraz zagrożenie deflacją, a także zawirowania na rynkach długu publicznego peryferyjnych krajów strefy euro.

Zastosowanie nadzwyczajnej polityki pieniężnej poprzedziła próba przywrócenia normalnego funkcjonowania systemu finansowego za pośrednictwem tradycyjnej polityki sterowania stopami procentowymi rynku pieniężnego, która w obliczu rozmiarów szoku, jakiego doznała gospodarka okazała się niewystarczająco skuteczna, a osiągnięcie przez nominalne stopy procentowe wartości bliskich zeru (*zero lower bound*), uniemożliwiło dalsze aktywne wykorzystanie tego narzędzia w ekspansji monetarnej. Przyczyny nieskuteczności narzędzi tradycyjnych wyjaśniono w rozdziałach czwartym i piątym, w których dokonano także wnikliwej charakterystyki zastosowanych rozwiązań niestandardowych, co było kolejnym wyznaczonym celem częściowym niniejszej pracy.

Realizacja dalszych celów częściowych służyła bezpośredniej weryfikacji hipotezy badawczej pracy, którą jest stwierdzenie, że niestandardowe instrumenty polityki pieniężnej są skutecznym narzędziem łagodzenia napięć na rynkach finansowych i przywrócenia stabilności systemu finansowego.

W tym celu w rozdziale szóstym oceniono wpływ omawianych narzędzi na poziom płynności rozmaitych segmentów rynku finansowego, zbadano implikacje niekonwencjonalnej polityki pieniężnej na wysokość krótkoterminowych stóp rynku pieniężnego oraz długoterminowych stóp procentowych instrumentów dłużnych. Ocenie poddano także wpływ niestandardowych instrumentów polityki pieniężnej na pobudzenie wzrostu gospodarczego.

Najczęściej wykorzystywaną miarą płynności rynków pieniężnych jest 3-miesięczny LIBOR-OIS spread, którego wartość rośnie wraz ze spadkiem płynności rynku. W warunkach europejskich wskaźnik ten opiera się na stopie EURIBOR. W najbardziej dramatycznej fazie kryzysu, czyli tuż po upadku banku inwestycyjnego Lehman Brothers, omawiane wskaźniki odchyliły się na niespotykaną dotychczas wartość, osiągając poziom niemal 400 punktów bazowych w przypadku 3 miesięcznego LIBOR-OIS spread oraz około 200 punktów bazowych w odniesieniu do 3 miesięcznego EURIBOR-OIS spread. Aktywne działania banków centralnych, polegające na zastosowaniu narzędzi z zakresu pośredniego poluzowania ilościowego, podejmowane w celu zwiększenia dostępu do pieniądza rezerwowego dzięki rozszerzeniu zakresu akceptowanych zabezpieczeń, dopuszczeniu nowych partnerów do transakcji, a także wydłużeniu terminów refinansowania, w znacznym

stopniu przyczyniły się do uspokojenia nastrojów na rynku, a co za tym idzie zwężenia omawianych rozpiętości stóp procentowych. Istotną modyfikacją zastosowaną np. przez Europejski Bank Centralny, przyczyniającą się do likwidowania napięć na rynkach pieniężnych, było dostarczanie finansowania w formie przetargów kwotowych o stałej stopie procentowej z pełnym przedziałem (*full allotment*). Na uwagę zasługuje fakt, że w kilku analizowanych krajach wdrożono nadzwyczajne programy wymiany aktywów z bankiem centralnym, tzw. swapy papierów wartościowych, mające ułatwić pozyskanie finansowania pod zastaw określonego rodzaju papierów wartościowych. Banki centralne podjęły również działania z zakresu dostarczania płynności w walutach obcych, zawierając umowy swapowe z innymi bankami centralnymi.

Do obniżenia spreadów pomiędzy stopami procentowymi rynku zabezpieczonego i niezabezpieczonego przyczyniły się również programy płynnościowe wdrożone na szeroką skalę przez System Rezerwy Federalnej, zaliczane do polityki poluzowania kredytowego. Krótkotrwałą poprawę płynności przyniósł także program *Term Auction Facility*, przyczyniając się do poprawy dystrybucji płynności oraz obniżenia napięć wywołanych spadkiem obrotów na rynku międzybankowym. W dłuższej perspektywie jednak program TAF okazał się nieskuteczny, bowiem na uczestników rynku oddziaływało nie tylko ryzyko płynności, ale również ryzyko niewypłacalności kontrahenta, które wzmocniało awersję do podejmowania transakcji na rynku międzybankowym. Liczne programy płynnościowe Systemu Rezerwy Federalnej, wdrożone w oparciu o art. 13 (3) *Federal Reserve Act*, przyczyniły się do poprawy płynności wybranych segmentów rynku, w tym rynku papierów komercyjnych czy papierów zabezpieczonych aktywami, ponieważ bank centralny, udzielając finansowania na skup tych papierów, zachęcał uczestników rynku do obrotu tymi instrumentami. Warto wspomnieć również o pozytywnych efektach realizowanego przez EBC programu *Covered Bond Purchase Program*, polegającego na skupie przez bank centralny obligacji zabezpieczonych, który okazał się skuteczny w odniesieniu do poprawy płynności segmentu rynku obligacji zabezpieczonych oraz finansowania banków.

Instrumenty z zakresu polityki *quantitative easing* w pełnym znaczeniu, polegającej na skupie przez bank centralny aktywów sektora publicznego, w tym obligacji skarbowych czy w przypadku rynku amerykańskiego papierów agencji GSE (*Government Sponsored Enterprise*), oddziaływać miały w kierunku obniżenia długoterminowych stóp procentowych tych instrumentów, a za sprawą działania kanału portfelowego, również innych papierów wartościowych, niebędących doskonałymi substytutami aktywów skupowanych przez bank centralny.

Skup długoterminowych papierów wartościowych przez władze monetarne, skutkowałam zmniejszeniem wielkości aktywów znajdujących się w rękach sektora prywatnego oraz jednoczesnym zwiększeniem podaży krótkoterminowych rezerw bankowych, pozbawionych ryzyka. Opierając się na analizie empirycznej przeprowadzonej przez ekspertów Systemu Rezerwy Federalnej oraz Banku Anglii można stwierdzić, iż wdrożone programy (odpowiednio *Large-Scale Asset Purchase* – LSAP oraz *Asset Purchase Facility* - APF), przyczyniły się do obniżenia wysokości długoterminowych stóp instrumentów dłużnych, przy czym należy zaznaczyć, że nie był to efekt trwały.

Głównymi przesłankami wdrożenia programu skupu aktywów w Wielkiej Brytanii był ujemny przyrost PKB oraz realne ryzyko deflacji, dlatego też skuteczność programu APF należy oceniać w kontekście oddziaływania na poprawę warunków makroekonomicznych i z tej perspektywy program dotychczas nie przyniósł znaczącej poprawy. Celem ekspansji monetarnej było pobudzenie popytu zagregowanego, dzięki działaniu kanału portfelowego oraz w mniejszym stopniu bankowego, jednak na obecnym etapie trudno jednoznacznie ocenić wpływ programu APF, bowiem efekty wdrożonych instrumentów mogą jeszcze nie być widoczne, szczególnie w odniesieniu do drugiej fazy programu wznowionego w listopadzie 2011 r.

Niezależnie od powodzenia programów w zakresie obniżenia długoterminowych stóp procentowych, banki centralne, zapewniając stałe źródło popytu na wybrane papiery wartościowe, oddziaływały w kierunku ograniczenia premii za ryzyko i ożywienia rynków, ponieważ likwidowały obawy inwestorów, że mała płynność aktywów spowoduje trudności w ich odsprzedaży. Czynniki psychologiczne należy do jednego z istotniejszych efektów polityki *quantitative easing*. Deklaracja skupu przez EBC obligacji skarbowych zadłużonych państw strefy euro, w ramach programu *Securities Market Program* (SMP), pozwoliła na redukcję ryzyka płynności papierów wartościowych, co z pewnością sprzyjało poprawie funkcjonowania tego segmentu rynku, pozwalając rządów krajów zadłużonych na pozyskiwanie tańszego finansowania. Obserwacja zmian rentowności instrumentów dłużnych strefy euro nie wykazuje jednak trwałej i wyraźnej poprawy sytuacji rynkowej, o czym świadczą znaczne różnice pomiędzy rentownością bezpiecznych obligacji niemieckich a rentownością obligacji krajów nadmiernie zadłużonych, np. Grecji, Portugalii, Hiszpanii, Irlandii czy Włoch.

Oceniając efektywność polityki skupu aktywów przez analizowane banki centralne należy podkreślić, że o ile wdrożenie tego instrumentu w okresie dużych turbulencji rynkowych, w warunkach deficytu płynności na rynku międzybankowym oraz w wielu

innych segmentach rynków finansowych, wydaje się uzasadnione, o tyle uruchomienie kolejnych faz programu (np. QE2 i QE3 w Stanach Zjednoczonych) w warunkach względnie normalnego funkcjonowania rynków, nasuwa obawy o zbyt głębokie ingerowanie władz monetarnych w rynek prywatny, niemające uzasadnienia w zagrożeniu dla stabilności systemu finansowego.

Polityka skupu aktywów sektora prywatnego i publicznego przyczyniła się do niespotykanej wcześniej ekspansji bilansów banków centralnych. Przykładowo, w wyniku skupu kwalifikowanych papierów wartościowych w ramach programu QE i QE2 System Rezerwy Federalnej zasilił gospodarkę rekordową kwotą 2,35 bln USD. Kwota emisji pieniądza rezerwowego niemal trzykrotnie przekraczała wielkość sumy bilansowej Systemu Rezerwy Federalnej sprzed kryzysu. Podobne efekty odnotowały bilanse Banku Anglii, Szwajcarskiego Banku Narodowego oraz Europejskiego Banku Centralnego.

Polityka skupu aktywów przez banki centralne okazała się skuteczna w zwiększaniu płynności systemu finansowego, jednak nie zdołała wywołać pożądanych skutków w odniesieniu do zwiększania akcji kredytowej. Nowo wyemitowany pieniądz trafiał na rachunek rezerw banków komercyjnych, zwiększając ich płynność, a co za tym idzie zdolności pożyczkowe. Leżące u podstaw polityki *quantitative easing* oczekiwania banków centralnych co do pobudzenia akcji kredytowej nie zostały jednak spełnione. Zwiększone zdolności kredytowe nie zaowocowały bowiem wzrostem strumienia kredytów, o czym świadczą rosnące kwoty na rachunkach rezerw w banku centralnym, traktowane jako bufor płynności na wypadek zaostrzenia kryzysu.

**Podsumowanie efektów zastosowanych instrumentów niestandardowych wskazuje na ich skuteczność w odniesieniu do poprawy płynności rynków finansowych oraz redukcji stóp krótkoterminowych, zatem pozwala na potwierdzenie postawionej hipotezy badawczej, mówiącej, że niestandardowe instrumenty polityki pieniężnej okazały się skutecznym narzędziem łagodzenia napięć na rynkach finansowych i przywracania stabilności systemu finansowego.**

Mniej jednoznaczne wnioski dotyczą oddziaływania niekonwencjonalnej polityki pieniężnej na wysokość długoterminowych stóp procentowych oraz wielkość wskaźników makroekonomicznych, takich jak bezrobocie czy wzrost gospodarczy.

