

*Bartosz Szukalski*

## **INSTRUMENTY REGULACYJNE WYKORZYSTYWANE PRZEZ SYSTEM REZERWY FEDERALNEJ ORAZ EUROPEJSKI BANK CENTRALNY W OKRESIE KRYZYSU FINANSOWEGO 2007-2009**

**Streszczenie:** Koniec ubiegłego dziesięciolecia przyniósł kryzys finansowy, który wymusił na rządach państw wysoko rozwiniętych oraz bankach centralnych działania interwencyjne o niespotykanym wymiarze i charakterze. W artykule porównano instrumenty interwencji Systemu Rezerwy Federalnej (SRF) i Europejskiego Banku Centralnego (EBC) w okresie kryzysu 2007-2009. Składa się on z trzech części merytorycznych. W pierwszej przedstawiono krótki opis przyczyn i przebiegu kryzysu. Druga prezentuje instrumenty interwencji EBC-u. Trzecia przedstawia regulacje na rynku pieniądza prowadzone przez SRF w okresie 2007-2009.

**Słowa kluczowe:** kryzys finansowy, instrumenty regulacyjne podaży pieniądza

### **1. Wprowadzenie**

Koniec ubiegłego dziesięciolecia przyniósł kryzys finansowy, który wymusił na rządach państw wysoko rozwiniętych oraz bankach centralnych działania interwencyjne o niespotykanym wymiarze i charakterze. Dotyczył on w pierwszej kolejności sfery finansowej, ale jego konsekwencją były zmiany realnych wielkości ekonomicznych takich jak PKB, zatrudnienie, bezrobocie, inwestycje itp. Współczesny kryzys gospodarczy dotknął przede wszystkim kraje wysokorozwinięte, obejmując przy tym wszystkie grupy rynków i ich uczestników. Kryzys instytucji finansowych spowodował spadek inwestycji przedsiębiorstw i konsumpcji gospodarstw domowych jako efekt ograniczenia akcji kredytowej oraz wzrostu kosztów kredytów<sup>1</sup>. W artykule porównano instrumenty interwencji Systemu Rezerwy Federalnej (SRF) i Europejskiego Ban-

---

<sup>1</sup> R. Wilczyński, *Międzynarodowy wymiar kryzysu finansowego* [w]: *Globalny kryzys finansowy a polska gospodarka*, praca zbiorowa pod redakcją W. Małeckiego, VIZJA PRESS&IT, Warszawa, 2009, s. 96.

ku Centralnego (EBC) w okresie kryzysu 2007-2009. Składa się on z trzech części merytorycznych. W pierwszej, przedstawiono krótki opis przyczyn i przebiegu kryzysu. Druga, prezentuje instrumenty interwencji EBC-u. Trzecia przedstawia regulacje na rynku pieniądza prowadzone przez SRF w okresie 2007-2009. Opracowanie kończy podsumowanie.

## 2. Kryzys finansowy w 2007-2009 – przyczyny i przebieg

Kryzys finansowy definiowany jest przez F. Mishkina jako „głębokie zaburzenia na rynkach finansowych, charakteryzujące się gwałtownym spadkiem cen aktywów i bankructwem wielu przedsiębiorstw finansowych i niefinansowych”<sup>2</sup>. Międzynarodowy Fundusz Walutowy zaś, określa kryzys finansowy jako stan w którym aktywa instytucji finansowych mają niższą wartość rynkową niż ich zobowiązania<sup>3</sup>. Współczesny kryzys finansowy rozpoczął się w kwietniu 2007 roku i trwał do 2009 roku. Zahamował on światową ekonomię, powodując największe skurczenie gospodarek od czasów Wielkiego Kryzysu lat 30 XX w., ale także odebrał bankom centralnym pewność związaną z efektywnym zarządzaniem<sup>4</sup>. W okresie 2008-2009 PKB we wszystkich wysokorozwiniętych krajach spadł, w krajach strefy euro stopa wzrostu PKB w 2009 roku wyniosła – 4,3%, wzrosło bezrobocie (Tabela 1). Inne symptomy kryzysu to: spadek stopy inwestycji, pogorszenie wskaźników równowagi budżetowej, wzrost zadłużenia.

Tabela 1. Stopa wzrostu PKB oraz stopa bezrobocia w UE, USA i Japonii w latach 2008-2009

	PKB (w %)		Stopa bezrobocia (w %)	
	2008	2009	2008	2009
EU (27 krajów)	0,3	- 4,3	7,0	8,9
EU strefa euro (16 krajów)	0,5	- 4,1	7,5	9,4
USA	0,0	- 2,9	4,0	5,1
Japonia	- 1,2	- 5,2	5,8	9,3

Źródło: Eurostat, *Europe in figures — Eurostat yearbook 2011*, s. 47 i 66.

Cechą omawianego okresu była zwiększona interakcja pomiędzy płynnością rynku a finansowaniem płynności. Wśród dużych globalnych banków poja-

<sup>2</sup> F. Mishkin, *Ekonomika pieniądza, bankowości i rynków finansowych*, PWN, Warszawa 2002, s. 907.

<sup>3</sup> V. Sundarajan, T. Balino, *Banking Crises: cases and issues*, IMF, Washington, D.C. 1991, s. 3.

<sup>4</sup> F. Mishkin, *Monetary policy strategy: Lessons from the crisis*, Working Paper 16755, National Bureau of Economic Research, Luty 2011, s. 2.

wił się trend prowadzący do zwiększania stopnia ich zależności od finansowania zewnętrznego. Banki te w coraz mniejszym stopniu finansowały swe potrzeby płynności przez napływ depozytów detalicznych, a coraz bardziej uzależniały się w finansowaniu płynności od pożyczek na rynku międzybankowym, zadłużenia krótko- i długoterminowego oraz w ostateczności od wyprzedazy aktywów (głównie papierów wartościowych)<sup>5</sup>. Niepewność na amerykańskim rynku finansowym przenosiła zaburzenia (efekt domina) na inne kraje. Skala i tempo rozlewania się kryzysu spowodowały, iż niedługo po jego wybuchu został on ogłoszony globalnym kryzysem finansowym i był największym kryzysem po II wojnie światowej, niektórzy autorzy porównują go do wielkiego kryzysu 1929-1933 i miał wielorakie konsekwencje<sup>6</sup>. Szczególnie groźną był wzrost długu publicznego. Na nadmierne zadłużenie cierpią do dziś kraje wysoko rozwinięte, takie jak USA, Wielka Brytania, Japonia i państwa strefy euro<sup>7</sup>.

## 2.1. Przyczyny i przebieg kryzysu w Stanach Zjednoczonych

Lata poprzedzające kryzys z 2007 roku to kilkunastoletni okres boomu gospodarczego w Stanach Zjednoczonych. Nie tylko długość występowania tego zjawiska może być uznana za zaskakującą, ale także jego cechy. Boom ten charakteryzował się spadkiem bezrobocia w Stanach Zjednoczonych do najniższego w historii poziomu, a także niskiej dynamice cen. Równoczesne występowanie tych elementów może wydawać się z ekonomicznego punktu widzenia nowością, jako że do tej pory przeważał pogląd, iż wysokie tempo wzrostu PKB w dłuższym okresie powinno wywołać presję inflacyjną. W USA wzrostowi gospodarczemu towarzyszył spadek bezrobocia, jednak bez wywołania wysokiej inflacji. Wydaje się, że ten długofalowy wzrost, był wynikiem globalizacji, w tym głównie globalizacji w sferze finansów wspartej szybką dyfuzją technologii informatycznych. W tym okresie rynek finansowy zaoferował nowe produkty, nowe instrumenty finansowe i walutowe, takie jak np. swapy, opcje, rozwiązania hedgingowe. Na międzynarodowym rynku finansowym pojawiły się także nadwyżki pieniądza pochodzące z krajów naftowych i największych światowych eksporterów w postaci tzw. funduszy majątku państwowego (*SWF sovereign-wealth funds*)<sup>8</sup>, które były inwestowane w nieruchomości, akcje notowane na giełdach rynków rozwiniętych i rozwijających się, fundusze private

<sup>5</sup> P. Karpus, J. Węclawski (red), *Rynek finansowy w erze zawirowań*, Wydawnictwo UMCS, Lublin 2009, s. 66.

<sup>6</sup> T. Gruszecki, *Świat na długi*, Wydawnictwo KUL, Lublin 2012, s. 16-17.

<sup>7</sup> W 2010 r. średnie zadłużenie w krajach OECD przekroczyło 100% PKB.

<sup>8</sup> W świecie działa ponad 50 funduszy SWF. Ponad 60 % aktywów SWF (4 bln USD) przypada na fundusze zasilane wpływami ze sprzedaży ropy naftowej i gazu, (kraje arabskie, Rosja) oraz przez kraje, które mają długotrwale dodatnie saldo na rachunku bieżącym (Chiny).

equity, fundusze hedgingowe<sup>9</sup>. Zwiększało to popyt na różnego rodzaju instrumenty finansowe<sup>10</sup>.

Wybuch kryzysu poprzedziły liczne niepokojące sygnały płynące ze sfery finansów, jak choćby m.in.<sup>11</sup>: ogłoszenie przez HSBC (ówczesnie trzeciego co do wielkości na banku świecie) niższych od oczekiwanych wyników finansowych, co spowodowane było 5-krotnie wyższą od zakładanej wartością kredytów zagrożonych. W tym okresie jeden z głównych kredytodawców na rynku amerykańskim New Century Financial podał swoje wyniki finansowe, także znacznie odbiegające od planowanych, a akcje kolejnych instytucji zaczęły tracić na wartości (JPMorgan, Lehman Brothers, Wells Fargo).

