

HANNA ŻYWIECKA

**NIEKONWENCJONALNA POLITYKA PIENIĘŻNA
SYSTEMU REZERWY FEDERALNEJ,
EUROPEJSKIEGO BANKU CENTRALNEGO
ORAZ BANKU ANGLII
W ODPOWIEDZI NA KRYZYS FINANSOWY
LAT 2007-2009**

I. WSTĘP

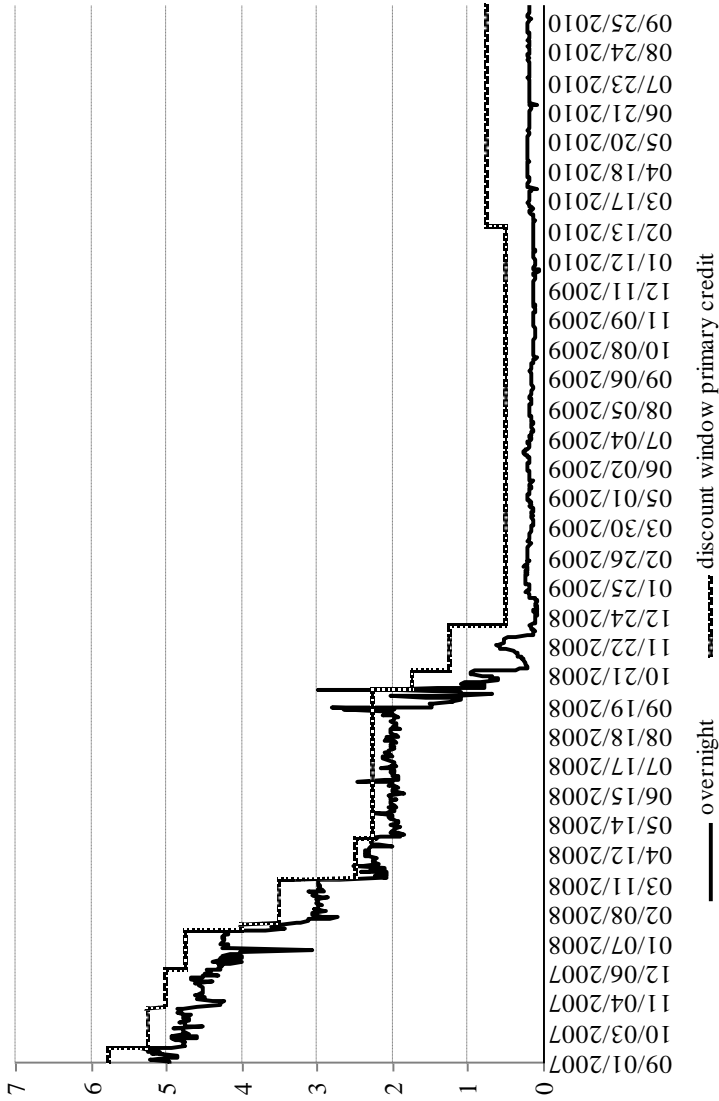
Pierwsze objawy kryzysu finansowego, mającego swoje źródło w nagłym załamaniu na amerykańskim rynku substandardowych kredytów hipotecznych (*subprime*), miały miejsce w sierpniu 2007 r. Gwałtowny spadek cen na rynku nieruchomości oraz rynku akcji spowodował, iż papiery wartościowe wyemitowane w celu zabezpieczenia zagrożonych kredytów hipotecznych stały się aktywami toksycznymi, przyczyniając się do rozprzestrzeniania infekcji w sektorze finansowym. Sytuacja ta doprowadziła do zawieszenia transakcji na rynkach pieniężnych, spowodowanego gwałtownym spadkiem wzajemnego zaufania instytucji finansowych, które, mając świadomość własnych nieprawidłowości i nadużyć, wąpiły również w wiarygodność dotychczasowych partnerów finansowych. Obawa przed utratą wypłacalności banków potęgowała kryzys płynności na rynku międzybankowym, gdyż uczestnicy rynku, chcąc uchronić się przed poniesieniem strat, wstrzymywali się od zawierania transakcji. Niepewność co do poziomu ekspozycji innych banków na ryzyko kredytowe, jak również rozmiarów ich potencjalnych strat, spowodowała, że banki zaczęły gromadzić płynność¹. Zależność pomiędzy krótkoterminowymi a długoterminowymi rynkowymi stopami procentowymi uległa zerwaniu, co wpłynęło na bardziej strome ukształtowanie krzywych dochodowości instrumentów finansowych. Istniejąca dotychczas przekładnia pomiędzy podstawowymi stopami banków centralnych a krótkoterminowymi stopami na rynku międzybankowym przestała istnieć².

¹ 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.

² M. Jurek, P. Marszałek, *Banki centralne krajów wysoko rozwiniętych podczas kryzysu finansowego*, w: P. Karpuś, J. Węclawski (red.), *Rynek finansowy w erze zawirowań*, Wydawnictwo Uniwersytetu Marii Curie-Skłodowskiej, Lublin 2009, s. 84.

Wykres 1

Dzienne 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 danych zawartych na http://www.federalreserve.gov/releases/h15/data/Daily/H15_DWPC_NA.txt.

Zachwianie płynności głównych rynków finansowych skłoniło banki centralne do natychmiastowych reakcji. Działania te miały na celu przeciwdziałanie wybuchowi paniki, która mogła doprowadzić do groźnego w skutkach zjawiska „szturmu na banki”, a także służyły podtrzymaniu nadszarpniętego wizerunku instytucji finansowych. Przywrócenie płynności i stabilności systemu finansowego stało się istotnym wyzwaniem, mimo awersji banków centralnych do podejmowania ryzyka w zakresie działań interwencyjnych, wynikającej z ich obawy przed wystąpieniem zjawiska tak zwanej pokusy nadużycia (*moral hazard*). Banki centralne z definicji bowiem powinny być wyłącznie kredytodawcami ostatniej instancji (*lender of the last resort*), a nie standardowymi gwarantami utrzymania działalności operacyjnej dla banków komercyjnych. Zastosowane przez banki centralne programy interwencyjne, opierające się początkowo na instrumentach znajdujących się tradycyjnie w ich dyspozycji, okazały się niewystarczającą odpowiedzią na kryzys, zmuszając instytucje monetarne do zastosowania polityki *quantitative easing* na niespotykaną dotąd skalę³.

Uzasadnieniem zastosowania nadzwyczajnej polityki pieniężnej była konieczność dostarczenia gospodarce dodatkowych środków pieniężnych w celu stworzenia bodźców do zwiększenia zagregowanego popytu koniecznego do 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 zapewniają płynność zgodnie z popytem zgłaszanym przez banki, opierając się na obowiązującej stopie procentowej, natomiast w ramach polityki *quantitative easing* sterują wielkością podaży pieniądza, prowadząc skup 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 jest również wypadkową dodatkowej podaży pieniądza „wstrzykiwanej” do gospodarki za pośrednictwem polityki *quantitative easing*⁴.