Banki centralne, objęte analizą w niniejszej pracy, zdecydowały się na wdrożenie niekonwencjonalnych instrumentów polityki pieniężnej pomimo braku teorii ekonomicznej, która wskazywałaby na przewidywane efekty zastosowanych rozwiązań. Można zatem powiedzieć, iż zastosowanie innowacyjnych instrumentów polityki pieniężnej w pewnym



sensie opierało się na metodzie prób i błędów, a dopiero dotychczasowe doświadczenia w walce z kryzysem pozwolą bankom centralnym na skwantyfikowanie skutków przyjętych rozwiązań. Zadanie to utrudnia przypuszczenie, że niekonwencjonalna polityka pieniężna może mieć różne skutki w zależności od panujących warunków makroekonomicznych.

Dość powszechne zastosowanie niestandardowych instrumentów polityki pieniężnej sprawiło, że bankowość centralna zyskała nowy wymiar, a powrót do *status quo* polityki pieniężnej przed kryzysem będzie trudny do osiągnięcia.

Banki centralne, decydując się na wykorzystanie nadzwyczajnych rozwiązań w polityce pieniężnej, napotkały na liczne wyzwania i trudności, z których najważniejsze to właściwa kalibracja wykorzystywanych instrumentów, odpowiednia polityka komunikacyjna oraz pokusa nadużycia ze strony banków i władz fiskalnych. Niewłaściwe dostosowanie skali i czasu trwania polityki niekonwencjonalnej do istniejących warunków makroekonomicznych przyczynić się bowiem może do niepożądanych efektów ubocznych w postaci przedłużenia nieprawidłowego funkcjonowania rynków finansowych, niepozwalającego na uzdrowienie mechanizmu transmisji monetarnej. Mało przejrzysta polityka komunikacyjna, towarzysząca wykorzystywaniu narzędzi niestandardowych, może zagrozić wiarygodności banku centralnego, a co za tym idzie obniżyć jego skuteczność w realizacji celu nadrzędnego, jakim jest zapewnienie stabilności cenowej. Pomimo pozytywnych przesłanek zastosowania polityki niekonwencjonalnej należy także liczyć się z możliwością wystąpienia hazardu moralnego ze strony banków oraz instytucji publicznych, które, licząc na nieograniczone możliwości wsparcia płynnościowego ze strony banku centralnego, nie przeprowadzają bolesnych, choć koniecznych reform.

Warto podkreślić również aspekt przejmowania przez władze monetarne ryzyka z sektora prywatnego. Zastosowanie niestandardowych instrumentów polityki pieniężnej wiązało się z podjęciem interwencji w segmentach rynku, w których bank centralny tradycyjnie nie był obecny, np. rynek papierów komercyjnych, rynek papierów sekurytyzowanych (ABS-ów). Bank centralny stał się stroną transakcji zawieranych z podmiotami, które standardowo nie były partnerami władz monetarnych (np. emitenci papierów komercyjnych, fundusze rynku pieniężnego, przedsiębiorstwa). Innowacje te wynikały z konieczności interwencji w segmentach rynku, na których wystąpiły największe zawirowania, a więc również tych, które nie należą do tradycyjnego systemu bankowego.

Czynnikiem determinującym efektywność prowadzonej polityki niestandardowej jest uświadomienie uczestnikom rynku tymczasowości przeprowadzanych interwencji. Jak tylko okoliczności na to pozwolą banki centralne powinny wrócić do tradycyjnego sposobu

prowadzenia polityki pieniężnej. Optymalnym rozwiązaniem jest wbudowanie instrumentom niekonwencjonalnym mechanizmu automatycznego wycofywania z użycia z chwilą poprawy warunków gospodarczych i rynkowych.

Banki centralne realizujące politykę niekonwencjonalną muszą wypracować wiarygodną komunikację z otoczeniem, jak również stać na straży własnej niezależności. Doświadczenia ostatnich kilku lat pokazują, że zastosowanie niestandardowych instrumentów polityki pieniężnej może okazać się skutecznym środkiem absorpcji różnorodnych szoków uderzających gospodarki, jednak ich wykorzystanie niesie ze sobą niebezpieczeństwo poważnego nadwyrężenia niezależności banku centralnego. Presja wywierana na władze monetarne w kierunku podjęcia przez nie działań z pogranicza polityki fiskalnej spowodować może zatarcie tradycyjnego podziału odpowiedzialności pomiędzy polityką pieniężną i fiskalną.

Banki centralne powinny zatem pozostać konserwatywne w realizacji podstawowego mandatu polityki pieniężnej, którym jest zapewnienie stabilności cenowej. W zależności od uwarunkowań makroekonomicznych oraz skuteczności tradycyjnych narzędzi, mogą wykazać się jednak pewną elastycznością w odniesieniu do rodzaju stosowanych instrumentów.

\*

Niniejsza praca stanowi próbę kompleksowej analizy niekonwencjonalnej polityki pieniężnej zastosowanej w warunkach globalnego kryzysu finansowego, jednak nie wyczerpuje problematyki niestandardowych instrumentów polityki pieniężnej, którą można wzbogacić o analizę narzędzi wdrożonych przez inne banki centralne, np. Bank Japonii, Bank Szwecji czy też Bank Kanady. Proponowanym kierunkiem dalszych prac badawczych może być także analiza empiryczna, przy użyciu zaawansowanych metod ekonometrycznych, dotycząca skuteczności zastosowanych instrumentów, której nie dokonano w niniejszej pracy.

## BIBLIOGRAFIA

### Pozycje zwarte i artykuły naukowe

1. Adrian T., Kimbrough K., Marchioni D., *The Federal Reserve's Commercial Paper Funding Facility*, Federal Reserve Bank of New York Staff Reports, Staff Report No. 423, January 2010, Revised June 2010.
2. Agarwal S., Barnett J., Cun C., De Nardi M., *The asset-backed securities markets, the crisis and TALF*, Federal Reserve Bank of Chicago, Economic Perspectives, 4<sup>th</sup> quarter 2010.
3. Allen B., *The financial crisis and central banking*, w: *Monetary and financial stability - lessons from the crisis*, Bank of Albania's 8<sup>th</sup> International Conference, 17 September 2009.
4. Alon T., Swanson E., *Operation Twist and the Effect of Large-Scale Asset Purchases*, FRBSF Economic Letter, April 25, 2011.
5. Anderson R., Gascon C., *The Commercial Paper Market, the Fed, and the 2007-2009 Financial Crises*, Federal Reserve Bank of St. Luis, Review, November/December 2009
6. *Approaches to Monetary Policy Revisited – Lessons from the Crises*, Sixth ECB Central Banking Conference 18-19 November 2010, ECB, Eurosystem 2011.
7. Bair S. C., *Przyczyny kryzysu finansowego i diagnoza sytuacji na rynkach*, Bezpieczny Bank 1/2010.
8. Balcerzak A. P., *Przegląd i wstępna ocena teoretycznych stanowisk dotyczących źródeł globalnego kryzysu gospodarczego*, w: *Gospodarka w warunkach kryzysu*, red. S. Antkiewicz, M. Pronobis, CEDEWU Wydawnictwa Fachowe, Warszawa 2009.
9. *Bank na rynku finansowym*, red. E. Miklaszewska, Wolters Kluwer Polska Sp. z o.o., Warszawa 2010.
10. *Banki centralne wobec kryzysu ekonomicznego*, red. J. Osiński, Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, Warszawa 2010.
11. *Bankowość centralna od A do Z*, red. R. Kokoszcyński, B. Pietrzak, Narodowy Bank Polski, Warszawa 2007.
12. Bean C., *Quantitative easing and the economic outlook*, Speech to the Scottish Council for Development and Industry, Crowne Plaza Hotel, Glasgow, 21 February 2012.
13. Bean C., *Monetary policy after the fall*, Paper presented at the Federal Reserve Bank of Kansas City Annual Conference, Jackson Hole, 28 August 2010, BIS Review 111/2010.

14. Bednarczyk J. L., *Polityka pieniężna Europejskiego Banku Centralnego jako narzędzie przewycięzania kryzysu w krajach strefy euro*, w: *Rynki finansowe i ubezpieczenia. Nowe perspektywy instytucji i instrumentów*, Zeszyty Naukowe nr 143, red. W. Przybylska-Kapuścińska, J. Handschke, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Poznaniu, Poznań 2010.
15. Beirne J. i in., *The Impact of the Eurosystem's Covered Bond Purchase Programme on the Primary and Secondary Markets*, Occasional Paper Series No 122/January 2011.
16. Benford J. i in., *Quantitative easing*, Quarterly Bulletin 2/2009.
17. Bernanke B. S., *Some Reflections on the Crisis and the Policy Response*, At the Russell Sage Foundation and The Century Foundation Conference on „Rethinking Finance”, New York, April 13, 2012.
18. Bernanke B. S., *The economic outlook and monetary policy*, Speech by B. S. Bernanke, Chairman of the Board of the Federal Reserve System, at the Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Symposium, Jackson Hole, Wyoming, 27 August 2010.
19. Bernanke B., Gertler M., *Monetary Policy and Asset Price Volatility*, Economic Review, Fourth Quarter 1999, Kansas City: Federal Reserve Bank of Kansas City.
20. Błaszczak P., *Stabilność cen – sposoby definicji oraz wyzwania dla polityki pieniężnej*, Materiały i Studia, Zeszyt nr 249, Warszawa 2010.
21. Bogołębska J., *Rola współpracy banków centralnych w stabilizowaniu międzynarodowego środowiska finansowego. Doświadczenia kryzysu finansowego 2007-2009*, w: *Od kryzysu do ożywienia. Dylematy współczesnej polityki finansowej*, red. J. L. Bednarczyk, W. Przybylska-Kapuścińska, CeDeWU, Warszawa 2011.
22. Borio C., Drehmann M., *Towards an operational Framework for financial stability: „fuzzy” measurement and its consequences*, BIS Working Papers No 284, Monetary and Economic Department, June 2009.
23. Borio C., Lowe P., *Asset prices, financial and monetary stability: exploring the nexus*, BIS Working Paper, no 114, Monetary and Economic Department, July 2002.
24. Borio C., *Central banking post-crisis: What compass for uncharted waters?*, BIS Working Papers No 353, September 2011.
25. Borio C., *Rediscovering the macroeconomic roots of financial stability policy: journey, challenges and a way forward*, BIS Working Papers No 354, Monetary and Economic Department, September 2011.
26. Brealey R. A. i in., *Financial Stability and Central Banks. A global perspective*, Routledge, London and New York, 2007.