Powszechnie uważa się, iż pogarszający się stan amerykańskich instytucji finansowych wynikał z nadmiernej skłonności do ryzyka powiązanego z sukcesywną obniżką stóp procentowych SRF, jak i chęcią maksymalizacji zysków przez inwestorów. Źródłem problemów finansowych instytucji był dynamiczny rozwój rynku nieruchomości w USA. Ten boom na rynku nieruchomości z jednej strony wywołał rozwój firm budowlanych i wzrost zysków, co przyciągnęło inne przedsiębiorstwa do branży. To z kolei powodowało wzrost podaży mieszkań. Z drugiej strony rosnący popyt z uwagi na malejące ceny kredytów hipotecznych przewyższał podaż, co spowodowało wzrost cen na rynku nieruchomości. Ten fakt nakręcał popyt, wywołał bowiem kolejne decyzje o zakupach domów w obawie przed dalszymi wzrostami cen, to jeszcze bardziej napędzało rosnący popyt i bańkę spekulacyjną. Sprzyjała temu także polityka banków, które chcąc mieć udział w „boomie” mieszkaniowym, oferowały tanie kredyty, konkurując tym samym między sobą o utrzymanie, bądź zwiększenie udziału w rynku kredytowym.

Taka polityka prowadziła do powstawania tzw. sub-ryнку kredytów hipotecznych o niskich standardach (kredytów subprime), w którym kredytodawcami były także inne instytucje finansowe, nie podlegające nadzorowi SDR-u, a kredytobiorcami były osoby o słabej lub niezadowolającej historii kredytowej. To spowodowało nie tylko wzrost rynku kredytów, ale przede wszystkim wzrost rynku kredytów o podwyższonym ryzyku. Skutkiem tego było zjawisko sekurytyzacji kredytów hipotecznych, a więc przenoszenie odpowiedzialności ryzyka kredytowego ze strony kredytodawców na stronę inwestorów.

Wśród przyczyn kryzysu wymienia się także wirtualizację rynków finansowych ich oderwanie od gospodarki realnej. Techniki informacyjne powszechnie wykorzystywane w inwestycjach giełdowych każą postawić pytanie o to, czy

---

<sup>9</sup> W 2007 roku z SWF dofinansowano Citigroup i Merrill Lynch, (wskutek kryzysu kredytów hipotecznych w USA przeżywały kryzys) na kwotę + 21 mld USD – zrobiły to rządy Singapuru, Kuwejtu i Korei Południowej. (Za: The Economist 18.01.2008: *The invasion of the sovereign-wealth funds.*).

<sup>10</sup> Tylko w latach 1993-1997 odnotowano w USA czterokrotny wzrost cen akcji.

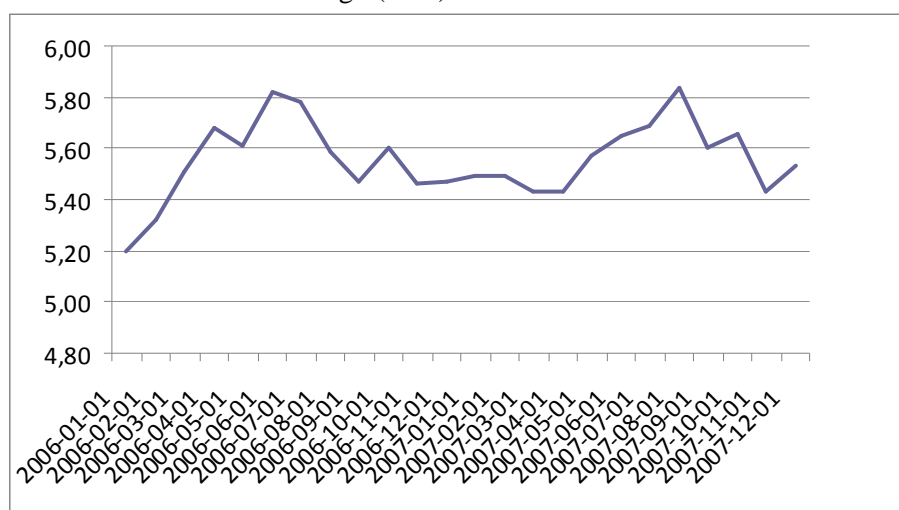
<sup>11</sup> W. Nawrot, *Globalny kryzys finansowy XXI wieku, przyczyny, przebieg, skutki, prognozy*, CeDeWu, Warszawa 2008, s. 25-26.

nie są one przyczyną destabilizacji rynków finansowych. Dyfuzja technik informatycznych pozwalają na automatyczne konstruowanie rzekomo całkowicie bezpiecznych pakietów nieskorelowanych inwestycji, co napędza popyt na te pakiety. Pęknięcie banki sprawia, że ceny aktywów spadają.

Mówiąc o przyczynach kryzysu warto zauważyć, iż powstanie rynku kredytów subprime związane było ze wzrostem liczby kredytobiorców o niepewnym zatrudnieniu i słabej wiarygodności kredytowej, co wraz z narastającą polityką banków udzielania takim konsumentom pożyczek może on skutkować powstaniem w przyszłości nowych baniek kredytów subprime, niekoniernie mieszkaniowych.

Lata 2006-2007 przyniosły wzrost stóp procentowych (Wykres 1) i jednoczesny spadek cen nieruchomości mieszkalnych, co spowodowało, że znaczna grupa kredytobiorców nie była w stanie spłacić zaciągniętych zobowiązań w sytuacji rosnących odsetek. W rezultacie, w drugiej połowie 2007 roku banki zaczęły informować o stratach, a także o zagrożeniu bankructwem<sup>12</sup>, a do końca 2007 roku niewypłacalność ogłosiło kilkadziesiąt instytucji finansowych.

Wykres 1. Wielkość jednorocznego zmiennego oprocentowania kredytu hipotecznego (w %) w latach 2006-2007



Źródło: Economic research , Federal Reserve Bank of St. Lous,  
<http://research.stlouisfed.org/fred2/categories/114/downloaddata> (24.05.2012).

Najtrudniejszy okres dla rynków finansowych przypadła na 2008 rok, kiedy to kilka znaczących banków ogłosiło upadłość (np. Lehman Brothers, Bank

<sup>12</sup> W. Nawrot, *Globalny kryzys...*, op.cit., s. 41-44, oraz FIN-FOCUS, DG ds. Rynku Wewnętrznego i Usług, Biuletyny o usługach finansowych, czerwiec 2008, nr. 5, s. 1.

Bear Stearns). Inne uznane zostały jako zagrożone bankrutwem. Chodzi tutaj o takie banki jak: Goldman Sachs, Merrill Lynch, Morgan Stanley, Citygroup. Upadek Lehman Brothers 15 września 2008 roku uznano za początek globalnego kryzysu finansowego. Warto zauważyć, iż po pierwszych symptomach trudności wiele instytucji finansowych dokapitalizował rząd USA<sup>13</sup>. Działanie to jednak nie przyniosło oczekiwanych rezultatów, gdyż Lehman Brothers oraz Merrill Lynch ogłosiły upadłość, a podmioty takie jak AIG, Fannie Mea i Freddie Mac (instytucje rynku ubezpieczeniowego) zostały znacjonalizowane<sup>14</sup>.

## 2.2. Przebieg kryzysu w krajach Europy

W początkowym stadium kryzysu w USA, sytuacja krajów europejskich była stosunkowo korzystna. Zmieniła się ona radykalnie wraz z ogłoszeniem niewypłacalności banku Lehman Brothers we wrześniu 2008 roku, wtedy kryzys rozszerzył się na Europę. Mimo, że banki europejskie, w przeciwieństwie do swoich amerykańskich odpowiedników, prowadziły wcześniej bardziej odpowiedzialną politykę i dzięki temu przetrwały najtrudniejszy etap kryzysu ponosząc relatywnie niewielkie straty, nie obyło się bez bankructw i nacjonalizacji. Największy bank Belgii Fortis musiał zostać przejęty przez rządy krajów Beneluxu. Kłopoty miały także Royal Bank of Scotland oraz irlandzki Anglo-Irish Bank. Nacjonalizacji uległ także brytyjski Northern Rock, który zbyt dużo zainwestował w amerykańskie obligacje hipoteczne. Kraje europejskie nie chcąc dopuścić do pogłębienia się kryzysu, podjęły szybkie działania. Rząd Wielkiej Brytanii udzielił pomocy finansowej niektórym bankom przejmując tym samym część ich udziałów. W najgorszej sytuacji znalazła się Irlandia, w której zachwianiu uległ cały system bankowy<sup>15</sup>.

Upadek Lehman Brothers i zagrożenie bankrutwem innych banków w USA oraz w Europie spowodował spadek zaufania na rynku międzybankowym, to z kolei było przyczyną zaprzestania przez banki pożyczania sobie pieniędzy w obawie przed niewypłacalnością. Do spektakularnych upadków w Europie należy bankrutwo czterech banków islandzkich, których łączna wartość zobowiązań przekroczyła wartość PKB tego kraju. Konsekwencją tych procesów były zwolnienia pracowników w sektorze bankowości w Wielkiej Brytanii, trudności największych koncernów samochodowych, związanych z ustaniem

---

<sup>13</sup> Dla przykładu: 14.10.2008 roku dokapitalizowanie w wysokości 25 mld USD w ramach programu bail-out dla amerykańskiego sektora finansowego Citygroup. 14.10.2008 dokapitalizowano także w wysokości 25 mld USD JP Morgan Chase w ramach tego samego programu. 9.11.2008 roku uruchomienie dodatkowej pomocy w wysokości 150 mld. USD dla AIG, cyt za: W. Nawrot, *Globalny kryzys...*, op.cit., s. 37-39.

<sup>14</sup> Tamże, s. 41-44.