Celem niniejszego artykułu jest zaprezentowanie reakcji wybranych banków centralnych krajów wysokorozwiniętych, czyli ich polityki pieniężnej, na kryzys finansowy lat 2007-2010. Działania podjęte przez instytucje monetarne czołowych gospodarek światowych stały się wzorcem do naśladowania dla mniej doświadczonych banków centralnych, szczególnie w nowych państwach Unii Europejskiej.

II. OGÓLNA CHARAKTERYSTYKA POLITYKI *QUANTITATIVE EASING* ZASTOSOWANEJ PRZEZ KRAJE WYSOKOROZWIĘTE

Odpowiedź banków centralnych na zaburzenia na rynkach finansowych układała się zwykle w podobną sekwencję zdarzeń. W pierwszej fazie kryzysu

³ W. Przybylska-Kapuścińska, *Instrumenty banku centralnego w ograniczaniu ryzyka w dobie kryzysu finansowego*, w: B. Filipiak, M. Dylewski (red.), *Ryzyko w finansach i bankowości*, Difin, Warszawa 2010, s. 56.

⁴ J. Benford i in., *Quantitative Easing*, „Bank of England Quarterly Bulletin” 2009, Q2, s. 91, <http://www.bankofengland.co.uk>.

Tabela 1

Harmonogram obniżek podstawowych stóp procentowych banków centralnych w odpowiedzi na kryzys w okresie od 6 grudnia 2007 r. do 8 kwietnia 2009 r.

Data	Działanie
6 grudnia 2007 r.	Bank Anglii obniża oficjalną stopę bankową płaconą za rezerwy banków komercyjnych o 25 punktów bazowych do poziomu 5,5%
7 lutego 2008 r.	Bank Anglii obniża oficjalną stopę bankową płaconą za rezerwy banków komercyjnych o 25 punktów bazowych do poziomu 5,25%
10 kwietnia 2008 r.	Bank Anglii obniża oficjalną stopę bankową płaconą za rezerwy banków komercyjnych o 25 punktów bazowych do poziomu 5,0%
8 października 2008 r.	Bank Anglii obniża oficjalną stopę bankową płaconą za rezerwy banków komercyjnych o 50 punktów bazowych do poziomu 4,5%; Narodowy Bank Szwajcarii obniża górną granicę docelowej stopy LIBOR dla 3-miesięcznych wkładów w CHF o 25 punktów bazowych do poziomu 3%
31 października 2008 r.	Bank Japonii obniża stopę dyskontową, utrzymywaną od 4 stycznia 2001 r., o 25 punktów bazowych do poziomu 0,5%
6 listopada 2008 r.	Bank Anglii obniża oficjalną stopę bankową płaconą za rezerwy banków komercyjnych o 150 punktów bazowych do poziomu 3%; Narodowy Bank Szwajcarii obniża górną granicę docelowej stopy LIBOR dla 3-miesięcznych wkładów w CHF o 50 punktów bazowych do poziomu 2,5%
12 listopada 2008 r.	EBC obniża stopę oprocentowania depozytu na koniec dnia o 50 punktów bazowych do poziomu 2,75%
19 listopada 2008 r.	Bank Japonii obniża stopę dyskontową o 20 punktów bazowych do poziomu 0,3%
20 listopada 2008 r.	Narodowy Bank Szwajcarii obniża górną granicę docelowej stopy LIBOR dla 3-miesięcznych wkładów w CHF o 100 punktów bazowych do poziomu 1,5%
4 grudnia 2008 r.	Bank Anglii obniża oficjalną stopę bankową o 100 punktów bazowych do poziomu 2%
10 grudnia 2008 r.	Europejski Bank Centralny obniża stopę oprocentowania depozytu na koniec dnia o 75 punktów bazowych do poziomu 2%
11 grudnia 2008 r.	Narodowy Bank Szwajcarii obniża górną granicę docelowej stopy LIBOR dla 3-miesięcznych wkładów w CHF o 50 punktów bazowych do poziomu 1%
8 stycznia 2009 r.	Bank Anglii obniża stopę bankową o 50 punktów bazowych do poziomu 1,5%
21 stycznia 2009 r.	Europejski Bank Centralny obniża stopę oprocentowania depozytu na koniec dnia o 100 punktów bazowych do poziomu 1%
5 lutego 2009 r.	Bank Anglii obniża stopę bankową o 50 punktów bazowych do poziomu 1%

cd. tab. 1

5 marca 2009 r.	Bank Anglii obniża stopę bankową o 50 punktów bazowych do poziomu 0,5%
11 marca 2009 r.	Europejski Bank Centralny obniża stopę oprocentowania depozytu na koniec dnia o 50 punktów bazowych do poziomu 0,5%
12 marca 2009 r.	Narodowy Bank Szwajcarii obniża górną granicę docelowej stopy LIBOR dla 3-miesięcznych wkładów w CHF o 25 punktów bazowych do poziomu 0,75%
8 kwietnia 2009 r.	Europejski Bank Centralny obniża stopę oprocentowania depozytu na koniec dnia o 25 punktów bazowych do poziomu 0,25%

Źródło: opracowanie własne na podstawie Bank of England, *Monetary Policy Committee Decisions*, <http://www.bankofengland.co.uk>, oraz M. Jurek, P. Marszałek, op. cit., s. 85-86.

banki centralne skupiły się na zapewnieniu rynkom międzybankowym odpowiedniej płynności, stosując w tym celu tradycyjne narzędzia polityki pieniężnej. W odpowiedzi na zwiększone zapotrzebowanie na płynne aktywa finansowe ze strony banków komercyjnych, wiele instytucji monetarnych już w sierpniu 2007 r. zwiększyło pułapy możliwego zadłużenia na koniec dnia. Banki centralne dokonywały również obniżek stóp procentowych oraz intensyfikowały operacje otwartego rynku, aby uratować płynność rynku międzybankowego. Działania w zakresie redukcji stóp procentowych obrazuje tabela 1. Obniżki te były reakcją na zmiany stopy procentowej *overnight* na rynku międzybankowym w Stanach Zjednoczonych, która dzięki oddziaływaniu Fed spadła z 4,96% w dniu 1 września 2007 r. do 0,09% w dniu 26 grudnia 2009 r. (wykres 1)⁵. W wyniku tych działań główne stopy procentowe w wielu krajach osiągnęły niespotykane niski poziom, uniemożliwiając stymulowanie gospodarki za pomocą ich dalszych redukcji.

Spektakularne obniżki oficjalnych stóp bankowych nie przyniosły spodziewanych rezultatów, o czym świadczył wzrost spreadu pomiędzy na przykład 3-miesięczną stopą LIBOR a stopą *overnight* we wrześniu 2007 r. do ok. 110 punktów bazowych w Wielkiej Brytanii i 100 punktów bazowych w USA. Wobec nieskuteczności tradycyjnych instrumentów polityki pieniężnej banki centralne skoncentrowały swoje wysiłki na zmniejszeniu trudności pojawiających się na rynku międzybankowym, postrzeganym jako barometr bieżącej sytuacji, zwiększając podaż pieniądza i podejmując szereg działań służących poprawie płynności dystrybucji zwiększonych rezerw bankowych (tj. poszerzając zakres akceptowanych zabezpieczeń, wydłużając zapadalność operacji refinansujących oraz ustanawiając linie swapowe pomiędzy bankami centralnymi). Wiele banków centralnych dodatkowo wprowadziło lub złagodziło zasady wymiany wysoce płynnych aktywów (zazwyczaj obligacji rządowych) na mniej płynne papiery rynkowe w celu poprawienia warunków finansowania na rynku międzybankowym. Porównanie operacji podjętych przez poszczególne banki centralne ramach realizowanej przez nie polityki bilansowej prezentuje tabela 2.