27. Cassola N. i in., *Implementing Monetary Policy in Crisis Times – the Case of the ECB*, w: *Approaches to Monetary Policy Revisited – Lessons from the Crises*, Sixth ECB Central Banking Conference 18-19 November 2010, ECB, Eurosystem, 2011.
28. Cecchetti S. G., *Crisis and Responses: The Federal Reserve in the Early Stages of the Financial Crisis*, *Journal of Economic Perspectives*, Volume 23, Number 1, Winter 2009.
29. Cecioni M., G. Ferrero, A. Secchi, *Unconventional monetary policy in theory and in practice*, Banca D'Italia Eurosystem, Occasional Papers, September 2011, No 102.
30. *Central Banking after the Crises*, 38<sup>th</sup> Economic Conference 2010, Oesterreichische Nationalbank, 2010.
31. Chant J., *Financial Stability as a Policy Goal*, w: J. Chant, A. Lai, M. Illing, F. Daniel, *Essays on Financial Stability*, September 2003, Bank of Canada, Technical Report No 95.
32. Chant J., Lai A., Illing M., Daniel F., *Essays on Financial Stability*, September 2003, Bank of Canada, Technical Report No 95.
33. Cheun S., von Köppen-Mertes I., Weller B., *The collateral frameworks of the Eurosystem, The Federal Reserve System and the Bank of England and the financial market turmoil*, Occasional Paper Series, No 107/ December 2009, European Central Bank, Eurosystem.
34. Corbo V., *Financial stability in a crisis: What is the role of the central bank?*, w: *Perspectives on inflation targeting, financial stability and the global crisis*, Contributions to the BIS-sponsored sessions at the annual LACEA meetings in 2008 and 2009, BIS Papers No 51, March 2010.
35. Crockett A., *Why Is Financial Stability a Goal of Public Policy?*, *Economic Review*, Federal Reserve Bank of Kansas City, Fourth Quarter 1997.
36. Crockett A., *Central bank governance under new mandates*, w: *The future of central banking under post-crises mandates*, Ninth BIS Annual Conference, 24-25 June 2010, BIS Papers No 55, January 2011.
37. Curdia V., Woodford M., *The Central-Bank Balance Sheet as an Instrument of Monetary Policy*, Staff Report no. 463, July 2010, Federal Reserve Bank of New York Staff Reports.
38. Czarnecki L., *Ryzyko w działalności bankowej. Nowe spojrzenie po kryzysie*, Wydawnictwo Studio EMKA, Warszawa 2011.

39. D'Amico S., King T. B., *Flow and Stock Effects of Large-Scale Treasury Purchases*, Finance and Economic Discussion Series 2010-52, Divisions of Research & Statistics and Monetary Affairs, Federal Reserve Board, Washington D.C.
40. Dale S., *Prospects for monetary policy: learning the lessons from 2011*, Speech at Bloomberg, 13 December 2011.
41. *Dangers for monetary policy from unsustainable fiscal policy*, Panel discussion contribution by T. J. Jordan, Chairman of the Governing Board of the Swiss National Bank, 16 May 2012, Presented at the European Central Bank colloquium: *Monetary policy in unconventional times*, held in honour of J. M. Gonzáles-Páramo.
42. Diamond D. W., Dybvig P. H., *Bank runs, deposit insurance, and liquidity*, Journal of Political Economy 91 (3), 1983.
43. Dungey M., Fry R. A., Gozales-Hermosillo B., Martin V. L., *Transmission of Financial Crises and Contagion. A Latent Factor Approach*, Oxford University Press, New York 2011.
44. Duwendag D. i in., *Teoria pieniądza i polityka pieniężna*, Poltext, Warszawa 1995;
45. Duygan-Bump B. i in., *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 Paper No. QAU10-3, 29 April 2010.
46. *Evaluating Large-Scale Asset Purchases*, Remarks by J. C. Stein, Member Board of Governors of the Federal Reserve System at the Brookings Institution, Washington D. C., October 11, 2012;
47. Fahr S., Motto R., Rostagno M., Smets F., Tristani O., *Lessons for Monetary Policy Strategies from the Recent Past*, w: *Approaches to Monetary Policy Revisited – Lessons from the Crises*, Sixth ECB Central Banking Conference 18-19 November 2010, ECB, Eurosystem 2011.
48. Ferguson Jr R. W., *Should financial stability be an explicit central bank objective?*, w: *Monetary stability, financial stability and the business cycle: five views*, BIS Papers No 18, Monetary and Economic Department, September 2003.
49. *Financial Stability in Emerging Economies, A strategy for the formulation, adoption and implementation of sound principles and practices to strengthen financial systems*, Report of the Working Party on Financial Stability in Emerging Market Economies, www.bis.org, April 1997.

50. Fleming M. J., Klagge N.J., *Income Effects of Federal Reserve Liquidity Facilities*, Current Issues in Economics and Finance, Volume 17, Nr 1/2011, Federal Reserve Bank of New York.
51. Forbes K., Rigobon R., *Contagion In Latin America: Definitions, Measurement and Policy Implications*, NBER Working Paper, 7885, September 2000.
52. Gagnon J., Raskin M., Remache J., Sack B., *Large-Scale Asset Purchases by the Federal Reserve : Did they Work?*, FRBNY Economic Policy Review, May 2011;
53. Gascon C. S., *Federal Reserve Assets: Understanding the Pieces of the Pie*, Economic Synopses 13/2009, Federal Reserve Bank of St. Louis.
54. *Globalizacja od A do Z*, Narodowy Bank Polski, Warszawa 2004.
55. *Globalizacja rynków finansowych - implikacje dla Polski*, red. W. Małecki, VIZJA PESS & IT, Warszawa 2007.
56. *Globalny kryzys finansowy a polska gospodarka*, red. W. Małecki, VIZJA PRESS&IT, Warszawa 2009.
57. *Globalny kryzys finansowy i jego konsekwencje w opiniach ekonomistów polskich*, red. J. Szambelańczyk, Związek Banków Polskich, Warszawa, marzec 2009.
58. Głogowski A., *Rola instrumentów pochodnych w kryzysie światowego systemu finansowego lat 2007-2009. Wybrane zagadnienia*, w: *Instrumenty pochodne w globalnej gospodarce*, Bank i Kredyt Część Edukacyjna 1/2010.
59. Goodfriend M., *Comment*, w: *Approaches to Monetary Policy Revisited – Lessons from the Crises*, Sixth ECB Central Banking Conference 18-19 November 2010, ECB, Eurosystem, 2011.
60. Gonzáles-Páramo J. M., *The Response of the Eurosystem to the Financial Crisis*, Keynote Speech at the European Parliament's Special Committee on the Financial, Economic and Social Crisis (CRIS), Brussels, 10 November 2009.
61. *Gospodarka światowa w warunkach globalizacji i regionalizacji rynków*, red. S. Miklaszewski, E. Molendowski, Difin, Warszawa 2009.
62. *Gospodarka w warunkach kryzysu*, red. S. Antkiewicz, M. Pronobis, CEDEWU.PL Wydawnictw Fachowe, Warszawa 2009.
63. Gospodarowicz A., *Kryzys finansowy w USA i Europie Zachodniej i jego oddziaływanie na sektor bankowy w Polsce*, w: *Globalny kryzys finansowy i jego konsekwencje w opiniach ekonomistów polskich*, red. J. Szambelańczyk, Związek Banków Polskich, Warszawa, marzec 2009.

64. Grauwe P., *Only a more active ECB can solve the euro crisis*, Centre for European Policy Studies, CEPS POLICY BRIEF No. 250, August 2011.
65. Greenspan A., *The Challenge of Central Banking in a Democratic Society*, Remarks by Chairman Alan Greenspan at the Annual Dinner and Francis Boyer Lecture of The American Enterprise Institute for Public Policy Research, Washington, D.C.
66. Grostal A., *Kredytowe instrumenty pochodne*, w: *Współczesne problemy rynku pieniężnego i kapitałowego. Teoria i praktyka*, Zeszyty Naukowe nr 113, red. K. Gabryelczyk, E. Gruszczyńska-Broźbar, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Poznaniu, Poznań 2009.
67. Gruszczyńska-Broźbar E., Gabryelczyk K., Ziarko-Siwek U., *Instrumenty rynku kapitałów pieniężnych*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Poznaniu, Poznań 2008.
68. Guttentag J., Herring R., *Emergency liquidity assistance for international banks*, w: *Threats to international financial stability*, red. R. Portes, A. K. Swoboda, Cambridge University Press, Cambridge 1987.
69. Hałaj G., *Przegląd metod badania płynności banków*, Bank i Kredyt nr 7/2008.
70. Haldane A., Hoggarth G., Saporta V., *Assessing financial stability, efficiency and structure at the Bank of England*, w: *Marring the macro-prudential dimensions of financial stability*, BIS Papers No 1/2001.
71. Haltom R. C., Hatchondo J. C., *How might the Fed's Large Scale Asset Purchases lower Long Term Interest Rates?*, The Federal Reserve Bank of Richmond, January 2011, EB11-01.
72. *Handbook of Central Banking and Financial Authorities in Europe. New Architectures in the Supervision of Financial Markets*, red. D. Masciandaro, E. Elgar, Cheltenham, Northampton 2005.
73. Hancock D., Passmore W., *Did the Federal Reserve's MBS Purchase Program Lower Mortgage Rates?*, Finance and Economics Discussion Series, 2011-01, Divisions of Research & Statistics and Monetary Affairs, Federal Reserve Board, Washington, D.C.
74. Herrero A. G., del Rio P., *Central Banks as Monetary Authorities and Financial Stability*, w: *Handbook of Central Banking and Financial Authorities in Europe. New Architectures in the Supervision of Financial Markets*, red. D. Masciandaro, E. Elgar, Cheltenham, Northampton 2005.
75. Hildebrandt P., *Introductory remarks by Philipp Hildebrandt*, Berne, 15 December 2011, News Conference, Swiss National Bank.



76. Huterska A., *Kredytowe instrumenty pochodne w zarządzaniu ryzykiem kredytowym*, CEDEWU.PL PLATINIUM, Warszawa 2010.
77. *Independence and Accountability. Developments in Central Banking*, Banque de France – Bicentennial Symposium, Paris, May 2000.
78. *Instrumenty pochodne w globalnej gospodarce*, Bank i Kredyt Część Edukacyjna 1/2010.
79. Issing O., *Monetary and financial stability: is there a trade-off?*, BIS Papers No 18, Monetary and Economic Department, September 2003.
80. Jagas J., *Ekonomia kryzysu globalizacji*, Wydawnictwo “Ekonomia” – Józef Jagas, Opole 2010.
81. Jajuga K., *Pomiar stabilności i zarządzanie ryzykiem systemu bankowego – lekcje z kryzysu*, w: *Globalny kryzys finansowy i jego konsekwencje w opiniach ekonomistów polskich*, red. J. Szambelańczyk, Związek Banków Polskich, Warszawa, marzec 2009;
82. Jobst A., *What is securitization*, Finance & Development, September 2008.
83. Joyce M., Lasasosa A., Stevens I., Tong M., *The Financial Market Impact of Quantitative Easing*, Bank of England Working Paper No. 393/2010, July 2010, revised August 2010.
84. M. Joyce, M. Tong, R. Woods, *The United Kingdom’s quantitative easing policy: design, operation and impact*, Bank of England Quarterly Bulletin 2011, No. 3.
85. Jurek M., Marszałek P., *Banki centralne krajów wysoko rozwiniętych podczas kryzysu finansowego*, w: *Rynek finansowy w erze zawirowań*, red. P. Karpuś, J. Węclawski, Wydawnictwo Uniwersytetu Marii Curie-Skłodowskiej, Lublin 2009.
86. Jurek M., Marszałek P., *Kryzys subprime i kryzys azjatycki – analiza porównawcza*, w: *Gospodarka w warunkach kryzysu*, red. S. Antkiewicz, M. Pronobis, CEDEWU.PL, Wydawnictwa Fachowe, Warszawa 2009.
87. Jurek M., Marszałek P., *Pieniądz, polityka pieniężna i systemy kursowe. Współczesne teorie i rozwiązania praktyczne*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Poznaniu, Poznań 2007.
88. Jurkowska-Zajdler A., *Bezpieczeństwo rynku finansowego w świetle prawa Unii Europejskiej*, Wolters Kluwer Polska Sp. z o.o., Warszawa 2008.
89. Kaźmierczak A., *Pieniądz i bank w kapitalizmie. Zarys problematyki*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1997.
90. Kiedrowska M., Marszałek P., *Stabilność finansowa – pojęcie, cechy i sposoby jej zapewnienia*, cz. I, Bank i Kredyt marzec 2002.