<sup>15</sup> P. Dobrzański, *Transmisja kryzysu amerykańskiego na gospodarki europejskie*, Prawnicza i Ekonomiczna Biblioteka Cyfrowa, Wrocław 2011, s. 204-205.

kredytowania, a także spadek akcji na giełdach. Także niektóre kraje Europy Wschodniej odczuły zagrożenie niewypłacalności kredytów hipotecznych denominowanych we frankach szwajcarskich.

Tabela 2. Stopy zmian PKB i stopy bezrobocia w UE w latach 2008-2009

	PKB (w %)		Stopa bezrobocia (w %)	
	2008	2009	2008	2009
EU (27 krajów)	0,3	-4,3	7,1	9,0
Strefa euro	0,4	-4,3	7,6	9,6
Belgia	1,0	-2,8	7,0	7,9
Bułgaria	6,2	-5,5	5,6	6,8
Czechy	3,1	-4,7	4,4	6,7
Dania	-0,8	-5,8	3,4	6,0
Niemcy	1,1	-5,1	7,5	7,8
Estonia	-3,7	-14,3	5,5	13,8
Irlandia	-3,0	-7,0	6,3	11,9
Grecja	-0,2	-3,3	7,7	9,5
Hiszpania	0,9	-3,7	11,3	18,0
Francja	-0,1	-3,1	7,8	9,5
Włochy	-1,2	-5,5	6,7	7,8
Cypr	3,6	-1,9	3,7	5,3
Łotwa	-3,3	-17,7	7,5	17,1
Litwa	2,9	-14,8	5,8	13,7
Luksemburg	0,8	-5,3	4,9	5,1
Węgry	0,9	-6,8	7,8	10,0
Malta	4,1	-2,7	6,0	6,9
Holandia	1,8	-3,5	3,1	3,7
Austria	1,4	-3,8	3,8	4,8
Polska	5,1	1,6	7,1	8,2
Portugalia	0	-2,9	8,5	10,6
Rumunia	7,3	-6,6	5,8	6,9
Słowenia	3,6	-8,0	4,4	5,9
Słowacja	5,8	-4,9	9,5	12,0
Finlandia	0,3	-8,4	6,4	8,2
Szwecja	-0,6	-5,0	6,2	8,3
Wielka Brytania	-1,1	-4,4	5,6	7,6

Źródło: Eurostat, Statistic Database, [http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/statistics/search\\_database](http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/statistics/search_database) [04.05.2012]. Opracowanie własne.

W Europie we wrześniu i październiku 2008 roku zastosowano również politykę dofinansowania instytucji bankowych (Fortis Bank: Dofinansowano bank ze środków publicznych na kwotę 11,2 mln EUR oraz jego nacjonalizacja przez rządy krajów Baneluxu; ING (Holandia): Dokapitalizowanie z funduszy rządowych w kwocie 10 mld EUR; Credit Agricole (Francja): Dokapitalizowanie z funduszy rządowych w kwocie 3 mld EUR) lub nacjonalizowania banków (Landsbanki, Kaupthing Glintir-Islandia)<sup>16</sup>.

Najpoważniejsze skutki kryzysu najwyraźniej przejawiały się w sferze realnej gospodarki (Tabela 2). Stopa wzrostu PKB krajów strefy euro w 2008 roku wyniosła zaledwie 0,4%, a rok później była ujemna i wyniosła -4,3%. Najdotkliwszy spadek PKB odnotowały kraje takie jak: Łotwa (-17,7%), Litwa (-14,8%), i Estonia (-14,3%). Również gospodarka niemiecka, jedna z największych gospodarek UE, zanotowała ujemną wielkość PKB (-5,1%). To przełożyło się na wzrost bezrobocia w krajach UE. W przypadku krajów strefy euro wynosiła ona 9,6%. Największą stopę odnotowano w 2009 roku na Łotwie (17,1%).

Spośród krajów Europy Zachodniej najsilniej skutki kryzysu odczuły kraje takie jak: Grecja, Hiszpania czy Irlandia. Dwa pierwsze z wymienionych krajów borykają się z kłopotami do dziś. W 2007 roku deficyt budżetowy Grecji wynosił 3,5% PKB i już wtedy został on oceniony negatywnie przez Komisję Europejską. Dwa lata później wielkość ta sięgała już 13,9 % PKB. Kłopoty Grecji wynikały przede wszystkim z nadmiernego deficytu finansów publicznych. Grecja przystępując do strefy euro nie spełniała kryteriów konwergencji, mimo to kraj ten został przyłączony do Eurosystemu. Specjaliści oceniają, że zagraniczni kredytodawcy przyczynili się do narastania długu Grecji, a władze przy pomocy banku Goldman Sachs prowadziły kreatywną księgowość<sup>17</sup>. Konsekwencją tego jest aktualna sytuacja Grecji i obawy, iż kraj ten może wyjść ze strefy euro.

Trudna sytuacja budżetowa Hiszpanii związana była także z rynkiem nieruchomości. W okresie 2006-2007 wartość prowadzonych inwestycji w nieruchomości stanowiła jedną trzecią PKB. Gdy od 2007 roku wartość nieruchomości spadła o około 15-20% zaprzestano inwestycji, doprowadziło to wzrostu bezrobocia (w 2008 roku stopa bezrobocia wynosiła 11,3%, a w 2009 18%) i spadku wpływów z tytułu podatków<sup>18</sup>.

Irlandia przez lata była siedzibą licznych instytucji finansowych z zagranicznym kapitałem, tak rozbudowany rynek finansowy zwiększył podatność na negatywne impulsy płynące z rynku amerykańskiego. Podobnie jak w przypadku Hiszpanii, sektor budownictwa był bardzo rozbudowany, co więcej był on finan-

<sup>16</sup> Szerzej W. Nawrot, *Globalny kryzys...*, op.cit., s. 37-38.

<sup>17</sup> *Sytuacja gospodarcza w Grecji, Hiszpanii, Irlandii, Islandii, Estonii, na Litwie i Łotwie oraz w Polsce – skutki kryzysu*, Kancelaria Senatu, Biuro analiz i dokumentacji, Warszawa, 2010, s. 1.

<sup>18</sup> *Ibidem*, s. 2.



sowane z zewnętrznych źródeł. Wzrost gospodarczy Irlandii oparty był na bańce nieruchomości, która pękła w 2008 roku<sup>19</sup>.

### **3. Instrumenty interwencyjne wykorzystywane przez EBC w latach 2007-2009**

Interwencje EBC w latach 2007-2009 można podzielić na te, które podjęte zostały w 2007 roku podczas napięć na światowym rynku finansowym, głównie na rynku międzybankowym i te podjęte w okresie poważnych zawirowań w latach 2008-2009. Można mówić tutaj o wykorzystywaniu klasycznych narzędzi interwencyjnych, głównie związanych z operacjami na otwartym rynku, czy regulacji stopami procentowymi, ale wykorzystano także narzędzia specjalne, niestandardowe.

#### **3.1. Działania interwencyjne EBC w pierwszej fazie kryzysu w 2007 roku**

W pierwszym okresie kryzysu (od 9 sierpnia 2007 roku) zauważalne były poważne napięcia na światowych rynkach międzybankowych. Rynkowa premia z tytułu ryzyka od pożyczek międzybankowych o różnych terminach zapadalności oraz aktywność na rynkach gwałtownie zmalały. Napięcia te były skutkiem spadku zaufania wobec siebie uczestników rynku oraz braku pewności co do kondycji finansowej i płynności partnerów. Napięcia te doprowadziły do pogorszenia funkcjonowania rynków strefy euro oraz spowodowały powstanie impasu w systemie płatniczym. Europejski Bank Centralny zareagował natychmiastowo i tego samego dnia zezwolił bankom strefy euro na absorpcję bieżącej płynności finansowej<sup>20</sup> z jednodniową zapadalnością (typu overnight). Banki zdecydowały się na wchłonięcie 95 mld USD pokazując w ten sposób skalę szoku na rynkach finansowych.

Kolejne miesiące 2007 roku przyniosły działania EBC w postaci dodatkowych interwencji na otwartym rynku poprzez wykorzystanie operacji refinansujących o terminach zapadalności trzy i sześciomiesięcznych. W ten sposób zredukowano niepewność, a dłuższy horyzont planowania płynności zapewniony przez wydłużoną zapadalność, miały na celu zachęcić banki do ciągłego

<sup>19</sup> Ibidem, s. 3.

<sup>20</sup> W zarządzaniu płynnością, istotnym jest, aby bank centralny tak kształtował swoje działania, aby rynki miały zapewnioną wystarczającą ilość płynności, ale nie nadwyżki. Zbyt mała ilość płynności może doprowadzić do krótkoterminowych stopy procentowej ponad wyznaczony poziom, jej nadmiar natomiast może wpłynąć na spadek stóp poniżej wyznaczonego poziomu. W normalnych okolicznościach, bank centralny powinien racjonalnie oceniać jakie zapotrzebowanie na płynność ma rynek. Nie jest jednak w stanie ocenić jak w przypadku szoku będzie zmieniał się popyt na płynność. Decyzje banku będą zależały od następstw popełnionych błędów, natury występującego szoku oraz tego, jak blisko wyznaczonego poziomu bank centralny będzie chciał, aby stopy fluktuowały. [Central Bank Response to the 2007-2008 Financial Market Turbulence: Experiences and Lessons Drawn, IMF Working Paper WP/08/210, September 2008, s. 10].

kredytowania gospodarki. W tym samym czasie zredukowano ilość krótkoterminowych operacji<sup>21</sup>. Te operacje odstrajające (czyli operacje wykorzystywane w sytuacjach pojawienia się nieoczekiwanych zakłóceń w płynności sektora bankowego) były przeprowadzane także dla zapewnienia by bardzo krótkoterminowe stopy rynku pieniężnego nie odbiegały znacząco od głównej stopy refinansowej EBC. Ponadto pod koniec 2007 roku EBC zastosował procedury przetargowe, aby przeciwdziałać obawom banków związanych z głównym finansowaniem<sup>22</sup>. Te interwencje mające na celu zwiększenie płynności, jakie zastosował EBC podczas wstępnej fazy kryzysu, były możliwe dzięki szerokim oraz elastycznym ramom operacyjnym, które zawierają długą listę dodatkowych zabezpieczeń oraz ich odpowiedników kwalifikujących się do operacji refinansowych Eurosystemu. Dzięki temu dodatkowe działania podejmowane we wstępnej fazie kryzysu mogły być wdrażane bez konieczności wprowadzania zmian w procedurach lub zmian głównych stóp procentowych. Takie postępowanie oznaczało, iż funkcja sygnalizowania polityki stóp procentowych w kształtowaniu oczekiwań inflacyjnych została zachowana. Było to istotne w kontekście rosnącej presji inflacyjnej wynikającej z serii niekorzystnych szoków zorientowanych na podaż, jakie uderzyły w gospodarkę strefy euro w ciągu 2007 i 2008 roku.