⁵ M. Jurek, P. Marszałek, op. cit., s. 85.

Tabela 2

Reakcja banków centralnych na kryzys finansowy w latach 2007-2009

Rodzaj polityki bilansowej	Wykorzystane narzędzia	Fed	EBC	BoE	BoJ	BoC	RBA	SNB
Polityka kredytowa	Oddziaływanie na warunki rynku międzybankowego							
	Modyfikacja okna dyskontowego, czyli zasad dyskontowania	✓	✓	✓				
	Nadzwyczajne operacje długoterminowe	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
	Rozszerzenie listy uznawanych zabezpieczeń	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
	Rozszerzenie listy podmiotów mogących przystąpić do transakcji	✓		✓	✓	✓	✓	
	Linie swapowe pomiędzy bankami centralnymi	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
	Wprowadzenie lub złagodzenie procedur zaciągania pożyczek pod zastaw papierów wartościowych	✓		✓	✓	✓		
	Oddziaływanie na niebankowy rynek kredytowy							
	Skup papierów komercyjnych	✓		✓	✓	✓	✓	
	Skup papierów wartościowych zabezpieczonych aktywami	✓	✓	✓			✓	
	Skup obligacji przedsiębiorstw			✓	✓	✓		✓
	Skup innych papierów wartościowych	✓			✓			
Polityka zarządzania quasi-długiem	Wykup obligacji rządowych	✓		✓	✓			
Polityka rezerw bankowych	Cel dla rezerw bankowych			✓				
Polityka kursu walutowego	Zakup papierów wartościowych denominowanych w walutach obcych							✓

Fed – Rezerwa Federalna, EBC – Europejski Bank Centralny, BoE – Bank Anglii, BoJ – Bank Japonii, BoC – Bank Kanady, RBA – Bank Rezerwy Australii, SNB – Szwajcarski Bank Narodowy, ✓ – podjęte działania

Źródło: C. Borio, P. Disyatat, *Unconventional Monetary Policy: An Appraisal*, BIS Working Papers, No. 292, November 2009, s. 10.

III. REAKCJA NA KRYZYS SYSTEMU REZERWY FEDERALNEJ

System Rezerwy Federalnej Stanów Zjednoczonych jest przykładem banku, który najaktywniej zareagował na narastający kryzys. Część działań podejmowanych przez Fed podobna była do reakcji innych banków centralnych, wiele z nich stanowiło jednak rozwiązania całkowicie nowatorskie.

Najsilniejszym kanałem oddziaływania na gospodarkę Stanów Zjednoczonych jest kanał bezpośredniego oddziaływania banku centralnego na rynek kredytowy, co wynika z anglosaskiego modelu systemu finansowego zdominowanego przez finansowanie bezpośrednie⁶, realizowane poprzez emisję papierów wartościowych. Kryzys finansowy zapoczątkowany w 2007 r. skłonił System Rezerwy Federalnej do zastosowania standardowej polityki pieniężnej wykorzystującej podstawowy instrument banku centralnego, którym jest stopa procentowa i uzupełniająca ją polityka niestandardowa, polegająca na kreacji pieniądza. Począwszy od połowy 2007 r., Fed zdecydowanie obniżał stopy procentowe, wyznaczając w grudniu 2008 r. docelowy przedział wahań stopy funduszy federalnych na poziomie od 0 do 25 punktów bazowych.

Polityka stopniowych redukcji stopy funduszy federalnych i stopy dyskontowej nie przyniosła jednak oczekiwanych rezultatów w zakresie poprawy funkcjonowania rynku międzybankowego. Wskaźnik LIBOR-OIS (LIBOR – Overnight Index Swap Spread), będący miarą skłonności banków do pożyczania pieniędzy na rynku międzybankowym, w sierpniu 2008 r. osiągnął rekordowy poziom 364 punktów, podczas gdy w warunkach normalnie funkcjonujących rynków plasuje się on na poziomie około 10 pkt (wykres 2)⁷.

Pomimo stopy *fed funds* na poziomie bliskim zeru, amerykański bank centralny dysponował narzędziami, które mogły być zastosowane w warunkach kryzysu. Najważniejszym z nich była polityka komunikacyjna, za pośrednictwem której Fed oddziaływał na oczekiwania społeczeństwa dotyczące przyszłego kursu polityki monetarnej. Fed posiadał również bogaty zestaw narzędzi do wspierania rynku kredytowego, które podzielić można na trzy grupy: 1) narzędzia związane z tradycyjną rolą banku centralnego jako kredytodawcy ostatniej instancji, służące zapewnieniu krótkoterminowej płynności instytucji finansowych, 2) działania polegające na zaopatrywaniu w płynność bezpośrednio pożyczkobiorców oraz inwestorów na kluczowych rynkach kredytowych, 3) wykup długoterminowych papierów wartościowych⁸.

Pierwszym programem płynnościowym, zastosowanym w grudniu 2007 r., był Term Auction Facility (TAF), w ramach którego amerykański bank centralny udzielał w trybie aukcyjnym pożyczek upoważnionym instytucjom depozytowym, poszerzając przy tym zakres przyjmowanych zabezpieczeń⁹. Program TAF był próbą zapewnienia płynności bezpośrednio instytucjom finansowym, które w obawie przed napiętnowaniem, w związku z ujawnieniem

⁶ W krajach o zorientowanych bankowo systemach finansowych, np. w strefie euro, interwencje banku centralnego odbywały się w ramach transakcji z bankami.

⁷ P. Krugman, *Zalamanie gospodarcze dobiega końca*, <http://gielda.onet.pl>.

⁸ B. S. Bernanke, *The Crisis and the Policy Response*, At the Stamp Lecture, London School of Economics, 13 stycznia 2009, <http://www.federalreserve.gov> (23.02.2011).

⁹ Zob. http://www.federalreserve.gov/monetary_policy/taf.htm.

Wykres 2

Kształtowanie się spreadów pomiędzy 3-miesięczną stopą LIBOR wyrażoną w USD a OIS (Overnight Index Swap)



Źródło: Reuters.

faktu zaciągania pożyczek w ramach okna dyskontowego, niechętnie korzystali z tej formy wsparcia płynnościowego. Program TAF umożliwił Rezerwie Federalnej zapewnienie płynności szerszemu zakresowi podmiotów dopuszczonych do transakcji oraz pod szerszy zakres zabezpieczeń, niż to było możliwe za pośrednictwem operacji otwartego rynku. Ostatnia aukcja w ramach TAF odbyła się 11 marca 2010 r.