91. Kisselevsky B. K., *The role of the ECB in the crisis*, DirCom and EuroTeam Meeting, Warsaw, 6 July 2012.
92. Kokoszczyński R., *Współczesna polityka pieniężna w Polsce*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2004.
93. Konopczak M., Sieradzki R., Wiernicki M., *Kryzys na światowych rynkach finansowych – wpływ na rynek finansowy w Polsce oraz implikacje dla sektora realnego*, Bank i Kredyt 41/2010.
94. Kowalska M. M., *Polityka stabilizacyjna Wielkiej Brytanii w warunkach kryzysu i jej konsekwencje po roku 2010*, w: *Gospodarka w warunkach kryzysu*, red. S. Antkiewicz, M. Pronobis, Wydawnictwo Naukowe CeDeWu.pl, Warszawa 2009.
95. Kulig J., *Współzależności globalne w przebiegu kryzysu finansowego w: Globalny kryzys finansowy a polska gospodarka*, red. W. Małecki, VIZJA PRESS&IT, Warszawa 2009.
96. Kusy R., *Toksyczne instrumenty finansowe jako przyczyna kryzysu finansowego*, w: *Globalny kryzys finansowy a polska gospodarka*, red. W. Małecki, VIZJA PRESS&IT, Warszawa 2009.
97. Labonte M., *Changing the Federal Reserve's Mandate: An Economic Analysis*, Congressional Research Service, February 25, 2011.
98. Lamfalussy A., Keynote speech, w: *The future of central banking under post-crises mandates*, Ninth BIS Annual Conference, 24-25 June 2010, BIS Papers No 55, January 2011.
99. Lubbe A., *Globalizacja i regionalizacja we współczesnej gospodarce światowej*, w: *Rozwój w dobie globalizacji*, pod red. A. Bąkiewicz i U. Żuławskiej, PWE, Warszawa 2010.
100. Lucas Jr. R. E., Stokey N. L., *Liquidity Crises. Understanding sources and limiting consequences: a theoretical framework*, Economic Policy Papers, The Region, June 2011.
101. Lutkowski K., *Mechanizm przepływów kapitałowych w epoce globalizacji*, w: *Globalizacja od A do Z*, Narodowy Bank Polski, Warszawa 2004.
102. Łaszek J., *Kryzys finansowy w USA i jego konsekwencje dla gospodarki europejskiej i Polski*, Konferencja SGH w Warszawie: *Przedsiębiorstwo w warunkach kryzysu globalnego: wyzwania szanse*, 10 grudnia 2009 r.
103. *Maintaining Financial Stability in a Global Economy*, Kansas City: Federal Reserve Bank of Kansas City, Kansas City 1997.

104. Małecki P., Stanek P., *Gospodarka światowa wobec kryzysu globalnego*, w: *Gospodarka światowa w warunkach globalizacji i regionalizacji rynków*, red. S. Miklaszewski, E. Molendowski, Difin, Warszawa 2009.
105. Małecki W., Sławiński A., Piasecki R., Żuławska U., *Kryzysy walutowe*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2001.
106. Małecki W., Sławiński A., *Wnioski z kryzysów walutowych w krajach wschodzących*, w: Małecki W., Sławiński A., Piasecki R., Żuławska U., *Kryzysy walutowe*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2001.
107. *Marring the macro-prudential dimensions of financial stability*, BIS Papers No 1/2001
108. Masiukiewicz P., *Klasyczny run na kasy w banku hipotecznym Northern Rock*, w: *Międzynarodowe bankructwa i afery bankowe*, red. P. Masiukiewicz, Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, Warszawa 2009.
109. Matysek-Jędrych A., *Instrumenty stabilizowania systemu finansowego (przyczynę do analizy kryzysu zapoczątkowanego w 2007 roku)*, w: *Globalny kryzys finansowy i jego konsekwencje w opiniach ekonomistów polskich*, red. J. Szambelańczyk, Związek Banków Polskich, Warszawa, marzec 2009.
110. Meier A., *Panacea, Curse, or Nonevent? Unconventional Monetary Policy in the United Kingdom*, IMF Working Paper WP/09/163, August 2009.
111. *Międzynarodowe bankructwa i afery bankowe*, red. P. Masiukiewicz, Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, Warszawa 2009.
112. Miles D., *Monetary Policy and financial dislocation*, Speech to the Royal Economic Society, London, 10 October 2011.
113. Miles D., *Asset prices, saving and the wider effects of monetary policy*, Speech at the Manchester Business Conference, 1 March 2012.
114. Mishkin F. S., *Monetary Policy Strategy: Lessons from the Crises*, Working Paper 16755, National Bureau of Economic Research, February 2011.
115. Mishkin F. S., *Preventing Financial Crises: an International Perspective*, Working Paper No 636, National Bureau of Economic Research, Cambridge 1994.
116. Mishkin F. S., *The causes and propagation of financial instability: lessons for policymakers*, Federal Reserve Bank of Kansas City, w : *Maintaining Financial Stability in a Global Economy*, Kansas City: Federal Reserve Bank of Kansas City, Kansas City 1997.

117. Moessner R., Allen W., *Central bank co-operation and international liquidity in the financial crises of 2008-9*, BIS Working Papers No 310, Monetary and Economic Department, May 2010.
118. *Monetary and financial stability – lessons from the crisis*, Bank of Albania's 8<sup>th</sup> International Conference, 17 September 2009.
119. *Monetary Policy Since the Onset of the Crises*, Remarks by Ben S. Bernanke, Chairman Board of Governors of the Federal Reserve System at the Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Symposium, Jackson Hole, Wyoming, August 31, 2012.
120. *Monetary stability, financial stability and the business cycle: five views*, BIS Papers No 18, Monetary and Economic Department, September 2003.
121. Moraczewska A., *Korporacje transnarodowe w procesach globalizacji*, w: *Oblicza procesów globalizacji*, pod. red. M. Pietrasia, Wydawnictwo UMCS, Lublin 2002;
122. Murray J., *When the unconventional becomes conventional – monetary policy in extraordinary times*, Bank of International Settlements Review 61/2009.
123. Nawrot W., *Globalny kryzys finansowy XXI wieku. Przyczyny, przebieg, skutki, prognozy*, CEDEWU.PL Wydawnictwa Fachowe, Warszawa 2009.
124. Neely C. J., *The Large-scale Asset Purchases Had Large International Effects*, Working Paper 2010-018D, Federal Reserve Bank of St. Louis, July 2010, Revised April 2012;
125. Niedziółka P., *Pokusa nadużycia w działalności kredytowej banków a stabilność finansowa*, Bank i Kredyt listopad 2008.
126. *Oblicza procesów globalizacji*, red. M. Pietrasia, Wydawnictwo UMCS, Lublin 2002
127. *Od kryzysu do ożywienia. Dylematy współczesnej polityki finansowej*, red. J. L. Bednarczyk, W. Przybylska-Kapuścińska, CeDeWU, Warszawa 2011.
128. Oręziak L., *Globalizacja rynków finansowych*, w: *Globalizacja od A do Z*, Narodowy Bank Polski, Warszawa 2004.
129. Osiński J ., *Wnioski z obecnego kryzysu dla kształtu krajowej sieci bezpieczeństwa finansowego – model „trójzęba” nadzorczego (Trident Model)*, Bezpieczny Bank nr 1/2010.
130. Ostalecka A., *Kryzysy bankowe i metody ich przewyżczania*, Difin, Warszawa 2009.
131. Padoa-Schioppa T., *Central banks and financial stability: exploring a land in between*, Paper presented at the Second ECB Central Banking Conference: The transformation of the European Financial System, Frankfurt am Main, October 2002.

132. Papademos L., *Central bank mandates and governance arrangements*, w: *The future of central banking under post-crisis mandates*, Ninth BIS Annual Conference, 24-25 June 2010, BIS Papers No 55, January 2011.
133. *Perspectives on inflation targeting, financial stability and the global crisis*, Contributions to the BIS-sponsored sessions at the annual LACEA meetings in 2008 and 2009, BIS Papers No 51, March 2010.
134. *Polityka pieniężna*, red. A. Sławiński, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 2011.
135. *Polityka pieniężna. Cele, strategie i instrumenty*, red. W. Przybylska-Kapuścińska, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Poznaniu, Poznań 2002.
136. Przybylska-Kapuścińska W., *Strategia bezpośredniego celu inflacyjnego w nowych krajach członkowskich Unii Europejskiej*, w: *Bankowość centralna od A do Z*, red. R. Kokoszyczyński, B. Pietrzak, Narodowy Bank Polski, Warszawa 2007.
137. Pyka I., *Bank centralny na współczesnym rynku pieniężnym: dyscyplina regulacyjna, skuteczność, instrumenty*, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 2010.
138. Pyka I., *Instrumenty polityki monetarnej NBP w kształtowaniu płynności polskiego sektora bankowego*, w: *Wyzwania współczesnej polityki pieniężnej*, red. W. Przybylska-Kapuścińska, M. Szyszko, Difin 2012.
139. Ratajczak M., *Finansyzacja gospodarki*, Ekonomista nr 3/2012.
140. Ratajczak M., *Kryzys finansowy a rozwój ekonomii jako nauki*, w: *Studia z bankowości centralnej i polityki pieniężnej*, red. W. Przybylska-Kapuścińska, Difin, Warszawa 2009.
141. Roubini N., Mihm S., *Ekonomia kryzysu*, Oficyna Wolters Kluwer Business, Warszawa 2011.
142. Redouin J. P., *Monetary and financial stability – a dual role for a central bank: recent lessons*, Speech at the Money and Banking Conference 2010, Central Bank of Argentina, Buenos Aires, 3 September 2010.
143. Rozkrut M., *Polityka informacyjna banków centralnych*, w: *Polityka pieniężna*, red. A. Sławiński, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 2011.
144. *Rozwój w dobie globalizacji*, red. A. Bąkiewicz i U. Żuławska, PWE, Warszawa 2010.
145. Rutkowska-Tomaszewska E., *Zasady racjonalnego zarządzania ryzykiem płynności banków w zaleceniach Komitetu Bazylejskiego*, w: *Wyzwania regulacyjne wobec doświadczeń globalnego kryzysu finansowego*, red. J. Szambelańczyk, Oficyna Wydawnicza, Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, Warszawa 2011.