### **3.2. Interwencje EBC w latach 2008-2009**

W 2008 roku podjęto interwencje z zakresie stóp procentowych, bowiem w lipcu 2008 roku EBC podniósł o 25 punktów bazowych główną stopę procentową do poziomu 4,25%. To wskazywało, iż dla EBC istotne jest przestrzeganie głównego celu jakim jest stabilny poziom inflacji<sup>23</sup>.

Kolejne działania EBC związane były z intensyfikacją kryzysu przypadającą na początek września 2008 roku, czyli okres, gdy jak już wspomniano wcześniej, upadł bank Lehman Brothers. Rosnąca niepewność w związku ze słabą kondycją finansową największych banków na świecie doprowadziła do spadku aktywności na rynkach finansowych. Faktyczne załamanie się rynku pieniężnego spowodowało, że krótkoterminowe spready stóp procentowych urosły do olbrzymich rozmiarów w ramach strefy euro jak i poza nią.

W tym samym okresie zmiany na rynkach finansowych zaczęły wpływać na sferę realną gospodarki. Europejski Bank Centralny podjął decyzję o obniżeniu głównych stóp procentowych oraz o wprowadzeniu niestandardowych środków. Stopa refinansowa została obniżona 8 października 2008 roku o 50 punktów bazowych i osiągnęła poziom 3,75%. W kolejnych miesiącach stopy procentowe były dalej obniżane. Dla przykładu, stopa refinansowa od października

---

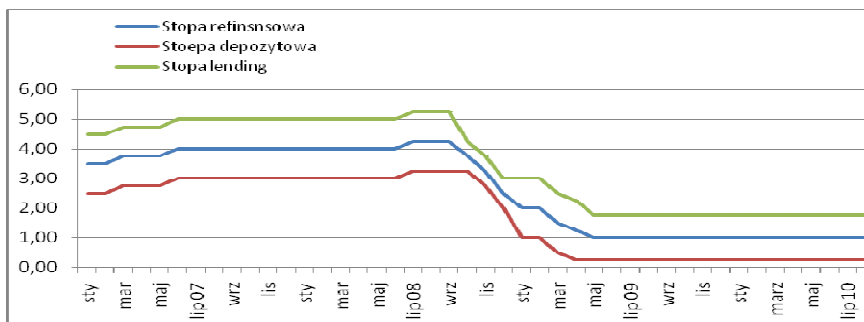
<sup>21</sup> *The ECB's response to the financial crisis*, Monthly Bulletin, October 2010, s. 64.

<sup>22</sup> *Ibidem*, s. 65.

<sup>23</sup> *Ibidem*.

2008 roku, kiedy to wynosiła 3,75%, została obniżona do poziomu 1% w maju 2008 roku (Wykres 2)<sup>24</sup>.

Wykres 2. Redukcja podstawowych stóp przez EBC w latach 2008-2009



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych Eurostat, Statistic Database, [http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/statistics/search\\_database](http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/statistics/search_database) [04.05.2012].

Rada Zarządzająca EBC w październiku 2008 roku zastosowała niestandardowe środki interwencyjne, które koncentrowały się głównie na bankach strefy euro, i które miały dawać sygnały dotyczące stanowiska EBC w sprawie polityki monetarnej dla zachowania przepływów kredytowych do gospodarki strefy euro. Działania te dyktowane były obawą, że gdy rynki papierów wartościowych praktycznie wyschły, a premia za ryzyko wzrosła by do ponadprzeciętnych poziomów, pojawiło by się ryzyko, że banki szybko zredukowałyby dostępność kredytów i przesunęłyby wzrost kosztów ich kapitału na gospodarstwa domowe i przedsiębiorstwa w formie wyższych stóp kredytowych. By temu zapobiec wprowadzono następujące rozwiązania<sup>25</sup>:

- ✓ Wprowadzono tryb przetargu kwotowego z pełnym przydziałem we wszystkich operacjach refinansowych. Miało to na celu zaopatrzenie uprawnionych instytucji finansowych strefy euro w nieograniczoną płynność banku centralnego po głównej stopie refinansowej. W przeciwieństwie do dotychczasowych praktyk, instytucjom finansowym przyznano taką ilość płynności jakiej potrzebowały po aktualnej stopie procentowej. Działanie to zostało wprowadzone, aby wspierać krótkoterminowe zapotrzebowanie na kapitał banków z uwzględnieniem utrzymania oraz zwiększenia dostępności kredytów dla gospodarstw domowych oraz przedsiębiorstw po przystępnych stopach kredytowych. Dzięki temu, osłabienie w mechanizmie transmisji polityki monetarnej mogło być zredukowane.

<sup>24</sup> Ibidem.

<sup>25</sup> Ibidem, s. 66, *The ECB's monetary policy stance during the financial crisis*, Monthly Bulletin, ECB, January 2010, s. 68.

- ✓ Przedłużono maksymalny termin zapadalności operacji refinansowych z trzech miesięcy do roku. Miało to na celu poprawić pozycje płynności banków, oraz w większym stopniu zredukować j spready na rynku pieniężnym.
- ✓ Rozszerzono listy aktywów kwalifikujących się jako zabezpieczenie.
- ✓ Zastosowano transakcje bezwarunkowych na rynku obligacji.
- ✓ Zwiększono płynności w walutach obcych, w szczególność w USD.

Warto podkreślić, iż powyższe działania prezentują niestandardowe podejście EBC do polityki związanej z kryzysem finansowym. Główne banki centralne na świecie mają zbliżone cele, jednakże funkcjonują w różnorodnych gospodarkach i warunkach. W Stanach Zjednoczonych na przykład, głównym źródłem finansowania zewnętrznego przedsiębiorstw są rynki finansowe, a nie banki. To tłumaczy dlaczego w USA kładzie się nacisk na transakcje bezwarunkowe na rynku pieniężnym<sup>26</sup>.

Kolejnym zabiegiem Europejskiego Banku Centralnego była decyzja ogłoszona w maju 2009 roku dotycząca programu zakupu denominowanych w euro obligacji emitowanych w strefie euro w okresie do czerwca 2010 roku o wartości 60 miliardów euro. Celem programu było<sup>27</sup>:

- ✓ Promowanie ciągłego spadku stóp procentowych rynku pieniężnego.
- ✓ Uproszczenie warunków finansowania dla instytucji kredytowych.
- ✓ Zachęcanie instytucji kredytowych do utrzymywania oraz zwiększania wielkości pożyczek.
- ✓ Polepszenie płynności rynku w kluczowych segmentach rynku prywatnych papierów dłużnych.

Efektom działań było wsparcie kredytowe systemu bankowego płynące z EBC, co miało duży wpływ na ceny rynkowe, zarządzanie płynnością banków, a także na bilans Eurosystemu. W czerwcu 2009 roku suma bilansowa EBC wzrosła, gdy Eurosystem napotkał na wysokie zapotrzebowanie na płynność w pierwszej jednorocznej dłuższej operacji refinansującej (LTRO). Podkreślenia wymaga fakt, iż w operacjach refinansowych brało udział o wiele więcej podmiotów niż przed kryzysem. Przed kryzysem było to 360 instytucji finansowych, podczas gdy w szczycie kryzysu ich liczba wzrosła do prawie 800<sup>28</sup>. Warto również zauważyć, iż została rozszerzona lista zabezpieczeń kwalifikowanych przyjętych przez Eurosystem do operacji refinansowych. Dzięki temu banki uzyskały możliwość wykorzystania większej części swoich aktywów w tej operacji. Europejski Bank Centralny jeszcze przed kryzysem zaakceptował możliwość wykorzystywania prywatnych papierów wartościowych (*private securities*).

<sup>26</sup> *The ECB's monetary policy ...op. cit.*, s. 69.

<sup>27</sup> J. Beirne, L. Dalitz, J. Ejsing, M. Grothe, S. Manganelli, F. Monar, B. Sahel, M. Susec, J. Tapking, T. Vong, *The impact of the Eurosystem's covered bond purchase programme on the primary and secondary markets*, Occasional paper series np. 122/January 2011, European Central Bank, Eurosystem, s. 12.