W związku z niedoborem papierów skarbowych na rynku w marcu 2008 r. wdrożono kolejny program płynnościowy – Fed był Term Security Lending Facility (TSLF). Program TSLF polegał na udzielaniu dilerom rynku pieniężnego krótkookresowych pożyczek obligacji 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, papiery komunalne, MBS i ABS. Dzięki programowi TSLF dilerzy rynku pieniężnego mogli otrzymać papiery skarbowe, które z kolei pozwalały im na pozyskanie środków w innych transakcjach, np. repo). Akceptując wybrane papiery wartościowe w transakcjach TSLF, System Rezerwy Federalnej przekazywał wyraźny sygnał uczestnikom rynku, że nie są one papierami toksycznymi. Dostarczone do sektora finansowego papiery skarbowe przyczyniły się do udroźnienia rynku repo, co wydatnie poprawiło dystrybucję płynności. Dzięki programowi TSLF wzrosła również płynność rynku papierów dłużnych agencji oraz MBS¹⁰. W związku z pojawieniem się możliwości pozyskania tańszego finansowania na rynku

¹⁰ D. Tymoczko, *Reakcje wybranych banków centralnych (FED i EBC) na kryzys*, w: J. Osiński (red.), *Banki centralne wobec kryzysu ekonomicznego*, Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, Warszawa 2010, s. 120.

zainteresowanie programem TSLF malało, zatem program był stopniowo wycofywany i ostatecznie zakończył się 1 lutego 2010 r.¹¹

Kolejnym programem pozwalającym dilerom rynku pieniężnego pozyskać potrzebną płynność był Primary Dealer Credit Facility (PDCF), po raz pierwszy wprowadzony w marcu 2008 r. Program polegał na udzielaniu uprawnionym bankom pożyczek jednodniowych (*overnight*). Celem programu było zapewnienie płynności dealerom rynku pieniężnego w zamian za określony rodzaj zabezpieczeń. Program PDCF stanowił modyfikację systemu okna dyskontowego – dopuszczał do transakcji banki nieprowadzące działalności depozytowej i poszerzał akceptowane zabezpieczenia. Program przestał być wykorzystywany już w maju 2009 r., chociaż jego całkowite zamknięcie nastąpiło 1 lutego 2010 r.¹²

Ze względu na rolę, jaką w amerykańskiej gospodarce spełniają rynki *commercial papers* oraz *assets-backed-securities* (ABS), wobec załamania rynku papierów komercyjnych i ABCP (*assets-backed commercial papers*), amerykański bank centralny zdecydował się na interwencję również na tych rynkach. 27 października 2008 r. wdrożono program wsparcia finansowania o nazwie Commercial Paper Funding Facility (CPFF), którego celem było poprawienie płynności rynku krótkoterminowego, w następstwie czego zwiększyć się miała dostępność kredytu dla przedsiębiorstw i gospodarstw domowych. Program polegał na skupowaniu przez Reserve Bank of New York, za pośrednictwem uprawnionych dilerów, papierów komercyjnych o wysokiej jakości (*highly rated*), niezabezpieczonych lub zabezpieczonych aktywami (CP i ABCP). Skup papierów wartościowych odbywał się za pośrednictwem upoważnionych przez Fed podmiotów specjalnego przeznaczenia (Special Purpose Vehicle – SPV). Po upływie terminu zapadalności papierów, dochody z emisji służyły emitentom do spłaty pożyczki zaciągniętej w banku centralnym. W styczniu 2009 r. suma środków pożyczonych za pośrednictwem tego programu osiągnęła maksimum i wyniosła ponad 350 mld USD (ponad 20% rynku CP). Wraz z normalizowaniem się sytuacji w sektorze finansowym udział CP skupionych w ramach CPFF malał i pod koniec 2009 r. wyniósł poniżej 1%¹³. Realizacja programu CPFF została zakończona 1 lutego 2010 r.¹⁴

Dodatkowo, w obliczu wzmózonych wypłat, przed którymi stanęły fundusze rynku pieniężnego (*money market mutual fund*), w celu niedopuszczenia do dalszych spadków cen *commercial papers*, w październiku 2008 r. Reserve Bank of New York wdrożył program Money Market Investor Funding Facility (MMIFF), służący przywróceniu płynności funduszom rynku pieniężnego. Program polegał na zapewnieniu dostępu do finansowania prywatnym przedsiębiorcom przemysłowym poprzez finansowanie skupu uprawnionych aktywów od upoważnionych inwestorów. Do aktywów takich zaliczono denominowane w dolarach amerykańskich certyfikaty depozytowe oraz papiery

¹¹ Zob. <http://www.federalreserve.gov/monetary/policy/tslf.htm>.

¹² Zob. <http://www.federalreserve.gov/monetary/policy/pdcf.htm>.

¹³ *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>.

¹⁴ Zob. <http://www.federalreserve.gov/monetary/policy/cpff.htm>.

komercyjne emitowane przez wiarygodne instytucje finansowe o terminie wykupu do 90 dni. Skupu aktywów dokonywano za pośrednictwem pięciu spółek specjalnego przeznaczenia – Private Special Purpose Vehicle (pod kierownictwem JP Morgan Chase). Płynność za pośrednictwem tych spółek zapewniana była funduszom rynku pieniężnego, które następnie dystrybuowały ją do ostatecznych adresatów¹⁵. Wprowadzając ułatwienia sprzedaży na wtórnym rynku pieniężnym, program MMIFF miał się przyczynić do zwiększenia płynności inwestorów rynku pieniężnego, a co za tym idzie – poprawy ich zdolności do spełnienia żądań wykupu stawianych przez uczestników rynku, a także zwiększenia chęci do inwestowania w instrumenty rynku pieniężnego. Program funkcjonował do końca października 2009 r.

Finansowanie zakupu ABCP od banków odbywało się również w ramach programu Asset-Backed Commercial Paper Money Market Mutual Fund Liquidity Facility (AMLF), zainicjowanego przez Fed 22 września 2008 r. Konstrukcja programu opierała się na udzielaniu przez amerykański bank centralny pożyczek finansowych bankom oraz instytucjom depozytowym z przeznaczeniem na finansowanie skupu wysokiej jakości papierów komercyjnych zabezpieczonych aktywami (ABCP), a oferowanych przez fundusze rynku pieniężnego. Program nie osiągnął zbyt dużej skali i został zakończony 1 lutego 2010 r.¹⁶

Dążąc do podtrzymania akcji kredytowej dla gospodarstw domowych i przedsiębiorstw, System Rezerwy Federalnej wdrożył kilka programów służących reaktywacji rynku kredytowego. Stając się stroną transakcji, amerykański bank centralny podjął próbę replikowania rynków, które przestały istnieć (np. rynek instrumentów zabezpieczonych aktywami). We wrześniu 2008 r. nastąpiło gwałtowne obniżenie liczby nowych emisji papierów ABS, które doprowadziło do poważnego zastoju na rynku. W tym samym czasie oprocentowanie kredytów zabezpieczonych papierami ABS skoczyło do poziomu najwyższego w historii, co odzwierciedlało nadzwyczajnie wysoką premię za ryzyko. Mimo skutecznych działań polegających na dostarczaniu płynności, oprocentowanie na rynku międzybankowym nie malało. Obniżenie stóp procentowych nastąpiło dopiero w wyniku zakupu w grudniu 2008 r. obligacji GSE (Government Sponsored Enterprises) i MBS (Mortgage Backed Securities)¹⁷.