146. *Rynek finansowy w erze zawirowań*, red. P. Karpuś, J. Węclawski, Wydawnictwo Uniwersytetu Marii Curie-Skłodowskiej, Lublin 2009.
147. *Rynki finansowe i ubezpieczenia. Nowe perspektywy instytucji i instrumentów*, Zeszyty Naukowe nr 143, red. W. Przybylska-Kapuścińska, J. Handschke, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Poznaniu, Poznań 2010.
148. Schaal P., *Pieniądz i polityka pieniężna*, Państwowe Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 1996.
149. Schinasi G. J., *Defining Financial Stability*, IMF Working Paper 2004/187, Washington DC.
150. Schinasi G. J., *Safeguarding Financial Stability. Theory and Practice*, International Monetary Fund, Washington 2005.
151. Schinasi G. J., *Understanding Financial Stability: Towards a Practical Framework*, Seminar on Current Developments in Monetary and Financial Law, Washington, D. C., October 23-27, 2006.
152. Sinclair P., *Financial stability and central banks: an introduction*, w: R. A. Brealey i in., *Financial Stability and Central Banks. A global perspective*, Routledge, London and New York, 2007.
153. Skopowski M., Wiśniewski M., *Współczesna polityka pieniężna – instrumenty. Materiały dydaktyczne*, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Poznaniu, Poznań 2009.
154. Sławiński A., *Banki centralne a globalizacja*, w: *Globalizacja rynków finansowych - implikacje dla Polski*, red. W. Małecki, VIZJA PESS & IT, Warszawa 2007.
155. Sławiński A., *Rynki finansowe*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2006.
156. Sławiński A., *Stabilność finansowa*, w: *Polityka pieniężna*, red. A. Sławiński, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 2011.
157. Smaghi L. B., *Conventional and unconventional monetary policy*, Keynote lecture at the International Center for Monetary and Banking Studies (ICMB), Geneva, 28 April 2009.
158. Smaghi L. B., *What has the financial crises taught us? The global dimension and international policy cooperation*, BIS Review 114/2010.
159. Solarz. J. K., *Rozwój systemów bankowych*, Biblioteka Menadżera i Bankowca, Warszawa 1996.

160. *Stability guardians and crises managers: central banking in times of crises and beyond*, Distinguished Lecture by Jörg Asmussen, Member of the Executive Board of the ECB, House of Finance, Goethe Universität, Frankfurt am Main, 11 September 2012.
161. Stern G. H., *Better Late Than Never: Addressing Too-Big-to-Fail*, The Region, June 2009.
162. Stiglitz J. E., *Globalizacja*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2004.
163. *Studia z bankowości centralnej i polityki pieniężnej*, red. W. Przybylska-Kapuścińska, Difin, Warszawa 2009.
164. Swanson E. T., *Let's Twist Again: A High-Frequency Event-Study Analysis of Operation Twist and Its Implications QE2*, Federal Reserve Bank of San Francisco Working Paper Series, February 2011, Working Paper 2011-08.
165. Szczepańska O. i in. *Instytucjonalne uwarunkowania stabilności finansowej na przykładzie wybranych krajów*, Materiały i Studia, Zeszyt nr 173, Warszawa, kwiecień 2004.
166. Szczepańska O., *Stabilność finansowa jako cel banku centralnego, Studium teoretyczno-porównawcze*, Wydawnictwo Naukowe Scholar, Warszawa 2008.
167. Szpunar P., *Polityka pieniężna. Cele i warunki skuteczności*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2000.
168. Szyszka A., *Behawioralne aspekty kryzysu finansowego*, Bank i Kredyt 4/2009.
169. Taylor J. B., *Zrozumieć kryzys finansowy. Przyczyny, skutki, interpretacje*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2010.
170. Taylor J. B., Williams J., *A Black Swan in the Money Market*, Working Paper 13943, NBER Working Paper Series, National Bureau of Economic Research, April 2008.
171. Taylor J. B., *The financial Crises and the Policy Responses: An Empirical Analysis of What Went Wrong*, Bank of Canada, A Festschrift in honour of David Dodge, November 2008.
172. *The future of central banking under post-crises mandates*, Ninth BIS Annual Conference, 24-25 June 2010, BIS Papers No 55, January 2011.
173. Thomas L. B., *The Financial Crises and Federal Reserve Policy*, Palgrave Macmillan, March 2011.
174. Thornton D. L., *The Effectiveness of Unconventional Monetary Policy: The Term Auction Facility*, Federal Reserve Bank of St. Louis Review, November/December 2011.

175. *Threats to international financial stability*, red. R. Portes, A. K. Swoboda, Cambridge University Press, Cambridge 1987.
176. Tirole J., *Illiquidity and all its Friends*, Notta di Lavoro 78.2010, Toulouse School of Economics.
177. Tracy J., *What the Fed did and why*, Remarks at the Westchester County Bankers Association, Tarrytown, New York, June 25, 2010, BIS Review 92/2010.
178. Trichet J. C., *Introductory Remarks*, Banque de France – Bicentennial Symposium, Paris, May 2000.
179. Trichet J. C., *Reflections on the Nature of Monetary Policy Non-standard Measures and Finance Theory w: Approaches to Monetary Policy Revisited – Lessons from the Crises*, Sixth ECB Central Banking Conference 18-19 November 2010 r., European Central Bank 2011.
180. Trichet J. C., *The ECB's Response to the Recent Tensions in Financial Markets, w: Central Banking after the Crises*, 38<sup>th</sup> Economic Conference 2010, Oesterreichische Nationalbank, 2010.
181. Tumpel-Gugerell G., *The ECB's actions during the recent crisis and the policy elements needed for a sound recovery*, Speech at the conference on *How can the EU and China contribute to a sound and sustainable global economy recovery?* at the Shanghai Expo, Shanghai, 3 July 2010, BIS Review 93/2010.
182. Tymoczko D., *Operacje banków centralnych w okresach kryzysowych*, w: *Polityka pieniężna*, red. A. Sławiński, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 2011.
183. Tymoczko D., *Reakcje wybranych banków centralnych (FED i EBC) na kryzys*, w: *Banki centralne wobec kryzysu ekonomicznego*, red. J. Osiński, Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, Warszawa 2010.
184. Weber A., *Financial Market Stability*, Speech at the London School of Economics, 6 June 2008, Financial Markets Group Public Lecture, FMG Review, Number 78, July 2008.
185. Willardson N., Pederson L., *Federal Reserve Liquidity Programs: An Update*, The Region, June 2010.
186. Wójtowicz G., *Bank centralny w gospodarce rynkowej*, w: *Bankowość centralna od A do Z*, red. R. Kokoszcyński, B. Pietrzak, Narodowy Bank Polski, Warszawa 2007.
187. *Współczesne problemy rynku pieniężnego i kapitałowego. Teoria i praktyka*, Zeszyty Naukowe nr 113, red. K. Gabryelczyk, E. Gruszczyńska-Broźbar, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Poznaniu, Poznań 2009.



188. *Współczesny pieniądz w teorii i praktyce*, red. Z. Knakiewicz, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Poznaniu, Poznań 2006.
189. *Wyzwania współczesnej polityki pieniężnej*, red. W. Przybylska-Kapuścińska, M. Szyszko, Difin 2012.
190. *Wyzwania regulacyjne wobec doświadczeń globalnego kryzysu finansowego*, red. J. Szambelańczyk, Oficyna Wydawnicza, Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, Warszawa 2011.
191. *Zarządzanie ryzykiem i płynnością banku komercyjnego*, red. W. Przybylska-Kapuścińska, Poznań 2003.
192. Zorska A., *Ku globalizacji*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1998;
193. Żywiecka H., *Przyczyny i mechanizmy kryzysów walutowych ze szczególnym uwzględnieniem znaczenia międzynarodowych przepływów kapitału*, Materiały i Studia nr 145, NBP, Warszawa 2002.
194. Żywiecka H., *Stabilność finansowa jako cel współczesnego banku centralnego*, Bezpieczny Bank 3 (48) 2012, Bankowy Fundusz Gwarancyjny.

#### **Artykuły prasowe**

1. Baj L., *EBC zrobił swoje. Piłka po stronie Hiszpanii*, Gazeta Wyborcza nr 233 z dn. 5.10.2012 r.
2. Baj L., *Grecja redukuje swoje zadłużenie*, Gazeta Wyborcza z dn. 9.03.2012 r.
3. Baj L., Maciejewicz P., *Na ratunek euro*, Gazeta Wyborcza nr 190 z dn. 17.08.2011 r.
4. *Bank Japonii zdecydował się dołączyć do Fedu oraz EBC*, Rzeczpospolita nr 220 z dn. 20.09.2012 r.
5. Bielecki T., Baj L., *Euro na wieki wieków*, Gazeta Wyborcza nr 180 z dn. 3.08.2012 r.
6. Bielecki T., *Na ratunek Hiszpanii, na ratunek Unii*, Gazeta Wyborcza nr 134 z dn. 11.06.2012 r.
7. Chądryński M., *EBC może wesprzeć polskie obligacje*, Dziennik Gazeta Prawna nr 148 z dn. 1.08.2012 r.
8. *Efekty zapowiedzi EBC*, Rzeczpospolita nr 213 z dn. 12.09.2012 r.
9. *Filar D., Profesor Taylor nie ceni dyskrecjonalności*, Rzeczpospolita z dn. 11.09. 2004 r.
10. *Frank słabnie, dilerzy handlują*, The Wall Street Journal, za: Rzeczpospolita nr 217 z dn. 17.09.2012 r.
11. Harding R., *Fed launches \$400 bn "Operation Twist"*, Financial Times, September 21, 2011.

12. Jagiełło Z., Pawłowicz L., *Hazard moralny i wojny depozytowe*, Rzeczpospolita z dn. 8.02.2012 r.
13. Kamińska A., Siemionczyk G., *Tańszy pieniądz nas nie uratuje*, Rzeczpospolita nr 180 z dn. 3.08.2012 r.
14. Kluza S., *Unia bankowa? Oj, to może być ryzykowne*, Gazeta Wyborcza nr 213 z dn. 12.09. 2012 r.
15. Koczor M., Tokarski P., *Trzeba więcej miliardów euro*, Rzeczpospolita nr 209 z dn. 7.09.2012 r.
16. Koziół H., *Interwencja Szwajcarów kosztowna, ale daje efekty*, Rzeczpospolita nr 209 z 8.09.2011 r.
17. Koziół H., *Kryzys tworzy unię bankową*, Rzeczpospolita z 13.06.2012 r.
18. Koziół H., *Szwajcarzy idą va banque*, Rzeczpospolita nr 208 z 7.09.2011 r.
19. Lubowski A., *Bankier wszechmogący*, Gazeta Wyborcza nr 211 z dn. 10.09.2012 r.
20. Maciejewicz P., *Rośnie popyt na polskie obligacje. Efekt? Drożeje złoty*, Gazeta Wyborcza nr 183 z 7.08.2012 r.
21. Mitraszewska A., *Czy ratunek dla euro nie przyszedł za późno?*, Gazeta Wyborcza nr 211 z dn. 10.09.2012 r.
22. Morawiecki M., *Długi kryzys przez długie*, Gazeta Wyborcza nr 134 z 11.06.2012 r.
23. *Najważniejsze banki centralne prężą muskuły*, Rzeczpospolita nr 221 z dn. 21.09.2012 r.,
24. *Pakiet zaufania NBP*, Gazeta Wyborcza z dn. 28.10.2008 r.
25. Prusek T., *Fed dodrukuje dolarów, aby ratować USA*, Gazeta Wyborcza nr 215 z dn. 14.09.2012 r.
26. Prusek T., *Fed zawiódł Wall Street*, Gazeta Wyborcza nr 179 z dn. 2.08.2012 r.
27. Prusek T., *Helikopterowy Ben i Mario drukarz rządzą światem*, Gazeta Wyborcza nr 217 z dn. 17.09.2012 r.
28. Schäfer H. B., A. Radwan, *Terapie w europejskim kryzysie*, Rzeczpospolita z dn. 18.09.2012 r.
29. Siemionczyk G., *EBC kupi obligacje bankrutów*, Rzeczpospolita nr 209 z dn. 7.09.2012 r.,
30. Siemionczyk G., *Nadzieja w bankach centralnych*, Rzeczpospolita nr 177 z dn. 31.12.2012 r.
31. Sławiński A., *Gdy koń nie chce pić*, Rzeczpospolita z dn. 13.06.2012 r.
32. Słojewska A., *Samotność Niemców*, Rzeczpospolita nr 205 z 3 września 2012 r.