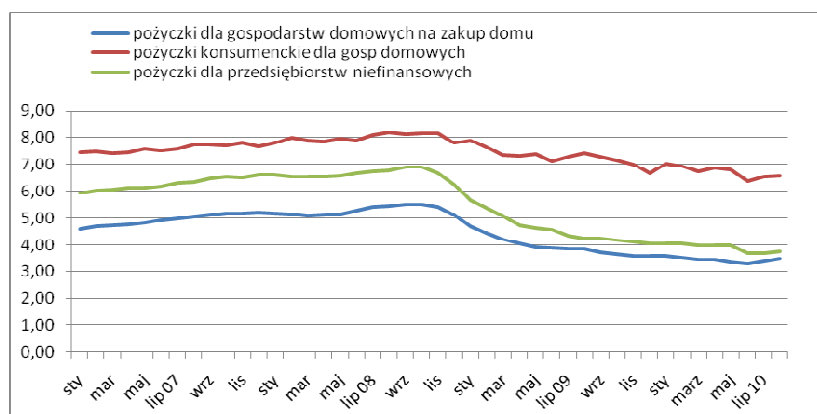
<sup>28</sup> *The ECB's response ...op. cit.*, s. 66-67.

Podczas kryzysu ich wykorzystanie zostało zintensyfikowane, jako, że w okresie naprężeń w gospodarce transakcje repo mogą stać się wyjątkowo wrażliwe na poziom płynności zabezpieczeń. Zdolność banku centralnego do refinansowania aktywów o niskiej płynności działa jako efektywne narzędzie łagodzące braki płynności wynikające z nagłego zatrzymania pożyczek międzybankowych<sup>29</sup>.

Warto podkreślić, iż już pod koniec 2008 roku stopy pożyczek udzielanych przez instytucje finansowe regularnie spadały, przy czym spadek ten był szybszy w przypadku pożyczek konsumenckich oraz pożyczek na zakup domu dla gospodarstw domowych, a wolniejszy w przypadku pożyczek dla przedsiębiorstw niefinansowych (wykres 3). Między innymi z tego powodu wzrost ilości udzielanych pożyczek dla gospodarstw domowych był większy niż przypadku przedsiębiorstw. Przyczyn tego stanu rzeczy upatruje się także w różnicach w preferencjach gospodarstw domowych oraz przedsiębiorstw.

Gospodarstwa zwiększyły popyt na pożyczki, gdy ceny domów oraz stopy procentowe zmalały przy jednoczesnym oczekiwaniu, że sytuacja gospodarcza poprawi się. Podmioty gospodarcze, zaś preferowały wykorzystywanie w pierwszej kolejności wewnętrznych źródeł finansowania, a dopiero kolejnym ich krokiem jest zwrócenie się o pożyczkę do instytucji finansowej<sup>30</sup>. W 2009 roku rynki papierów wartościowych oraz obligacji cechowały się stabilnością, a stopy procentowe kredytów bankowych nieco i w zasadzie utrzymywały się na niezmiennym poziomie. Oznaczało to, że niestandardowe działania EBC opisane wyżej okazały się efektywne i umożliwiły mechanizmowi transmisji polityki pieniężnej bezpieczne i w miarę stabilne funkcjonowanie. Doraźne środki EBC okazały się skuteczne w dostarczaniu kredytów do gospodarki realnej łagodząc tym samym napięcia w sektorze bankowym.

Wykres 3. Oprocentowanie pożyczek w 2007-2010 r.



Źródło: Eurostat, [http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/statistics/search\\_database](http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/statistics/search_database) [04.05.2012]. Opracowanie własne.

<sup>29</sup> Ibidem, s. 69.

<sup>30</sup> Ibidem, s. 70-71.

Europejski Bank Centralny, w związku z obserwowaną poprawą na rynkach finansowych, ogłosił w grudniu 2009 roku, że niestandardowe środki jakie wprowadził w okresie kryzysu nie są już potrzebne i będzie stopniowo od nich odchodził. Należy zaznaczyć, że EBC wprowadzając niestandardowe środki polityki pieniężnej, miał na uwadze to, że w momencie poprawienia się sytuacji na rynkach finansowych, będzie istniała konieczność odejścia od nich. Decyzja o odejściu od tych środków mogła być podjęta bez wpływania na kluczowe stopy procentowe EBC, gdyż miały one charakter komplementarny<sup>31</sup>. Poza tym wykorzystywanie przez dłuższy okres czasu standardowych oraz niestandardowych działań mogłoby doprowadzić do przesadnie dużej chęci do podejmowania ryzyka przez banki oraz gospodarstwa domowe i ograniczyć bodźce prowadzące do konsolidacji finansów publicznych<sup>32</sup>.

W grudniu 2009 roku postanowiono, iż zaplanowana na ten miesiąc miesięczna dłuższa operacja refinansująca (LTRO) będzie ostatnią o takim terminie zapadalności. Jedynie na marzec 2010 roku zaplanowano jeszcze tylko jedną sześciomiesięczną, dłuższą operację refinansującą, a dodatkowe trzymiesięczne LTRO miały nie być już w ogóle prowadzone. W lutym 2010 roku zaprzestano prowadzenia tymczasowych operacji zasilających w płynności w walutach obcych.

Mając świadomość, iż ten fragment opracowania wykracza poza ramy czasowe analizy, jednak warto jednak zwrócić uwagę na fakt, iż na rynku europejskim w 2010 roku pojawiły się napięcia na rynkach obligacji skarbowych, co wywołało konieczność interwencji EBC. Dotyczyło to szczególnie rynków obligacji skarbowych niektórych krajów członkowskich należących do strefy euro, m.in. Grecji, Irlandii, Włoch, Portugalii czy Hiszpanii. Oprocentowanie 10-letnich obligacji skarbowych tych krajów względem tych samych obligacji niemieckich zaczęło się różnić w coraz większym stopniu. Oprocentowanie greckich 10 letnich obligacji skarbowych na koniec stycznia 2010 roku wynosiło 6,85%, natomiast 6 maja – 11,3%, w Irlandii ten sam wskaźnik na koniec stycznia miał wartość 4,84%, natomiast 7 maja 5,85%. We Włoszech: 3,55% w styczniu oraz 3,76% – 6 maja, W Hiszpanii: 4,01% w styczniu oraz 4,6% – 6 maja, w Portugalii: 4,25% w styczniu oraz 6,14% – 6 maja. W Niemczech natomiast w styczniu wielkość ta wynosiła 3,2%, a 7 maja 2,79%<sup>33</sup>.

Dane te pokazują, że na przestrzeni 5 miesięcy od stycznia 2010 roku oprocentowanie obligacji Irlandii, Grecji, Hiszpanii, Włoch czy Portugalii rosło, podczas gdy Niemiec malało. Było to wynikiem wzrostu obaw związanych ze stabilnością finansów publicznych niektórych krajów strefy euro, w których poziom deficytu oraz długu publicznego wzrastały znacząco. W związku z re-

<sup>31</sup> *The ECB's non-standard measures-impact and phasing-out*, Monthly Bulletin, European Central Bank, July 2011, s. 67-68, *Raport roczny 2010*, Europejski Bank Centralny, s. 36-38.

<sup>32</sup> *The ECB's response ...op. cit.*, s. 71.

<sup>33</sup> [www.Bloomberg.com](http://www.Bloomberg.com)

kordowo dużą różnicą w oprocentowaniu obligacji skarbowych krajów z problemami finansów publicznych a oprocentowaniem obligacji niemieckich, rządy strefy euro uchwaliły pakiet środków zaradczych<sup>34</sup>.

10 maja 2010 roku Eurosystem uruchomił program dotyczący rynków papierów wartościowych, w ramach którego EBC mógł prowadzić interwencje na rynkach papierów wartościowych strefy euro, zarówno tych publicznych jak i niepublicznych. Program ten miał w założeniu pogłębić i zasilenie w płynność segmentów rynków nie funkcjonujących właściwie, a także przywrócić odpowiedniej transmisji polityki pieniężnej. Zgodnie z przepisami traktatu zakup obligacji skarbowych przeprowadzany przez Eurosystem dokonywany był jedynie na rynkach wtórnych. Po ogłoszeniu przez EBC, że opisany program zostanie uruchomiony, sytuacja na rynkach finansowych chwilowo się poprawiła, lecz potem oprocentowanie obligacji skarbowych ponownie zaczęło rosnąć w wielu krajach. Z tego powodu Rada Prezesów postanowiła, iż w dalszym ciągu będzie się stosować tryb przetargu kwotowego z pełnym przydziałem w przypadku wszystkich LTRO z terminem przydziału w ostatnim kwartale 2010 roku oraz pierwszym kwartale 2011 roku<sup>35</sup>.

Reasumując: po pojawieniu się pierwszych napięć na rynkach finansowych w 2007 roku, EBC szybko podjął działania mające na celu redukcję tych napięć. Zastosowano zarówno standardowe narzędzia interwencyjne takie jak: operacje na otwartym rynku, regulacja stóp procentowych, ale także podjęto działania nie standardowe (np. dotyczące zabezpieczeń, czy trybu przetargów). Dzięki elastyczności, Eurosystem obniżył stopy procentowe do najniższego w historii poziomu. W okresie intensyfikacji kryzysu wprowadził niestandardowe środki mając na uwadze swój główny cel, czyli utrzymywania stabilności cen. Działania te pozwoliły m.in. przywrócić pewność wśród uczestników rynków finansowych, utrzymać opłacalności w systemie bankowym oraz w kluczowych segmentach rynków finansowych, to z kolei pomogło w utrzymaniu poziomu dostępności kredytów po przystępnym oprocentowaniu dla gospodarstw domowych oraz przedsiębiorstw, a co za tym idzie także stabilności cen<sup>36</sup>.

#### **4. Regulacje na rynku pieniądza prowadzone przez SRF w okresie 2007-2009**

##### **4.1. SRF wobec dekonjunktury na rynku nieruchomości i kryzysu finansów w 2007 roku**

Jak już wcześniej wspomniano, współczesny kryzys finansowy rozpoczął się od spadku konjunktury na rynkach nieruchomości mieszkaniowych. Na początku 2007 roku wzrosła liczba banków oraz funduszy hedgingowych notują-

<sup>34</sup> *Raport roczny 2010*, Europejski Bank Centralny, s. 19-20.