Załamaniem programów sekurytyzacji różnych instrumentów skłoniło Fed do wdrożenia w listopadzie 2008 r. programu TALF (Term Asset-Backed Securities

¹⁵ *Domestic Open Market Operations During 2009*, op. cit., s. 24, <http://www.newyourfed.org>.

¹⁶ Zob. <http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/abcpmmmf.htm>.

¹⁷ Problemy finansowe dwóch instytucji finansowanych przez rząd USA (Government Sponsored Enterprise – GSE): The Federal National Mortgage Association (FNMA, potocznie zwanej Fannie Mae) oraz The Federal Home Loan Mortgage Corporation (FHLMC, potocznie zwanej Freddie Mac), spowodowane koniecznością wypłat z tytułu gwarantowania emisji papierów hipotecznych, skłoniły rząd USA do podjęcia kilkuetapowej interwencji. Po pierwsze – instytucje te oddane zostały pod tymczasowy zarząd Federal Housing Finance Agency (FHFA), po drugie – uruchomiono nowy program pożyczkowy z przeznaczeniem na ich transakcje rynkowe, po trzecie – ogłoszono tymczasowy program skupu od GSE papierów wartościowych zabezpieczonych na kredytach hipotecznych (Mortgage Based Securities – MBS), wreszcie przedstawiono program dokapitalizowania Fannie Mae oraz Freddie Mac w formie zakupu przez organy federalne akcji uprzywilejowanych tych dwóch instytucji.

Loan Facility), stanowiącego zapowiedź skupu przez Fed instrumentów ABS zabezpieczonych kredytami konsumenckimi¹⁸. Postępujące zakłócenia tego segmentu rynku finansowego przyczyniłyby się do ograniczenia dostępu do finansowania, a co za tym idzie znacznego osłabienia aktywności gospodarczej. W celu przeciwdziałania takim scenariuszom, amerykański bank centralny, działając w ramach programu TALF, udzielał pożyczek pod zastaw papierów o wysokim ratingu, zabezpieczonych kredytami konsumenckimi w postaci pożyczek studenckich, samochodowych, zaciąganych za pośrednictwem kart kredytowych oraz gwarantowanych przez Small Business Administration. Po pewnym czasie lista akceptowanych zabezpieczeń została rozszerzona o ABS oparte na innych rodzajach kredytów oraz *commercial mortgage backed securities*. Za pośrednictwem programu TALF 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.

W listopadzie 2008 r. Fed zapowiedział również, że skupi obligacje wystawione na podstawie kredytów hipotecznych gwarantowanych przez jedno z przedsiębiorstw działających na zlecenie rządu: Fannie Mae, Freddie Mac, Ginnie Mae lub the Federal Home Loan Banks, przeznaczając na taką akcję 600 mld USD. Do końca 2009 r. skala zakupu MBS osiągnęła zawrotną kwotę 1,1 bln USD¹⁹.

System Rezerwy Federalnej uczestniczył nie tylko w przedsięwzięciach służących zapewnieniu płynności w całym sektorze finansowym, ale podejmował również działania z zakresu *credit easing*, mające na celu wsparcie pojedynczych instytucji (m.in. dla JP Morgan podczas przejmowania Bear Stearns, AIG, Citigroup, Bank of America).

Reasumując, należy stwierdzić, że ze względu na fakt, iż mechanizm stopy procentowej przestał skutecznie oddziaływać na gospodarkę, główne działania Fed służące neutralizacji zjawisk kryzysowych polegało na zapewnianiu dodatkowej podaży pieniądza rezerwowego w związku z zakupem aktywów bankowych i papierów wartościowych na rynku wtórnym. Suma bilansowa amerykańskiego banku centralnego w ciągu dwóch miesięcy 2008 r. została powiększona o 100% (wzrost bilansu Fed o ponad 1 bln USD – do blisko 25% PKB). Skala reakcji amerykańskiego banku centralnego była zatem ogromna. Rok 2009 przyniósł dalsze zmiany w strukturze bilansu amerykańskiego banku centralnego. Zakupy dokonywane przez FED sprawiły, że portfel banku centralnego wzrósł o 300 mld USD i wyniósł 777 mld USD. W 2009 r. Fed dokonał również spektakularnych zakupów MBS, które nie występowały w bilansie banku w 2008 r. Pod koniec 2009 r. portfel tych aktywów w posiadaniu banku centralnego wyniósł ponad 900 mld USD. Portfel papierów dłużnych wyemitowanych przez agencje wzrósł w tym czasie o prawie 145 mld USD. W miarę normalizowania się sytuacji na rynkach finansowych skala interwencji amerykańskiego banku centralnego była coraz mniejsza.

¹⁸ W. Nawrot, *Globalny kryzys finansowy XXI wieku. Przyczyny, przebieg, skutki, prognozy*, CeDeWu.pl, Warszawa 2009, s. 146.

¹⁹ *Domestic Open Market Operations During 2009*, op. cit., s. 11.

Oddziaływanie amerykańskiego banku centralnego wykroczyło poza sektor bankowy (*commercial papers*), a także przekroczyło zasięg geograficzny Stanów Zjednoczonych (operacje swapowe z bankami centralnymi Azji i Europy)²⁰. Wykupując wierzytelności kredytowe z banków komercyjnych, Fed stał się ostatecznym kredytodawcą dla przedsiębiorstw, co wydaje się najsilniejszym narzędziem oddziaływania na gospodarkę w celu przeciwdziałania zjawisku *credit crunch* oraz załamaniu się popytu²¹.

IV. POLITYKA PIENIĘŻNA EUROPEJSKIEGO BANKU CENTRALNEGO W REAKCJI NA KRYZYS

Europejski Bank Centralny (EBC) zareagował na symptomy globalnego kryzysu finansowego jako jedna z pierwszych instytucji monetarnych. Dynamiczne zmiany, jakie nastąpiły na globalnych rynkach finansowych, wywołane obawą przed ekspozycją banków europejskich na ryzyko wynikające z załamania na rynku finansowym w Stanach Zjednoczonych spowodowały znaczne ograniczenie skali transakcji przeprowadzanych na rynku międzybankowym, który, potocznie mówiąc, zaczął wysychać i ograniczać się do najkrótszych terminów²². Podobnie jak w Stanach Zjednoczonych, o skali niechęci banków komercyjnych do zawierania transakcji na dłuższe terminy świadczy kształtowanie się spreadu między 3-miesięcznym EURIBOR a 3-miesięcznym OIS (Overnight Index Swap), który w drugiej połowie 2008 r. osiągnął rekordowe wartości.