33. *Uwaga na bankę, czyli efekt darmowego pieniądza*, The Economist Newspaper Limited, London (9-15.01.2010), za: Rzeczpospolita z dn.11.01.2010 r.
34. *Włochy są dla mnie kluczowe. Monti jest dla mnie bohaterem*, wywiad z Markiem Belką, Gazeta Wyborcza z dn. 30.01.2012 r.
35. Wolak D., *EBC sprawił, że indeksy zaczęły mocno iść w górę*, Rzeczpospolita nr 211 z dn. 10.09.2012
36. Wolff G. B., *Unia bankowa dla wzrostu*, Rzeczpospolita z dn. 14.06.2012 r.,
37. Zaleska M., Jurowski A., *Przyczyny i skutki kryzysu subprime*, Gazeta Bankowa z dn. 1.04.2008 r.
38. Zaleska M., *Płynność to nie to samo co wypłacalność*, Gazeta Bankowa z dn. 17.12.2007 r.

### Artykuły internetowe

1. Altig D., *Large-Scale Asset Purchases: Conventional Policy in Unconventional Circumstances*, The Federal Reserve Bank of Atlanta, March 18, 2012, [www.seekingalpha.com/article](http://www.seekingalpha.com/article)
2. Draghi M., Consancio V., *Introductory statement to the press conference (with Q&A)*, Frankfurt am Main, 6 September 2012, <http://www.ecb.int/pressconf/2012/html/is120906.en.html>
3. *Eurogrupa zatwierdziła plan pomocy dla banków Hiszpanii*, <http://wiadomosci.onet.pl/swiat/eurogrupa-zatwierdzila-plan-pomocy-dla-bankow-hisz,1,5195042,wiadomosc.html>
4. *Finansjalizacja – klęska urodzaju w gospodarce*, wywiad z prof. Paulem Dembinskim, <http://www.obserwatorfinansowy.pl/forma/debata/finansjalizacja-kleska-urodzaju-w-gospodarce>
5. Gonzáles-Páramo J. M., *Closing remarks at the colloquium: Monetary policy in unconventional times*, [www.ecb.int/press/key/date/2012/html/sp120516\\_1.en.html](http://www.ecb.int/press/key/date/2012/html/sp120516_1.en.html)
6. Jobst A., *Collateralised Loan Obligations (CLOs)*, December 2002, [http://www.securitization.net/pdf/fmg\\_clo\\_100102.pdf](http://www.securitization.net/pdf/fmg_clo_100102.pdf)
7. Kettemann A., Krogstrup S., *Portfolio balance effects of the SNB's 2009 bond purchase program*, [http://wwz.unibas.ch/fileadmin/wwz/redaktion/dekanat/Forschungsseminar\\_HS09/20120330\\_SNBbondPurchases\\_Signe\\_Krogstrup.pdf](http://wwz.unibas.ch/fileadmin/wwz/redaktion/dekanat/Forschungsseminar_HS09/20120330_SNBbondPurchases_Signe_Krogstrup.pdf)
8. Krugman P., *Zalamanie gospodarcze dobiega końca*, <http://gielda.onet.pl/zalamanie-gospodarcze-dobiega-konca--paul-krugman-,18869,3005275,1,komentarze-detaj>

9. Lien K., *Jak quantitative easing może wpłynąć na dolara amerykańskiego*, GFT / EFIX Polska, <http://wiadomosci.onet.pl/wiadomosci/jak-quantitative-easing-moze-wplynac-na-dolara-me,1,3492582,wiadomosc.html>
10. Morawski I., *Banki są na kroplówce niskich stóp – jak ją odłączyć*, <http://www.obserwatorfinansowy.pl/2012/04/11/banki-sa-na-kroplowce-niskich-stop-jak-ja-odlaczyc/>
11. Morawski I., *Wielkie drukowanie pieniądza w stylu amerykańskim i europejskim*, <http://www.obserwatorfinansowy.pl/2012/01/21/wielkie-drukowanie-pieniadza-w-stylu-amerykanskim-i-europejskim>
12. Noga M., *EBC zrobił dobrze, tylko za późno*, <http://www.obserwatorfinansowy.pl/2010/05/19/ebc-zrobil-dobrze-tylko-za-pozno/>
13. Rogalski M., *Rynkowe deja vu?*, <http://waluty.wp.pl/kat,50000,title,Rynkowe-deja-vu,wid,14443335,wiadomosc.html>
14. Thlon M., *Proces sekurytyzacji aktywów w kontekście kryzysu na rynku kredytów subprime*, Uniwersytet Ekonomiczny w Krakowie, [http://www.e-finanse.com/artykuly\\_eng/112.pdf](http://www.e-finanse.com/artykuly_eng/112.pdf)

#### **Akty prawne**

1. Act No. 6/1993 Coll. on the Czech National Bank.
2. *Bank of England Act 1998*, Chapter 11.
3. *Consolidated Version of The Treaty on The Functioning of The European Union*, 13 December 2007, European Union, 2008/C 115/01.
4. *Decision of the European Central Bank of 14 May 2010 establishing a securities market programme* (ECB/2010/5), (2010/281/EU), Official Journal of the European Union.
5. *Decision of The European Central Bank of 3 November 2011 on the implementation of the second covered bond purchase programme* (ECB/2011/17).
6. *Federal Act 951.11 on the Swiss National Bank* of 3 October 2003 (as at 1 January 2009).
7. *Federal Reserve Act, An Act to provide for the establishment of Federal reserve banks, to furnish an elastic currency, to afford means of rediscounting commercial paper, to establish a more effective supervision of banking in the United States, and for other purposes*, (enacted December 23, 1913, 12 U.S.C. ch.3).
8. *The Gramm–Leach–Bliley Act (GLB)*.

9. Uchwała nr 46/2008 Zarządu Narodowego Banku Polskiego z dnia 16 października 2008 r. w sprawie ogólnych warunków transakcji walutowych typu swap.
10. Ustawa o Komitecie Stabilności Finansowej z dnia 7 listopada 2008 r.
11. Ustawa z dnia 29 sierpnia 1997 r. o Narodowym Banku Polskim (stan prawny na dzień 30 grudnia 2010 r.).

### **Materialy źródłowe**

1. *2011 Annual Report*, Financial Stability Oversight Council, 1500 Pennsylvania Avenue, NW Washington, D.C. 20220.
2. *A new approach to financial regulation: judgement, focus and stability*, HM Treasury, July 2010.
3. *Annual Report 2008*, 101st Annual Report, Swiss National Bank, 2008.
4. *Annual Report 2009*, 102nd Annual Report, Swiss National Bank, 2009.
5. *Annual Report 2010*, 103rd Annual Report, Swiss National Bank, 2010.
6. *Annual Report 2007*, CNB, Czech National Bank.
7. *Annual Report 2008*, CNB, Czech National Bank.
8. *Annual Report 2009*, CNB, Czech National Bank.
9. *Annual Report 2009/10*, Bank of England Asset Purchase Facility Fund Limited.
10. *Covered Bonds in the EU Financial System*, December 2008, ECB 2008.
11. *Domestic Open Market Operations During 2009*, A Report Prepared for the Federal Open Market Committee by the Markets Group of the Federal Reserve Bank of New York, January 2010.
12. *Federal Reserve System Monthly Report on Credit and Liquidity Programs and the Balance Sheet*, Board of Governors of the Federal Reserve System, June-December 2009.
13. *Federal Reserve System Monthly Report on Credit and Liquidity Programs and the Balance Sheet*, Board of Governors of the Federal Reserve System, January-December 2010.
14. *Federal Reserve System Monthly Report on Credit and Liquidity Programs and the Balance Sheet*, Board of Governors of the Federal Reserve System, January-December 2011.
15. *Inflation Report May 2009*, Bank of England.
16. *Instrumenty polityki pieniężnej Narodowego Banku Polskiego w 2008 r., Płynność sektora bankowego*, Raport, NBP, Warszawa 2009 .

17. *Memorandum of Understanding between HM Treasury, the Bank of England and the Financial Services Authority.*
18. *Monetary policy assessment of 14 June 2012*, Zurich, 14 June 2012.
19. *Monetary policy assessment of 15 March 2012*, Zurich, 15 March 2012.
20. *Monetary Policy of the Czech National Bank*, Fact Sheet, June 2010, CNB.
21. *Polska wobec światowego kryzysu gospodarczego*, NBP, Warszawa 2009.
22. *Quarterly Bulletin 3/2011*, Swiss National Bank.
23. *Quarterly Bulletin 4/2011*, Swiss National Bank.
24. *Raport na temat pełnego uczestnictwa Rzeczypospolitej Polskiej w trzecim etapie unii Gospodarczej i Walutowej*, NBP, Warszawa 2009.
25. *Raport Roczny 2008*, Europejski Bank Centralny, Eurosystem, 2009.
26. *Raport Roczny 2009*, Europejski Bank Centralny, Eurosystem, 2010.
27. *Raport Roczny 2010*, Europejski Bank Centralny, Eurosystem, 2011.
28. *Raport Roczny 2011*, Europejski Bank Centralny, Eurosystem, 2012.
29. *Raport Roczny 2008*, Narodowy Bank Polski 2009.
30. *Raport Roczny 2009*, Narodowy Bank Polski 2010.
31. *Raport roczny 2011. Płynność sektora bankowego. Instrumenty polityki pieniężnej NBP*, NBP 2012.
32. *Report Pursuant to section 129 of the Emergency Economic Stabilization Act of 2008: Commercial Paper Funding Facility.*
33. *Report Pursuant to section 129 of the Emergency Economic Stabilization Act of 2008: Term Asset-Backed Securities Loan Facility.*
34. *The Federal Reserve's Section 13 (3) Lending Facilities to Support Overall Market Liquidity: Function, Status, and Risk Management*, Board of Governors of the Federal Reserve System, Office of Inspector General, November 2010.
35. *The implementation of Monetary Policy Since August 2007*, ECB Monthly Bulletin, July 2009.
36. *The Monetary Policy of the ECB 2011*, European Central Bank, Eurosystem, Third Edition, May 2011.