<sup>35</sup> *Ibidem*, s. 21-22.

<sup>36</sup> *The ECB's response ...op. cit.*, s. 73-74.

cych straty z tytułu kredytów typu subprime oraz instrumentów finansowych opartych na tych kredytach.

17 sierpnia 2007 roku Rada Gubernatorów podjęła decyzję o obniżeniu podstawowej stopy kredytowej o 50 punktów bazowych, a także o przedłużeniu maksymalnego okresu okna dyskontowego do 30 dni. Miesiąc później Federalny Komitet Operacji Otwartego Rynku rozpoczął obniżanie stopy procentowej funduszy federalnych z poziomu 4,94% (we wrześniu). W lutym 2008 roku wartość ta wynosiła 2,98%, a w maju 1,98%. Komitet zakładał, że obniżenie stopy procentowej funduszy federalnych wraz z obniżką wartości podstawowej stopy kredytowej zmniejszy napięcia na rynkach finansowych, ich umiarkowany wzrost oraz zmniejszenie ryzyka aktywności gospodarczej.

Wyżej opisane działania pozwoliły na zmniejszenie napięć na rynkach finansowych, jednakże tylko w sierpniu oraz wrześniu 2007 roku, pod koniec 2007 roku ponownie wzrosły. W tym okresie FED podjął kolejne interwencje i na uwagę zasługują dwa rodzaje interwencji. Pierwszy dotyczył umów międzybankowych tzw. linii swapowe (swap lines), drugi zaś polegał utworzeniu na aukcji krótkoterminowych papierów dłużnych system *Term Action Facility* (TAF).

FED podjął w połowie grudnia 2007 roku<sup>37</sup> decyzję o utworzeniu wzajemnych umów walutowych („linii swap’owych”) z innymi bankami centralnymi (m.in. EBC, czy Szwajcarskim Bankiem Centralnym - łącznie w tej formie współpracował z 14 bankami centralnymi. Współpraca ta miała na celu zasilić rynki w płynność. Stworzono dwa rodzaje tymczasowych linii swapowych: linie dolarowe oraz linie w walutach obcych. Ich działanie było następujące<sup>38</sup>:

- ✓ Dolarowe linie swapowe. Gdy obcy bank centralny decyduje się na sięgnięcie po instrument w postaci linii swapowej w dolarach w SRF, sprzedaje określoną ilość swojej waluty Systemowi Rezerwy Federalnej w zamian za dolary po aktualnym rynkowym kursie wymiany. System Rezerwy Federalnej przechowuje walutę obcą na rachunku w obcym banku centralnym. Kwota w dolarach deponowana jest na rachunku, który obcy bank centralny posiada w Banku Rezerw Federalnych w Nowym Jorku. Jednocześnie SRF oraz obcy bank centralny zawierają wiążącą umowę zobowiązującą obcy bank do odkupu swojej waluty od SRF w przyszłości po tym samym kursie wymiany (obcy bank płaci SRF odsetki od transakcji). W miarę zaistnienia potrzeby kwota w dolarach udostępniana jest instytucjom finansowym pod-

---

<sup>37</sup> Reserve Bank of Australia, Banco Central do Brasil, Bank of Canada, Danmarks Nationalbank, Bank of England, European Central Bank, Bank of Japan, Bank of Korea, Banco de Mexico, Reserve Bank of New Zealand, Norges Bank, Monetary Authority of Singapore, Sveriges Riksbank, Swiss National Bank.

<sup>38</sup> Board of Governors of the Federal Reserve System, Central Bank liquidity swaps, [http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/bst\\_liquidityswaps.htm](http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/bst_liquidityswaps.htm), pobrano 3.06.2012.



legającym pod jurysdykcję obcego banku centralnego. Kwota transferowana jest z rachunku w Nowym Jorku do instytucji finansowej.

- ✓ Linie kredytowe w walutach obcych mają lustrzaną konstrukcję. Oznacza to, że skonstruowane są w taki sposób, aby umożliwić Systemowi Rezerwy Federalnej zdolność do oferowania płynności w walutach obcych instytucjom finansowym w USA.

Umowy te funkcjonowały przez 10 miesięcy. 10 marca 2008 roku Federalny Komitet Operacji Otwartego Rynku podjął decyzję o rozszerzeniu wzajemnych umów walutowych z EBC oraz Narodowym Bankiem Szwajcarii do kwot odpowiednio 30 oraz 6 miliardów dolarów<sup>39</sup>. Działania te mieściły się w ramach systemu międzynarodowego rynku pieniężnego, którego cechą jest wysoka płynność (tzn. łatwość zamiany na inne aktywa finansowe). Instrumentami rynku pieniężnego są certyfikaty depozytowe, bony skarbowe, bony pieniężne, bony komercyjne przedsiębiorstw, weksle, czek, akcepty bankowe<sup>40</sup>.

Drugim instrumentem mającym na celu zasilenie instytucji depozytowych w kapitał na określony okres (28 lub 35 dni) były utworzone przez SRF dnia 12 grudnia 2007 aukcje krótkoterminowych papierów dłużnych tzw. *Term Action Facility* (TAF). Aukcje TAF zostały wprowadzone m.in. dlatego, że wielkość zaciąganych pożyczek w ramach okien dyskontowych pozostawała na niskim poziomie mimo istnienia ciągłego napięcia na rynkach pożyczek międzybankowych. Z początku okna dyskontowe cechowały się krótkoterminowością (*overnight*), z czasem (17 sierpnia 2007 roku) okres ten został wydłużony do 30 dni. Pomimo tego, popyt na pożyczki z tego typu programów kredytowych nie był wystarczający<sup>41</sup>. Dotychczasowe okna dyskontowe różniły się od aukcji TAF. Oprocentowanie pożyczek w ramach okna dyskontowego ustalane jest przez SRF i nie nakłada się ograniczeń co do wielkości pożyczek. W przypadku TAF System Rezerwy Federalnej z góry ustalał wielkość kapitału jaki przeznaczony będzie na pożyczki podczas poszczególnych aukcji. Także oprocentowanie ustalane jest na aukcji. Do 28 grudnia 2009 roku FED zasilił instytucje finansowe poprzez aukcje TAF w kapitał o wartości 3,48 biliona dolarów<sup>42</sup>.

---

<sup>39</sup> *Monetary Policy Report to the Congress*, Board of Governors of The Federal Reserve System, July 2008, s.36.

<sup>40</sup> Istnieją dwa cele dokonywania transakcji na międzynarodowym rynku pieniężnym: 1) bieżące regulowanie przez władze monetarne podaży pieniądza krajowego oraz relacji kursowych do innych walut; 2) chęć zagospodarowania tymczasowo wolnych środków pieniężnych lub możliwość dopozyczenia brakujących środków na krótki termin. Stronami transakcji na międzynarodowym rynku pieniężnym są instytucje finansowe, banki, rządy oraz duże przedsiębiorstwa.

<sup>41</sup> D. C. Wheelock, *Another Window: The Term Auction Facility*, *Monetary Trends*, Federal Reserve Bank of St. Louis, March 2008, s. 1.

<sup>42</sup> *Ibidem*.

#### 4.2. Instrumenty regulacji rynku finansowego zastosowane przez FED w 2008 roku

Nasilenie się kryzysu w 2008 roku spowodowało zastosowanie przez FED kolejnych instrumentów. Mowa tutaj o: *Term Securities Lending Facility* (TSLF) oraz *Primary Dealer Credit Facility* (PDCF), *Commercial Paper Funding Facility* (CPFF), *Term Asset-Backed Securities Lending Facility* (TALF).

10 marca 2008 roku Komitet SRF przeanalizował dotychczasowe wydarzenia na rynkach finansowych i uznawszy, że sytuacja na niektórych kluczowych rynkach pieniężnych i kredytowych pogorszyła się podjął decyzję o utworzeniu *Term Securities Lending Facility* (TSLF). Instrument ten umożliwił dilerom skarbowych papierów wartościowych (primary dealers) pożyczanie od SRF skarbowych papierów wartościowych na okres około jednego miesiąca pod zastaw zabezpieczenia kwalifikowanego operacji otwartego rynku oraz wysokiej jakości papierów wartościowych zabezpieczonych mieszkaniowymi kredytami hipotecznymi. Ten nowy instrument został zaprojektowany, aby załagodzić napięcia na rynkach papierów wartościowych<sup>43</sup>.

Także w marcu 2008 roku bank inwestycyjny Bear Stearns Companies poinformował SRF oraz agencje rządowe, że jego sytuacja związana z płynnością diametralnie się pogorszyła i że będzie zmuszony złożyć wniosek o upadłość następnego dnia, jeżeli nie będą mu postawione do dyspozycji alternatywne źródła finansowania. Upadek banku zmusiłby zabezpieczonych wierzycieli oraz kontrahentów tej instytucji do likwidacji bazowego zabezpieczenia i pobrania płynności z rynku. Podmioty te mogłyby odnotować znaczne straty, a sytuacja ta bez wątpienia wpłynęłaby na całą amerykańską gospodarkę. Wierzyciele i kredytobiorcy banku Bear Stearns Companies w związku z niespodziewanym brakiem płynności oraz stratami jakie by poniosły, zaczęliby wstrzymywać się z zabezpieczonym finansowaniem innych podmiotów, a także wypuszczeniem na rynki dużych ilości nie płynnych aktywów<sup>44</sup>. W świetle takiego zagrożenia Rada Gubernatorów po konsultacji z Komisją Papierów Wartościowych i Giełd oraz Skarbem Państwa uznała, że koniecznym będzie, w celu uratowania banku przed upadłością, udostępnienie krótkoterminowego finansowania poprzez JPMorgan & CO, który zobowiązał się nabyć bank i przejąć jego zobowiązania finansowe. JPMorgan został wsparty przez Skarb Państwa, który na początku przeznaczył na ten cel 30 miliardów USD zabezpieczonych aktywami banku, a w dniu przejścia banku rozszerzył wsparcie o 29 miliardów USD<sup>45</sup>.