W przeciwieństwie do Systemu Rezerwy Federalnej, EBC nie wprowadził wielu nowych instrumentów polityki pieniężnej, lecz dokonał modyfikacji narzędzi już stosowanych. W pierwszej fazie kryzysu zareagował za pomocą operacji dostrajających, które zwykle stosowane były wyłącznie pod koniec okresu rezerwowego w celu dostosowywania podaży płynnych środków do popytu zgłaszanego przez banki. Z chwilą pogorszenia sytuacji na rynku finansowym EBC zdecydował się na zapewnienie bankom większej płynności na początku okresu rezerwowego. W grudniu 2007 r. EBC, odpowiadając na typowy dla końca roku zwiększony popyt na płynne środki, zamiast standardowej operacji 7-dniowej zagwarantował bankom płynność, wykorzystując operację 14-dniową²³. Jednocześnie EBC, postępując podobnie jak Fed i inne banki centralne, zapewnił banki, iż mogą liczyć na refinansowanie w banku centralnym w formie pożyczek *overnight*, zaciąganych bez limitów kwotowych po obowiązującej stopie przetargowej. Popyt zgłaszany przez banki okazał się

²⁰ Zob. <http://www.case.com.pl/plik--24339993.pdf?nlang=19>.

²¹ J. Pruski, *Działalność antykryzysowa banków centralnych w dobie globalnego kryzysu finansowego*, w: *Działalność antykryzysowa banków centralnych*, „Zeszyty BRE BANK – CASE” 2009, nr 101, s. 20.

²² *The Implementation of Monetary Policy Since August 2007*, „ECB Monthly Bulletin” 2009, July, s. 76-91.

²³ D. Tymoczko, op. cit., s. 124.

bardzo duży (tylko w pierwszym dniu wyniósł 95 mld EUR), zatem ich udzielanie było kontynuowane, co przyczyniło się do przejściowego uspokojenia sytuacji na rynku pieniężnym²⁴.

Kolejną decyzją EBC było wprowadzenie długoterminowych operacji zasilających, najpierw 3-miesięcznych, a następnie również 6-miesięcznych, dzięki którym do października 2008 r. sektor finansowy otrzymał dodatkową płynność w wysokości ponad 600 mld EUR. Dzięki zastosowaniu tych operacji udział refinansowania długoterminowego w całości operacji refinansujących wzrósł z 33% w pierwszej połowie 2007 r. do 61% w pierwszej połowie 2008 r.²⁵ EBC zapewnił również bankom płynność dolarową w wyniku porozumień swapowych zawartych z Systemem Rezerwy Federalnej.

Należy zaznaczyć, że w początkowej fazie kryzysu sytuacja rynkowa nie stwarzała EBC większych trudności. Tendencje zmieniły się diametralnie wraz z upadkiem banku Lehman Brothers, mocno zaangażowanego na rynkach pieniężnych, gdyż wiadomość o tym fakcie niemal całkowicie sparaliżowała rynki europejskie. Przestał funkcjonować zwłaszcza rynek lokat międzybankowych, mający kluczowe znaczenie nie tylko dla utrzymania płynności, lecz także dla zdolności do kredytowania gospodarstw domowych oraz przedsiębiorstw. Skutkiem zapaści rynku międzybankowego było – z jednej strony – zahamowanie przepływu środków finansowych pomiędzy bankami, z drugiej zaś – rozszerzenie spreadu pomiędzy oficjalnymi stopami procentowymi a stopami rynkowymi²⁶.

W związku z niemożnością uzyskania finansowania na rynku międzybankowym, wiele banków zwróciło się po płynne środki do EBC. W tej sytuacji EBC zmuszony był podjąć zróżnicowane działania, zastępując niejako rynek bankowy. W pierwszej kolejności rozpoczął cykl redukcji stóp procentowych w celu obniżenia kosztów refinansowania w banku centralnym wobec nadmiernie wysokich kosztów zasilenia w płynność na rynku pieniężnym. W okresie siedmiu miesięcy, to jest pomiędzy październikiem 2008 r. a majem 2009 r., podstawowa stopa procentowa została w siedmiu etapach obniżona o 325 punktów bazowych – z 4,25% do 1%.

Efektom wzrostu popytu na przetargach był wzrost stóp przetargowych. Poczynając od 15 października 2008 r., w operacjach refinansujących z bankiem centralnym przestała 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*). Zmiana ta oznaczała, że EBC wyraził gotowość do udzielania posiadającym odpowiednie zabezpieczenie bankom komercyjnym pożyczek w potrzebnej im kwocie (*full allotment*) według stałej stopy procentowej. Począwszy od 30 października

²⁴ J. L. Bednarczyk, *Polityka pieniężna Europejskiego Banku centralnego jako narzędzie przeyciężania kryzysu w krajach strefy euro*, w: W. Przybylska-Kapuścińska, J. Handschke (red.), *Rynki finansowe i ubezpieczenia. Nowe perspektywy instytucji i instrumentów*, Zeszyty Naukowe nr 143, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Poznaniu, Poznań 2010, s. 57.

²⁵ *The Implementation of Monetary Policy Since August 2007*, „ECB Monthly Bulletin” 2009, July, s. 76-91.

²⁶ J. L. Bednarczyk, op. cit., s. 57.

2008 r. decyzję o zaspokajaniu całego popytu przy stałej stopie procentowej rozszerzono również na długoterminowe operacje refinansujące. Podejmując takie decyzje, EBC dał bankom komercyjnym wyraźny sygnał, że mogą liczyć na praktycznie Nielimitowane wsparcie płynnościowe bez obawy o odrzucenie oferty. Ważną decyzją było również rozszerzenie listy akceptowanych zabezpieczeń przyjmowanych w ramach podstawowych operacji refinansujących.

Europejski Bank Centralny w ramach specjalnej 38-dniowej operacji refinansującej zasilł sektor bankowy kwotą 120 mld EUR. W terminie zapadalności tej operacji przeprowadzono kolejną operację refinansującą o terminie zapadalności równym okresowi rezerwowemu. W najostrzejszym okresie kryzysu finansowego, przypadającym na kilka tygodni po upadku banku Lehman Brothers, suma bilansowa EBC wzrosła o ponad 30%, co było niewielkim przyrostem w porównaniu z Fed czy Bankiem Anglii, które odnotowały ponad 100-procentowe przyrosty²⁷. W celu ograniczenia zmienności krótkoterminowej stopy procentowej, EBC dokonał również zwężenia korytarza wahań stóp procentowych na rynku międzybankowym do 1 punktu procentowego.

Banki skorzystały z możliwości, jaka została stworzona przez EBC, zapewniając sobie płynność w niespotykanej dotychczas skali. Wbrew oczekiwaniom EBC, środki pozyskiwane w ramach operacji refinansujących nie stawały się jednak przedmiotem obrotu na rynku międzybankowym, lecz deponowane były w ramach operacji depozytowych na rachunku w banku centralnym. W okresie turbulencji finansowych na rynkach kwestią absolutnie priorytetową było bowiem bezpieczeństwo lokowanych środków, nawet za cenę różnicy pomiędzy stopą depozytową a stopą stosowaną w operacjach refinansujących. W tym okresie zatem EBC był głównym animatorem rynku.