### **Strony internetowe**

<http://appsso.eurostat.ec.europa.eu>

<http://english.mnb.hu>

<http://inflationdata.com>

<http://money.pl>  
<http://obserwatorfinansowy.pl>  
<http://sdw.ecb.europa.eu>  
<http://www.bankofengland.co.uk>  
<http://www.bis.org/list/cbspeeches>  
<http://www.cnb.cz>  
<http://www.ecb.int>  
<http://www.euribor-ebf.eu>  
<http://www.federalreserve.gov>  
<http://www.financialstabilityboard.org>  
<http://www.inflation.eu>  
<http://www.investopedia.com>  
<http://www.money.pl/>  
<http://www.nbp.pl>  
<http://www.newyorkfed.org>  
<http://www.rateinflation.com>  
<http://www.rateinflation.com>  
<http://www.snb.ch>  
<http://www.tradingeconomics.com>  
<http://wyborcza.biz/biznes>

## SPIS WYKRESÓW

|              |   |     |
|--------------|---|-----|
| Wykres 3.1.  | Wielkość emisji dłużnych papierów sekurytyzowanych (w mln USD) .....  | 102 |
| Wykres 3.2.  | Kształtowanie stopy referencyjnej FED w latach 2000-2008 ( <i>target federal fed funds</i> ) .....  | 111 |
| Wykres 3.3.  | Kształtowanie się wielkości PKB głównych gospodarek świata .....  | 124 |
| Wykres 3.4.  | Wzrost długu publicznego w wybranych krajach Unii Europejskiej..  | 129 |
| Wykres 4.1.  | Kształtowanie się spreadu 3-miesięczny LIBOR – OIS w pierwszej fazie kryzysu (w punktach bazowych) .....  | 135 |
| Wykres 4.2.  | Porównanie oprocentowania papierów komercyjnych w okresie czerwiec 2007 - sierpień 2008 (stopa procentowa 30-dniowa) .....  | 136 |
| Wykres 4.3.  | Kształtowanie się wielkości emisji ABCP na tle całkowitej wielkości emisji papierów komercyjnych w okresie czerwiec 2007-maj 2008 (w mln USD) .....                             | 136 |
| Wykres 4.4.  | Kształtowanie się <i>Overnight Treasury Securities Repo Rate</i> w okresie luty-kwiecień 2008 .....   | 137 |
| Wykres 4.5.  | Dzienne notowania stopy <i>overnight</i> oraz stopy <i>dicount window primary credit</i> na rynku międzybankowym USA w okresie od 1 września 2007 r. do 14 października 2010 r. | 140 |
| Wykres 4.6.  | Należności Systemu Rezerwy Federalnej z tytułu <i>Term Auction Facility</i> (TAF) (w mln USD) .....   | 143 |
| Wykres 4.7.  | Rozpiętość pomiędzy oprocentowaniem trzymiesięcznych pożyczek na rynku międzybankowym a oczekiwaną stopą <i>fed funds</i> ( <i>Libor-OIS spread</i> ) .....                     | 147 |
| Wykres 4.8.  | Wykorzystanie programu <i>Primary Dealer Credit Facility</i> (w mln USD) .....  | 152 |
| Wykres 4.9.  | Wykorzystanie programu <i>Asset-Backed Commercial Paper Money Market Mutual Fund Liquidity Facility</i> (w mln USD) .....   | 158 |
| Wykres 4.10. | Wykorzystanie programu <i>Commercial Paper Funding Facility</i> w okresie jego funkcjonowania .....   | 163 |
| Wykres 4.11. | Wykorzystanie programu <i>Term Asset-Backed Securities Loan Facility</i> (TALF) w okresie jego funkcjonowania .....   | 169 |
| Wykres 4.12. | Wielkość skupu przez Fed papierów dłużnych agencji GSE - według okresu zapadalności (w mld USD) .....   | 179 |
| Wykres 4.13. | Wielkość skupu przez Fed obligacji zabezpieczonych hipoteką (MBS) - według wysokości oprocentowania (w mld USD) .....   | 180 |
| Wykres 4.14. | Wielkość skupu przez Fed papierów skarbowych - według okresu zapadalności (w mld USD) .....   | 180 |
| Wykres 4.15. | Struktura portfela papierów wartościowych Systemu Rezerwy Federalnej (mln USD) .....  | 182 |
| Wykres 5.1.  | 3-miesięczny EURIBOR - <i>overnight index swap spread</i> (w procentach) .....  | 191 |
| Wykres 5.2.  | Kształtowanie podstawowych stóp EBC w okresie styczeń 2007 – lipiec 2012 .....  | 194 |
| Wykres 5.3.  | Udział aktywów wykorzystanych jako zabezpieczenia w operacjach z Eurosystemem, według typu aktywów .....  | 202 |
| Wykres 5.4.  | Porównanie oprocentowania 10-letnich obligacji wybranych krajów strefy euro (dane miesięczne, w proc.) .....  | 206 |
| Wykres 5.5.  | 3-miesięczny LIBOR - <i>overnight index swap spread</i> (punkty   |     |



|              |   |     |
|--------------|---|-----|
|              | bazowe) .....   | 216 |
| Wykres 5.6.  | Portfel obligacji skarbowych skupionych w ramach APF (w mln GBP) .....  | 224 |
| Wykres 5.7.  | Skumulowane roczne wartości aktywów skupionych przez Bank Anglii w ramach programu <i>Asset Purchase Facility</i> .....   | 224 |
| Wykres 5.8.  | Portfel papierów wartościowych sektora prywatnego skupionych w ramach APF (w mln GBP).....  | 225 |
| Wykres 5.9.  | Kształtowanie się stóp podstawowych operacji refinansujących .....  | 233 |
| Wykres 5.10. | Podstawowe stopy procentowe NBP w latach 2007-2012 .....  | 236 |
| Wykres 6.1.  | Skumulowane zmiany stóp procentowych w stosunku do poziomu bazowego (w punktach bazowych) .....   | 248 |
| Wykres 6.2.  | Rentowność długoterminowych papierów skarbowych w okresie prowadzenia transakcji QE1 .....  | 252 |
| Wykres 6.3.  | Rentowność długoterminowych papierów skarbowych w okresie prowadzenia transakcji QE2 .....  | 252 |
| Wykres 6.4.  | Kształtowanie się swapu stóp procentowych w okresie prowadzenia transakcji LSAP .....   | 253 |
| Wykres 6.5.  | Średnia stała stopa 30-letnich kredytów hipotecznych (dane miesięczne) .....  | 253 |
| Wykres 6.6.  | Kształtowanie oprocentowania obligacji <i>corporate bonds</i> Baa w okresie prowadzenia transakcji LSAP .....   | 253 |
| Wykres 6.7.  | Kształtowanie stopy bezrobocia w Stanach Zjednoczonych w latach 2007-2012 .....   | 255 |
| Wykres 6.8.  | Kształtowanie stopy wzrostu PKB w stanach Zjednoczonych w latach 2007-2012 .....  | 255 |
| Wykres 6.9.  | Kształtowanie się stopy wzrostu PKB w Wielkiej Brytanii (w pkt proc.) w latach 2007-2012 .....  | 256 |
| Wykres 6.10. | Roczna stopa inflacji w Wielkiej Brytanii w latach 2006-2011 .....  | 256 |
| Wykres 6.11. | Inflacja miesięczna w Wielkiej Brytanii w latach 2007-2012 .....  | 256 |
| Wykres 6.12. | Należności z tytułu kredytów dla niefinansowego sektora prywatnego w Wielkiej Brytanii (mln GBP) .....  | 257 |
| Wykres 6.13. | Rozpiętość ( <i>spread</i> ) obligacji skarbowych wybranych krajów strefy euro w stosunku do rentowności 10-letnich niemieckich obligacji skarbowych (dane miesięczne, w proc.) ..... | 262 |
| Wykres 6.14. | Kształtowanie się wielkości 3-month LIBOR-OIS spread w Stanach Zjednoczonych .....  | 265 |
| Wykres 6.15. | Rentowność szwajcarskich papierów rządowych ( <i>confederation bonds</i> ) – według stanu w końcu miesiąca .....  | 270 |
| Wykres 6.16. | Różnica pomiędzy oprocentowaniem trzymiesięcznych pożyczek na rynku międzybankowym a rentownością trzymiesięcznych bonów skarbowych – TED spread .....                                | 273 |
| Wykres 6.17. | Kształtowanie się stopy EONIA w okresie styczeń 2007 – lipiec 2012 .....  | 277 |
| Wykres 6.18. | Należności z tytułu kredytów dla sektora prywatnego w strefie euro (w mln EUR) .....  | 278 |
| Wykres 6.19. | Kształtowanie stóp rynku pieniężnego we franku szwajcarskim (dane miesięczne) .....   | 280 |
| Wykres 6.20. | Główne determinanty wzrostu sumy bilansowej Fed .....   | 284 |
| Wykres 6.21. | Udogodnienia płynnościowe i kredytowe jako determinanta dynamiki bilansu Fed (w mln USD) .....  | 285 |

|              |   |     |
|--------------|---|-----|
| Wykres 6.22. | Struktura papierów wartościowych skupionych przez System Rezerwy Federalnej w ramach transakcji bezwarunkowych ( <i>outright</i> ) w latach 2007-2012 (w mln USD) ..... | 286 |
| Wykres 6.23. | Portfel papierów wartościowych utrzymywanych przez Fed w związku z udzieleniem pomocy indywidualnym instytucjom finansowym .....  | 287 |
| Wykres 6.24. | Kształtowanie się pasywnej strony bilansu Fed, ze szczególnym uwzględnieniem wzrostu rezerw bankowych (w mln USD) .....   | 287 |
| Wykres 6.25. | Zmiany składników bilansu Eurosystemu w latach 2007-2012 (w mln EUR) .....  | 289 |
| Wykres 6.26. | Struktura należności instytucji kredytowych strefy euro z tytułu operacji polityki pieniężnej (w mln EUR) .....   | 290 |
| Wykres 6.27. | Struktura papierów wartościowych rezydentów obszaru euro w euro (w mln EUR) .....   | 291 |
| Wykres 6.28. | Kształtowanie struktury i wielkości pasywów bilansu Eurosystemu (w mln EUR) .....   | 292 |
| Wykres 6.29. | Struktura zobowiązań Eurosystemu wobec instytucji kredytowych z tytułu operacji polityki pieniężnej (w mln EUR) .....   | 292 |
| Wykres 6.30. | Zmiany wysokości depozytów instytucji kredytowych w Eurosystemie (w mln EUR) .....  | 293 |
| Wykres 6.31. | Składniki aktywnej strony bilansu Banku Anglii w okresie od stycznia 2007 r. do kwietnia 2012 r. (w mln GBP) .....  | 294 |
| Wykres 6.32. | Składniki pasywnej strony bilansu Banku Anglii w okresie od stycznia 2007 r. do kwietnia 2012 r. (w mln GBP) .....  | 295 |
| Wykres 6.33. | Determinanty wzrostu sumy bilansowej Szwajcarskiego Banku Narodowego (w mln CHF) .....  | 296 |
| Wykres 6.34. | Struktura inwestycji SNB w waluty obce (w mln CHF) .....  | 297 |
| Wykres 6.35. | Składniki pasywnej strony bilansu SNB (w mln CHF) .....   | 298 |
| Wykres 6.36. | Struktura aktywów CNB w latach 2009-2012 (w mln CZK) .....  | 299 |
| Wykres 6.37. | Struktura pasywów CNB w latach 2009-2012 (w mln CZK) .....  | 299 |
| Wykres 6.38. | Struktura aktywów NBP w latach 2007-2012 (w mln PLN) .....  | 300 |
| Wykres 6.39. | Struktura pasywów NBP w latach 2007-2012 (w mln PLN)  | 300 |
| Wykres 6.40. | Porównanie stóp inflacji w wybranych krajach rozwiniętych oraz strefie euro .....   | 307 |
| Wykres 6.41. | Dynamika wzrostu agregatów monetarnych M1 i M2 w Stanach Zjednoczonych (sierpień 2007=100) .....  | 308 |
| Wykres 6.42. | Dynamika wzrostu rezerw bankowych w bilansie Fed (sierpień 2007=1) .....  | 308 |