Te zawirowania jakie powstały w związku z problemami Bear Stearns Companies i możliwość powstania nowych, podobnych problemów, spowodował, że SRF utworzył *Primary Dealer Credit Facility* (PDCF). Opierał się on na

---

<sup>43</sup> *Monetary Policy Report...*, op. cit., July 2008, s. 36.

<sup>44</sup> *Ibidem*, s. 27.

<sup>45</sup> *Ibidem*.

udzielaniu pożyczek dilerom skarbowych papierów wartościowych pod zastaw zabezpieczeń kwalifikowanych. Transakcja miała charakter jednodniowy.

Jak już omówiono wcześniej kryzys, zintensyfikował się w drugiej połowie 2008 roku wraz z upadkiem Lehman Brothers, dla którego SRF oraz Skarb Państwa nie były w stanie znaleźć kupca. Upadek banku wzbudzał wiele dyskusji, niektórzy specjaliści uważali, że upadek tego banku przyczynił się do pogłębienia kryzysu, inni zaś jak np. Przewodniczący SRF Bernanke uważali, że sytuacja instytucji była dobrze znana już wcześniej, a inwestorzy powinni wiedzieć, że bank chylił się ku upadkowi. Kilka godzin po upadku Lehman Brothers, SRF musiał stawić czoła problemom AIG, którego upadek mógłby zwiększyć głębokość kryzysu. W wyniku dokapitalizowania, spółka została uratowana. W tym samym okresie upadły dwie instytucje finansowe, które ze względu na fakt, iż żadna z nich nie była instytucją depozytową, nie mogły one skorzystać z programów pomocowych SRF<sup>46</sup>.

Aby ustabilizować sytuację na rynkach, SRF przychylił się 21 sierpnia do wniosku Goldman Sachs oraz Morgan Stanley o przekształceniu ich w holdingi. Wyraził także zgodę na to, aby Bank Federalny Nowego Jorku rozszerzył kredyt udzielony tym spółkom oraz spółce Merrill Lynch. Przez kolejne tygodnie na rynkach panowały zawirowania i aby je zredukować 7 października 2008 roku SRF utworzył *Commercial Paper Funding Facility* (CPFF). Instrument ten miał za zadanie dostarczyć jednostronną płynność amerykańskim emitentom papierów wartościowych poprzez spółkę celową, która nabywała papiery wartościowe od kwalifikowanych instytucji emitujących papiery wartościowe przy wykorzystaniu kapitału jaki postawił jej do dyspozycji Bank Federalny Nowego Jorku<sup>47</sup>.

25 Listopada 2008 roku SRF ogłosił utworzenie *Term Asset-Backed Securities Lending Facility* (TALF) zaczął funkcjonować w marcu 2009 roku. Instrument ten miał wspomóc uczestników rynku w odpowiadaniu na zapotrzebowania kredytowe gospodarstw domowych oraz małych przedsiębiorstw poprzez wspieranie wystawiania papierów wartościowych pod zastaw kredytów na samochód, pożyczek studenckich, pożyczek na sprzęt, czy kredytów hipotecznych<sup>48</sup>.

Pod koniec 2008 roku SRF przyjął wnioski kolejnych kilku dużych instytucji finansowych o przekształcenie w holdingi. Należały do nich American Express, CIT oraz GMAC<sup>49</sup>.

<sup>46</sup> D. C. Wheelock, *Lessons Learned?* ...op. cit., s. 93.

<sup>47</sup> Board of Governors of the Federal Reserve System, <http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20081007c.htm> (pobrano 04.06.2012), D. C. Wheelock, *Lessons Learned?* ... op. cit., s. 94.

<sup>48</sup> Federal Reserve Bank of New York, <http://www.newyorkfed.org/markets/talf.html>, pobrano 04.06.2012., D. C. Wheelock, *Lessons Learned? Comparing the Federal Reserve's Responses to the Crises of 1929-1933 and 2007-2009*, Federal Reserve Bank of St. Louis Review, March/April 2010, s. 94.

<sup>49</sup> D. C. Wheelock, *Lessons Learned?* ...op. cit., s. 94.

### 4.3. Interwencje FED w 2009 roku

Początek 2009 roku nie przyniósł poprawy na rynkach finansowych, w związku z tym, aby odbudować zaufanie do amerykańskich instytucji finansowych oraz wznowić przepływy w pożyczkach dla biznesu oraz gospodarstw domowych w lutym 2009 roku, Skarb Państwa wraz z SRF i Federalnym Biurem do spraw Ubezpieczenia Depozytów, agencją rządową Office of the Comptroller of the Currency, biurem Office of Thrift Supervision przygotował Plan Stabilizacji Finansowej (*Financial Stability Plan*)<sup>50</sup>. Plan ten zawierał w sobie tak zwany *Capital Assistance Program* (CAP), którego celem było zagwarantowanie, że największe instytucje bankowe będą zasilone w wysokiej jakości kapitał. Z kolei w ramach tego programu funkcjonował *Supervisory Capital Assessment Program*. Ten program miał na celu ocenić potrzeby największych bankowych holdingów i przygotować warunki do realizacji zadań w niestandardowych warunkach, większych niż zazwyczaj. Skarb Państwa oraz agencje banków federalnych uznawały za bardzo ważne to, aby największe banki holdingowe posiadały bufor w postaci kapitału, który mógłby ochronić je przed stratami i pozwolić im zaspokajać zapotrzebowanie swoich klientów w przypadku osłabionej sytuacji gospodarczej. Informacja o utworzeniu planu nie doprowadziła do natychmiastowej poprawy warunków panujących na rynkach<sup>51</sup>. Jak wynika z danych raportu SRF<sup>52</sup> pierwsze oznaki poprawy w 2009 roku zauważono na początku marca, kiedy to kilka największych banków ogłosiło wyniki za dwa pierwsze miesiące roku, które były dla nich miesiącami dochodowymi. Sytuację poprawiała decyzja Federalnego Komitetu Operacji Otwartego Rynku z 17 i 18 marca o zwiększeniu kwoty przeznaczonej na zakup aktywów zabezpieczonych kredytami hipotecznymi o wartości 750 miliardów USD oraz o nabyciu długoterminowych skarbowych papierów wartościowych o wartości do 300 miliardów USD w ciągu 6 kolejnych miesięcy. Po ogłoszeniu tego komunikatu rentowość wielu długoterminowych dłużnych papierów wartościowych znacząco zmalała. Na koniec pierwszego kwartału wiele instytucji finansowych odnotowało lepsze wyniki niż się spodziewano, a ceny akcji banków i instytucji ubezpieczeniowych rosły. W drugim kwartale sytuacja stale się poprawiała, po części było to związane z ujawnieniem większej ilości szczegółów dotyczących programu SCAP oraz ogłoszenia jego wyników 7 maja<sup>53</sup>.

Polepszenie w sektorze finansowym, które rozpoczęło się w pierwszej połowie 2009 roku utrzymywało do końca roku oraz trwało także w 2010 roku. Wraz z poprawą sytuacji na rynkach finansowych SRF oraz inne agencje rządowe wycofały niektóre nadzwyczajne instrumenty pomocowe, które uruchomione

---

<sup>50</sup> *Monetary Policy Report to the Congress*, Board of Governors of the Federal Reserve System, July 2009, s. 21.

<sup>51</sup> *Ibidem*, s. 21.

<sup>52</sup> *Ibidem*.

<sup>53</sup> *Ibidem*.

zostały na potrzeby kryzysu. Warto tutaj wspomnieć, iż od drugiej połowy 2009 roku, SRF rozpoczął normalizowanie rozmiarów udzielanych pożyczek bankom. Zostały zredukowane wielkość oraz okres zapadalności kredytów wylicytowanych w ramach aukcji krótkoterminowych papierów dłużnych (Term Auction Facility). SRF ogłosił, że ostatnia taka aukcja odbędzie się w marcu 2010 roku. Wartość niespłaconego wsparcia płynącego z programów pomocowych spadła do zera lub była bliska zeru. *Primary Dealer Credit Facility*, *Term Securities Lending Facility*, *Commercial Paper Funding Facility* oraz tymczasowe linie swapowe wygasły na początku lutego 2010 roku. Także inne agencje rządowe zredukowały swoje wsparcie dla instytucji finansowych. „Odbicie cen aktywów odzwierciedlało przychody instytucji, poprawiające się wskaźniki obrazujące jakość kredytów oraz jaśniejsze perspektywy gospodarcze”<sup>54</sup>.

## 5. Zakończenie

Kryzys lat 2007-2009 był ogromnym wyzwaniem dla banków centralnych. Jego głębokość zasięg, potencjalne i rzeczywiste skutki sprawiły, iż standardowe działania w systemach bankowych okazały się niewystarczające dla zapobieganiu krachu finansowego. Z analizy wynika, że można wyraźnie wyodrębnić dwa istotnie różniące się okresy interwencji obu banków, czyli 2007 rok i lata 2008 - 2009. Rok 2007 szczególnie zachwiały płynnością na rynku amerykańskim, kiedy to po okresie dobrej koniunktury na rynku nieruchomości, w latach 2006-2007 nastąpił gwałtowny spadek cen połączony ze wzrostem stóp procentowych i pęknięciem bańki spekulacyjnej. Wtedy zastosowano pierwsze standardowe narzędzia interwencyjne w USA, czyli obniżenie podstawowej stopy procentowej o 50 punktów bazowych. Niska skuteczność tej interwencji spowodowała utworzenie umów międzybankowych tzw. linie swapowe (swap lines) oraz utworzeniu na aukcji krótkoterminowych papierów dłużnych system *Term Action Facility* (TAF).