Podejmując próby mające na celu przywrócenie normalnego funkcjonowania rynku międzybankowego, 21 stycznia 2009 r. EBC zdecydował się na poszerzenie szerokości korytarza wahań stopy procentowej na rynku międzybankowym do 200 pkt bazowych. Decyzja ta przyczyniła się do wzrostu kosztu alternatywnego lokowania środków w banku centralnym, skłaniając banki do zmniejszenia skali transakcji zarówno kredytowych, jak i depozytowych zawieranych z bankiem centralnym. Poszerzenie korytarza wahań przyczyniło się do stopniowej poprawy płynności rynku międzybankowego. Począwszy od 15 maja 2009 r., różnica między stopą referencyjną a depozytową uległa ponownemu zmniejszeniu do 75 pkt bazowych. Bezpośrednią przyczyną takiej decyzji były redukcje stopy procentowej powodujące, że przy zachowaniu dotychczasowego korytarza wahań stopa depozytowa musiałaby przybrać wartość zerową.

W celu utwierdzenia banków w przekonaniu, że EBC stanowi dla nich pewne źródło zasilające, w czerwcu 2009 r. zaoferował on jeszcze dłuższe, 12-miesięczne operacje refinansujące, rozszerzając jednocześnie listę akceptowanych zabezpieczeń o obligacje zabezpieczone (*covered bonds*)²⁸.

²⁷ D. Tymoczko, op. cit., s. 124.

²⁸ Ibidem, s. 126.

Europejski Bank Centralny wprowadził również nowatorskie rozwiązanie, do tej pory niepraktykowane, polegające na skupie listów zastawnych emitowanych w krajach strefy euro. Decydując się na zastosowanie takiego narzędzia, EBC zastąpił realnie funkcjonujący rynek, choć zaznaczyć należy, iż skala zakupów była stosunkowo niewielka i zamknęła się kwotą 60 mld EUR.

Oprócz narzędzi niestandardowych – określanych jako „wzmocnienia wsparcia kredytowego” (*enhanced credit support*), obejmujących wydłużenie okresu finansowania za pośrednictwem operacji refinansujących, rozszerzenie zakresu akceptowanych zabezpieczeń, zapewnienie płynności w walutach obcych, skup listów zastawnych i przede wszystkim zapewnienie nieograniczonej płynności we wszystkich operacjach refinansujących zawieranych w oparciu o stałą stopę przetargową (*full allotment*) – 10 maja 2010 r. EBC wdrożył dodatkowo program skupu papierów wartościowych (*Securities Market Programme* – SMP). Jego realizacja polegała na dokonywaniu interwencji w segmentach publicznego i prywatnego rynku papierów wartościowych strefy euro dotkniętych zaburzeniami spowodowanymi problemami finansów publicznych niektórych krajów (np. Grecji)²⁹. Program ten miał na celu usprawnienie funkcjonowania rynków papierów wartościowych poprzez zwiększenie ich głębokości oraz płynności, istotnego dla procesu transmisji impulsów polityki pieniężnej. Warto zaznaczyć, że płynność zapewniana za pośrednictwem programu SMP podlegała sterylizacji za pomocą operacji absorbujących, zatem nie przyczyniła się do zmiany wielkości podaży pieniądza³⁰.

Szybkie ustabilizowanie rynkowych stóp procentowych na niskich poziomach, a także zmniejszenie spreadów pomiędzy najkrótszymi rynkowymi stopami procentowymi (EONIA) a stopami 12-miesięcznymi (np. EURIBOR 12M) wskazuje, iż EBC dysponował dobrymi narzędziami oddziaływania na sytuację rynkową, względnie dokonał ich właściwych modyfikacji. Wśród ekonomistów nie brakuje jednak krytycznych głosów wskazujących na zbyt zachowawczą politykę stóp procentowych, których cykl obniżek rozpoczęty został dopiero ponad rok po analogicznych działaniach podjętych przez System Rezerwy Federalnej. Wysokie stopy procentowe oddziaływały w kierunku aprecjacji euro, która sprzyjała załamaniu eksportu odpowiedzialnego za wzrost gospodarczy w wielu krajach strefy euro. Wysokie stopy procentowe wywierały również negatywny wpływ na inwestycje w majątek trwały oraz dynamikę konsumpcji, przyczyniając się do pogłębienia skali załamania koniunktury³¹.

Europejski Bank Centralny jako jeden z pierwszych banków centralnych zadeklarował, że przygotowuje się do odejścia od niekonwencjonalnych sposobów prowadzenia polityki pieniężnej, zapowiadając jeszcze w grudniu 2009 r., iż nastąpi to prawdopodobnie w 2010 r. Jednocześnie, wobec wystąpienia zaburzeń na rynku papierów wartościowych spowodowanych

²⁹ J. C. Trichet, *The ECB's Response to the Recent Tensions in Financial Markets*, s. 23, w: *Central Banking after the Crises*, 38th Economic Conference 2010, Oesterreichische Nationalbank, Eurosystem.

³⁰ Zob. <http://www.ecb.int/press/pr/date/2010/html/pr100510.en.html>.

³¹ J. L. Bednarczyk, op. cit., s. 60.

kryzysem finansów publicznych, w połowie 2010 r. EBC zdecydował się na wprowadzenie dodatkowego programu mającego na celu usprawnienie funkcjonowania tego segmentu rynku. Wycofywanie się z programów stymulacyjnych z pewnością następować będzie stopniowo. Jednym z elementów zapowiadanej *exit strategy* jest powrót do prowadzenia przetargów na długoterminowe operacje refinansujące opartych na zmiennej stopie procentowej, bez zaspokajania całości zgłaszanego popytu.

V. POLITYKA PIENIĘŻNA BANKU ANGLII W ODPOWIEDZI NA KRYZYS

Wstępną odpowiedzią Banku Anglii na kryzys finansowy lat 2007-2008 było zastosowanie szeregu narzędzi służących zapewnieniu płynności, wykorzystywanych w ramach tradycyjnej polityki pieniężnej. Ekspansja operacji 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 w kwietniu 2008 r., po upadku banku Bear Stearns, Bank Anglii wdrożył program SLS (Special Liquidity Scheme), który umożliwiał bankom i towarzystwom budowlanym wymianę wysokojakościowych, lecz chwilowo niepłynnych, hipotecznych listów zastawnych (Mortgage-Backed Securities) oraz innych papierów wartościowych na papiery rządowe. W celu dalszego stałego zabezpieczenia płynności w październiku 2008 r. wprowadzono okno dyskontowe (*discount window*). Ponadto, o czym wspomniano już wcześniej, Bank Anglii zawarł umowę swapową z Systemem Rezerwy Federalnej, dzięki której brytyjskie banki mogły zaciągać pożyczki w dolarach amerykańskich³².

W obliczu pogarszającej się sytuacji na rynkach finansowych, przejawiającej się zaostrzeniem warunków kredytowych, a także globalnym spadkiem zaufania spowodowanym upadłością banku Lehmann Brothers, 5 marca 2009 r. Komitet Polityki Pieniężnej Banku Anglii (Monetary Policy Committee) podjął decyzję o złagodzeniu polityki pieniężnej poprzez redukcję podstawowej stopy procentowej do poziomu 0,5%, a także wdrożenie, po raz pierwszy w Wielkiej Brytanii³³, polityki *quantitative easing*.