## SPIS SCHEMATÓW

|              |   |     |
|--------------|---|-----|
| Schemat 1.1. | Ramy operacyjne utrzymywania stabilności systemu finansowego ...  | 24  |
| Schemat 2.1. | Mechanizm transmisji impulsów wywołanych skupem aktywów przez bank centralny .....  | 80  |
| Schemat 3.1. | Funkcjonowanie mechanizmu sekurytyzacji .....   | 100 |
| Schemat 4.1. | Mechanizm udzielania pożyczki <i>Asset-Backed Commercial Paper Money Market Mutual Fund Liquidity Facility</i> – AMLF ..... | 159 |
| Schemat 4.2. | Mechanizm udzielania pożyczek w ramach programu <i>Commercial Paper Funding Facility</i> (CPFF) .....                       | 162 |
| Schemat 4.3. | Mechanizm wsparcia płynnościowego oferowanego w ramach  |     |

|              |  |     |
|--------------|--|-----|
| Schemat 4.4. | programu <i>Money Market Investor Funding Facility</i> (MMIFF) .....   | 165 |
|              | Mechanizm udzielania pożyczek w ramach programu <i>Term Asset-Backed Securities Loan Facility</i> (TALF) ..... | 168 |
| Schemat 5.1. | Kanały oddziaływania programu skupu obligacji rządowych na wielkość popytu krajowego .....                     | 220 |

## SPIS TABEL

|             |  |     |
|-------------|--|-----|
| tabela 1.1. | Lista warunków, jakie powinien spełnić zdrowy system finansowy .....   | 19  |
| tabela 1.2. | Źródła ryzyka dla stabilności finansowej .....   | 23  |
| tabela 1.3. | Podział funkcji w sieci bezpieczeństwa finansowego .....   | 35  |
| tabela 1.4. | Charakterystyka obszarów polityki publicznej w zakresie stabilności cenowej i stabilności finansowej .....   | 39  |
| tabela 1.5. | Sprecyzowanie obowiązku dbałości o stabilność finansową w ustawach regulujących działalność wybranych banków centralnych ..  | 53  |
| tabela 2.1. | Źródła powstania i kierunki wykorzystania pieniądza banku centralnego .....  | 60  |
| tabela 2.2. | Typologia polityki bilansowej .....  | 84  |
| tabela 2.3. | Klasyfikacja narzędzi polityki bilansowej banku centralnego .....  | 85  |
| tabela 3.1. | Emisja obligacji hipotecznych CDO według typu podstawowego zabezpieczenia (w mln USD) .....  | 104 |
| tabela 3.2. | Przyczyny wybuchu kryzysu finansowego na amerykańskim rynku kredytów hipotecznych .....  | 112 |
| tabela 3.3. | Odpisy z tytułu ekspozycji na kredyty hipoteczne <i>subprime</i> dokonane przez wybrane instytucje finansowe na koniec 2007 r. ....  | 117 |
| tabela 3.4. | Deficyt/nadwyżka budżetu państwa w wybranych krajach Unii Europejskiej .....   | 128 |
| tabela 3.5. | Dług publiczny w wybranych krajach Unii Europejskiej (% PKB) .....   | 130 |
| tabela 4.1. | Kalendarium decyzji dotyczących uruchomienia tradycyjnych narzędzi polityki pieniężnej Systemu Rezerwy Federalnej .....  | 139 |
| tabela 4.2. | Linie swapowe otwarte przez System Rezerwy Federalnej w celu zapewnienia płynności w dolarach amerykańskich .....  | 145 |
| tabela 4.3. | Należności z tytułu dolarowych transakcji swapowych zawartych z zagranicznymi bankami centralnymi w wybranych momentach czasowych (mld USD) .....                                  | 146 |
| tabela 4.4. | Należności, zyski oraz szczytowe wykorzystanie nadzwyczajnych programów pożyczkowych Systemu Rezerwy Federalnej .....  | 171 |
| tabela 4.5. | Charakterystyka udogodnień płynnościowych wdrożonych przez System Rezerwy Federalnej na podstawie art. 13(3) <i>Federal Reserve Act (Federal Reserve Liquidity Facility)</i> ..... | 172 |
| tabela 4.6. | Charakterystyka pożyczki pomostowej dla banku Bear Stearns .....   | 174 |
| tabela 4.7. | Porównanie operacji Twist z lat 60-tych i QE2 z 2010 r. ....   | 182 |
| tabela 4.8. | Etapy programu LSAP w okresie listopad 2008 – marzec 2011 .....  | 182 |
| tabela 5.1. | Kalendarium decyzji w sprawie stóp procentowych operacji refinansujących EBC w odpowiedzi na zaburzenia na rynkach finansowych .....   | 193 |
| tabela 5.2. | 3-letnie dłuższe operacje refinansujące (LTRO) przeprowadzone przez EBC .....  | 210 |
| tabela 5.3. | Kalendarium wdrożenia przez EBC niestandardowych instrumentów  |     |

|              |  |     |
|--------------|--|-----|
|              | polityki pieniężnej w odpowiedzi na pogłębiające się zaburzenia na rynkach finansowych .....   | 213 |
| tabela 5.4.  | Porównanie wielkości skupu obligacji rządowych dokonywanego przez SRF, BoE, BoJ oraz EBC .....   | 214 |
| tabela 5.5.  | Decyzje Banku Anglii w sprawie zmian poziomu stóp procentowych w latach 2007-2009 .....  | 217 |
| tabela 5.6.  | Harmonogram wdrożenia polityki <i>quantitative easing</i> w Wielkiej Brytanii .....  | 223 |
| tabela 5.7.  | Transakcje skupu aktywów finansowane ze środków Banku Anglii zawarte w ramach <i>Asset Purchase Facility</i> w ujęciu narastającym (według typu aktywów) - w mln GBP ..... | 223 |
| tabela 5.8.  | Wartość aktywów skupionych w ramach programu APF według stanu na dzień 3 maja 2012 r. z podziałem na rodzaj i źródło finansowania ...                                      | 225 |
| tabela 5.9.  | Harmonogram obniżek stopy referencyjnej SNB .....  | 227 |
| tabela 5.10. | Niestandardowe narzędzia polityki pieniężnej NBP w ujęciu średniorocznym (w mln zł) .....  | 240 |
| tabela 6.1.  | Wyniki analizy zdarzeń w zakresie zmian rentowności instrumentów długoterminowych w Wielkiej Brytanii .....  | 259 |
| tabela 6.2.  | Ocena skuteczności nadzwyczajnych udogodnień płynnościowych wdrożonych przez FED .....   | 266 |
| tabela 6.3.  | Ocena efektywności programu TAF – podsumowanie wybranych badań empirycznych .....  | 273 |
| tabela 6.4.  | Podsumowanie skuteczności niekonwencjonalnej polityki pieniężnej w analizowanych krajach .....   | 281 |
| tabela 6.5.  | Porównanie wybranych pozycji pasywów Systemu Rezerwy Federalnej w czerwcu 2008 r. i grudniu 2011 r. (w mln USD) .....  | 288 |
| tabela 6.6.  | Polityka pieniężna banków centralnych w odpowiedzi na kryzys - klasyfikacja instrumentów .....   | 304 |
| tabela 6.7.  | Porównanie orientacji polityki mikro- i makro-ostrożnościowej .....  | 311 |

## SPIS SKRÓTÓW

|              |   |
|--------------|---|
| <b>ABCP</b>  | - Asset-Backed Commercial Papers  |
| <b>ABS</b>   | - Asset Backed Securities   |
| <b>AIG</b>   | - American International Group  |
| <b>AMLF</b>  | - Asset-Backed Commercial Paper Money Market Mutual Fund Liquidity Facility |
| <b>APF</b>   | - Asset Purchase Facility   |
| <b>ARM</b>   | - Adjustable Rate Mortgage  |
| <b>BoE</b>   | - Bank of England   |
| <b>CBO</b>   | - Collateralized Bond Obligations   |
| <b>CBPP</b>  | - Covered Bond Purchase Programme   |
| <b>CDO</b>   | - Collateralized Debt Obligations   |
| <b>CDS</b>   | - Credit Default Swap   |
| <b>CIO</b>   | - Collateralized Insurance Obligations                                      |
| <b>CLO</b>   | - Collateralized Loan Obligation  |
| <b>CNB</b>   | - Narodowy Bank Czeski  |
| <b>CPFF</b>  | - Commercial Paper Funding Facility   |
| <b>EBC</b>   | - Europejski Bank Centralny   |
| <b>ESC</b>   | - Enhanced Credit Support   |
| <b>FHLMC</b> | - Freddie Mac (The Federal Home Loan Mortgage Corporation)                  |
| <b>FNMA</b>  | - Fannie Mae (The Federal National Mortgage Association)                    |
| <b>FOMC</b>  | - Federal Open Market Committee   |
| <b>GNMA</b>  | - Ginnie Mae (Government National Mortgage Association)                     |
| <b>GSE</b>   | - Government Sponsored Enterprise   |
| <b>LSAP</b>  | - Large-Scale Asset Purchases   |
| <b>LTRO</b>  | - Long-Term Refinancing Operations  |

|              |  |
|--------------|--|
| <b>MBS</b>   | - Mortgage Backed Securities                             |
| <b>MEP</b>   | - Maturity Extension Program                             |
| <b>MMIFF</b> | - Money Market Investor Funding Facility                 |
| <b>MPC</b>   | - Monetary Policy Committee                              |
| <b>MRO</b>   | - Main Refinancing Operations                            |
| <b>NINJA</b> | - no income, no job, no assets                           |
| <b>NRSRO</b> | - Nationally Recognized Statistical Rating Organizations |
| <b>OMT</b>   | - Outright Monetary Transactions                         |
| <b>OTC</b>   | - over-the-counter                                       |
| <b>PDCF</b>  | - Primary Dealer Credit Facility                         |
| <b>SFCDO</b> | - Structured Finance Collateralized Debt Obligations     |
| <b>SIV</b>   | - Structured Investment Vehicles                         |
| <b>SLS</b>   | - Special Liquidity Scheme                               |
| <b>SMP</b>   | - Securities Market Programme                            |
| <b>SNB</b>   | - Szwajcarski Bank Narodowy                              |
| <b>SPV</b>   | - Special Purpose Vehicle                                |
| <b>SRF</b>   | - System Rezerwy Federalnej                              |
| <b>TAF</b>   | - Term Auction Facility                                  |
| <b>TALF</b>  | - Term Asset-Backed Securities Loan Facility             |
| <b>TSLF</b>  | - Term Security Lending Facility                         |