Banki europejskie natomiast, w przeciwieństwie do swoich amerykańskich odpowiedników, prowadziły wcześniej bardziej odpowiedzialną politykę i dzięki temu przetrwały najtrudniejszy etap kryzysu ponosząc relatywnie niewielkie straty, nie obyło się bez bankructw i nacjonalizacji. EBC w tym czasie zastosował dodatkowe interwencje na otwartym rynku wykorzystując operacje refinansujące o terminach zapadalności trzy i sześciomiesięcznych. W ten sposób zredukowano niepewność, a dłuższy horyzont planowania płynności zapewniony przez wydłużoną zapadalność, miały na celu zachęcić banki do kredytowania gospodarki. Ponadto, pod koniec 2007 roku EBC zastosował procedury przetargowe, aby przeciwdziałać obawom banków związanych z głównym finansowaniem. Te interwencje mające na celu zwiększenie płynności, jakie zastosował EBC podczas wstępnej fazy kryzysu, były możliwe dzięki szerokim

---

<sup>54</sup> *Monetary Policy Report to the Congress*, Board of Governors of the Federal Reserve System, February 2012, s. 22-26.

oraz elastycznym ramom operacyjnym, które zawierały w sobie długą listę dodatkowych zabezpieczeń kwalifikujących się do operacji refinansowych Eurosystemu.

Nasilenie się kryzysu w 2008 roku, który okazał się być najtrudniejszym okresem dla rynków finansowych, także w Europie, spowodowało konieczność stosowania kolejnych interwencji. W przypadku EBC były to: obniżenie stóp procentowych, wprowadzenie trybu przetargu kwotowego z pełnym przydziałem we wszystkich operacjach refinansowych, przedłużeniem maksymalnego terminu zapadalności operacji refinansowych z trzech miesięcy do roku, rozszerzeniem listy aktywów kwalifikujących się jako zabezpieczenie, zastosowaniem transakcji bezwarunkowych na rynku obligacji. W 2009 roku ogłoszono program zakupu denominowanych w euro obligacji emitowanych w strefie euro w okresie do czerwca 2010 roku o wartości 60 miliardów euro. Celem programu było promowanie ciągłego spadku stóp procentowych rynku pieniężnego, uproszczenie warunków finansowania dla instytucji kredytowych, zachęcanie instytucji kredytowych do utrzymywania oraz zwiększania wielkości pożyczek, polepszenie płynności rynku w kluczowych segmentach rynku prywatnych papierów dłużnych. Efektem działań EBC było wsparcie kredytowe systemu bankowego, co miało duży wpływ na ceny rynkowe, zarządzanie płynnością banków.

W przypadku SRF w latach 2008-2009 podejmowane były niestandardowe działania mające na celu zwiększenie płynności systemu. Mieściły się one w obszarze instrumentów, które zaliczyć można do operacji otwartego rynku. W zależności od sytuacji uruchomiono interwencyjne programy celowe takie jak: *Term Securities Lending Facility (TSLF)* oraz *Primary Dealer Credit Facility (PDCF)*, *Commercial Paper Funding Facility (CPFF)*, *Term Asset-Backed Securities Lending Facility (TALF)*. W 2009 roku poprzez program *Term Asset-Backed Securities Lending Facility* wspomagano uczestników rynku w celu sprostania zapotrzebowaniu kredytowego gospodarstw domowych oraz przedsiębiorstw. Działania te w rezultacie uspokoiły rynki finansowe i ustabilizowały sytuację.

Reasumując, można powiedzieć, iż obydwa banki EBC i SRF zastosowały zarówno typowe interwencje na rynku finansowym (regulacje operacje otwartego rynku, stopa dyskontowa, rezerwy obowiązkowe), jak i nietypowe w stosunku do dotychczas stosowanych, szczególnie odnosi się to do banku Stanów Zjednoczonych, gdzie tworzono nowe programy konstruowane na potrzeby kryzysowej sytuacji. Patrząc w przyszłość i biorąc pod uwagę zmiany jakie zachodzą w świecie finansów, o czym wspomniano wcześniej, takie jak: wirtualizacja rynków finansowych, dyfuzja technik wspomagających inwestowanie w pakiety akcji, wzrost liczby kredytobiorców o niepewnym zatrudnieniu i słabej wiarygodności kredytowej, można mieć wątpliwość, czy zastosowane w okresie omawianego kryzysu instrumenty okazały się skuteczne.

**Bibliografia**

1. Beirne J., L. Dalitz, J. Ejsing, M. Grothe, S. Manganelli, F. Monar, B. Sahel, M. Susec, J. Tapking, T. Vong, *The impact of the Eurosystem's covered bond purchase programme on the primary and secondary markets*, Occasional paper series np. 122/January 2011, European Central Bank, Eurosystem.
2. Board of Governors of the Federal Reserve System, Central Bank liquidity swaps, [http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/bst\\_liquidityswaps.htm](http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/bst_liquidityswaps.htm), (pobrano 3.06.2012).
3. Board of Governors of the Federal Reserve System, <http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20081007c.htm> (pobrano 04.06.2012).
4. *Central Bank Response to the 2007-2008 Financial Market Turbulence: Experiences and Lessons Drawn*, IMF Working Paper WP/08/210, September 2008.
5. Dobrzański P., *Transmisja kryzysu amerykańskiego na gospodarki europejskie*, Prawnicza i Ekonomiczna Biblioteka Cyfrowa, Wrocław 2011.
6. Economic research, Federal Reserve Bank of St. Louis, <http://research.stlouisfed.org/fred2/categories/114/downloaddata> (24.05.2012).
7. Eurostat, *Europe in figures - Eurostat yearbook 2011*.
8. Eurostat, Statistic Database, [http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/statistics/search\\_database](http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/statistics/search_database) (pobrano 4.05.2012).
9. Federal Reserve Bank of New York, <http://www.newyorkfed.org/markets/talf.html> (pobrano 04.06.2012).
10. FIN-FOCUS, DG ds. Rynku Wewnętrznego i Usług, Biuletyny o usługach finansowych, 06.2008, nr 5.
11. Gruszecki T., *Świat na długi*, Wydawnictwo KUL, Lublin 2012.
12. Karpus P., J. Węclawski (red), *Rynek finansowy w erze zawirowań*, praca zbiorowa pod redakcją, Wydawnictwo UMCS, Lublin 2009.
13. Mishkin F., *Monetary policy strategy: Lessons from the crisis*, Working Paper 16755, National Bureau of Economic Research, Luty 2011.
14. Mishkin F.S., *Ekonomika pieniądza, bankowości i rynków finansowych*, PWN, Warszawa 2002.
15. *Monetary Policy Report to the Congress*, Board of Governors of the Federal Reserve System, February 2012.
16. *Monetary Policy Report to the Congress*, Board of Governors of The Federal Reserve System, July 2008.
17. *Monetary Policy Report to the Congress*, Board of Governors of the Federal Reserve System, July 2009.
18. Nawrot W., *Globalny kryzys finansowy XXI wieku, przyczyny, przebieg, skutki, prognozy*, CeDeWu, Warszawa 2008.
19. *Raport roczny 2010*, Europejski Bank Centralny.
20. Sundarajan V., T. Balino, *Banking Crises: cases and issues*, IMF, Washington, D.C. 1991.
21. *Sytuacja gospodarcza w Grecji, Hiszpanii, Irlandii, Islandii, Estonii, na Litwie i Łotwie oraz w Polsce – skutki kryzysu*, Kancelaria Senatu, Biuro analiz i dokumentacji, Warszawa, 2010.

22. *The ECB's monetary policy stance during the financial crisis*, Monthly Bulletin, ECB, January 2010.
23. *The ECB's non-standard measures-impact and phasing-out*, Monthly Bulletin, European Central Bank, July 2011.
24. *The ECB's response to the financial crisis*, Monthly Bulletin, October 2010.
25. *The Economist* 18.01.2008: *The invasion of the sovereign-wealth funds*
26. *The Monetary Policy of the ECB*, European Central Bank, Eurosystem, 2011.
27. Wheelock D. C., *Another Window: The Term Auction Facility*, *Monetary Trends*, Federal Reserve Bank of St. Louis, March 2008.
28. Wheelock D. C., *Lessons Learned? Comparing the Federal Reserve's Responses to the Crises of 1929-1933 and 2007-2009*, Federal Reserve Bank of St. Louis Review, March/April 2010.
29. Wilczyński R., *Międzynarodowy wymiar kryzysu finansowego* [w]: W. Małecki(red), *Globalny kryzys finansowy a polska gospodarka*, VIZJA PRESS&IT, Warszawa 2009.
30. [www.bloomberg.com](http://www.bloomberg.com).

### **Regulation Instruments Used by Federal Reserve System and European Central Bank in the Financial Crisis of 2007-2009**

**Summary:** Financial crisis of 2007-2009 affected mainly the highly developed countries and embraced all groups of markets and their participants. Governments and central banks had to face new challenges. The author of the article compares instruments of intervention used by Federal Reserve System and European Central Bank in the time of crisis of 2007-2009. The article consists of three merit parts. In the first one, the author describes briefly causes and the course of the crisis. The second part describes the instruments of intervention used by ECB. The third one presents regulations on the money market implemented by FRS.

**Keywords:** financial crisis, instruments of money supply regulation.

Mgr Bartosz Szukalski  
Uniwersytet Łódzki