Decyzja ta oznaczała rozpoczęcie procesu zakupu papierów wartościowych zarówno publicznych, jak i prywatnych za środki wyasygnowane przez Bank Anglii. Wprowadzenie niekonwencjonalnych metod prowadzenia polityki pieniężnej nie spowodowało zmiany ostatecznego celu monetarnego, którym pozostała stabilizacja cen na poziomie 2%, mierzona za pomocą wskaźnika cen konsumpcyjnych, jednakże uwaga władz monetarnych przeniosła się ze sterowania stopą procentową na oddziaływanie za pomocą nabywania aktywów. Dodatkowe złagodzenie polityki pieniężnej było konieczne ze względu na obawę

³² 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>.

³³ Zob. <http://news.bbc.co.uk> (23.03.2011).

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.³⁴ 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.

Przedmiotem przeważającej części transakcji *quantitative easing* 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. Celem tych zakupów nie stanowiło nabycie określonej ilości aktywów, lecz osiągnięcie poprawy warunków kredytowania sektora prywatnego. Wykazując swoją gotowość do zakupu papierów komercyjnych (*commercial papers*) i obligacji przedsiębiorstw (*corporate bonds*), Bank Anglii miał nadzieję na poprawę płynności rynku tych papierów, a także obniżenie nadwyżki ich ceny (spreadu) ponad cenę bezpiecznych aktywów o podobnym okresie zapadalności, jak również zredukowanie kosztów finansowania działalności gospodarczej przedsiębiorstw³⁵. Dokonując zarówno zakupów publicznych, jak i prywatnych papierów wartościowych, Bank Anglii zwiększał liczbę kanałów, za pośrednictwem których mógł stymulować wzrost zagregowanego popytu. Decyzja o nabywaniu aktywów sektora prywatnego została podjęta, zanim Komitet Polityki Monetarnej zdecydował się na wdrożenie polityki *quantitative easing*, początkowo bowiem skup papierów prywatnych finansowany był z emisji weksli skarbowych (*treasury bills*³⁶), zatem nie wpływał na zmianę wielkości podaży pieniądza.

Zasilanie gospodarki w płynność w Wielkiej Brytanii, począwszy od marca 2009 r., realizowane było za pośrednictwem programu Asset Purchase Facility (APF), którego szczegóły opracowane zostały dzięki współpracy Prezesa Banku Anglii oraz Ministra Finansów (Chancellor of the Exchequer). Szczegółowy harmonogram wdrożenia programu ACF prezentuje tabela 3. Całkowita kwota skupu uzależniona była od decyzji podejmowanej przez Komitet Polityki Monetarnej, a do transakcji dopuszczono trzy rodzaje wysokojakościowych aktywów: papiery komercyjne o relatywnie niskim ryzyku (*investment-grade*³⁷ *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*). Według stanu na dzień 18 lutego 2011 r., skupem objęto aktywa o łącznej wartości około 200 mld GBP, z których przeważającą część (198 mld GBP) stanowiły papiery

³⁴ J. Benford i in., op. cit., s. 90.

³⁵ Przemówienie Charlesa Beana, Deputy Governor for Monetary Policy at the Bank of England, at Cutlers' Feast, Cutlers' Hall, Sheffield, 21 maja 2009, s. 5, <http://www.bankofengland.co.uk> (23.02.2004).

³⁶ *Treasury bill* to jeden z rodzajów skarbowych papierów dłużnych. Ma on formę weksla własnego, którego wystawcą jest Skarb Państwa (<http://www.money.pl>).

³⁷ Papiery wartościowe o ratingu od „A” do „BBB” (średnia jakość kredytowa) określane są mianem *investment grade* (<http://www.investopedia.com>).

Tabela 3

Harmonogram wdrożenia polityki Quantitative Easing (QE) w Wielkiej Brytanii

Data	Wydarzenie
19 stycznia 2009 r.	Ogłoszenie programu skupu aktywów (Asset Purchase Facility).
13 lutego 2009 r.	Wdrożenie programu skupu papierów komercyjnych.
5 marca 2009 r.	Decyzja Komitetu Polityki Monetarnej (MPC) o wykorzystaniu APF do celów polityki monetarnej (początkowo zapowiedziano, że wartość aktywów objętych skupem w ciągu pierwszych 3 miesięcy wyniesie 75 mld GBP). Wszystkie operacje skupu aktywów przeprowadzone w okresie od 6 marca 2009 r. do 4 lutego 2010 r. finansowane były przez bank centralny.
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 QE będzie rozszerzona o dalsze 50 mld GBP – do kwoty 125 mld GBP.
6 sierpnia 2009 r.	MPC ogłasza, że kwota transakcji skupu aktywów w ramach QE będzie rozszerzona do 175 mld GBP, 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 QE będzie rozszerzona do 200 mld GBP.
22 listopada 2009 r.	Bank Anglii ogłasza, że dzięki wdrożeniu Programu Rynku Wtórnej Obligacji Przedsiębiorstw (CBSMS – Corporate Bond Secondary Market Scheme) będzie działał zarówno jako nabywca, jak i sprzedawca tego rodzaju aktywów.
8 stycznia 2010 r.	Pierwsza operacja sprzedaży obligacji przedsiębiorstw przez Bank Anglii.
4 lutego 2010 r.	MPC ogłasza, że kwota transakcji skupu aktywów w ramach QE będzie utrzymana na poziomie 200 mld GBP.
15 listopada 2010 r.	Bank Anglii zapowiada wycofywanie się z programu Commercial Paper Facility w ciągu następnych 12 miesięcy.

Źródło: M. Joyce i in., op. cit., s. 14; Asset Purchase Facility, „Quarterly Report” 2010, Q4, s. 4.

rządowe. Szczegółową prezentację struktury aktywów objętych skupem z uwzględnieniem źródła ich finansowania prezentuje tabela 4.

Dodatковым kryterium dla objętych skupem obligacji przedsiębiorstw oraz papierów komercyjnych było zastrzeżenie, iż muszą być wyemitowane w funtach brytyjskich przez instytucje niebankowe posiadające materialny wkład w gospodarkę Wielkiej Brytanii. Inne aktywa, które zostały dopuszczone do

Tabela 4

Struktura aktywów skupionych w ramach programu Asset Purchase Facility (APF) według stanu na dzień 18 lutego 2011 r.

Aktywa	Skup finansowany za pośrednictwem:	
	emisji weksli skarbowych i operacji otwartego rynku	kreacji pieniądza banku centralnego
Papiery rządowe	–	198,275 mld GBP
Papiery komercyjne	0 mld GBP	0 mld GBP
Obligacje przedsiębiorstw	0,283 mld GBP	1,026 mld GBP
Sekurytyzowane papiery komercyjne	0,25 mld GBP	0 GBP

Źródło: *Asset Purchase Facility Results*, www.bankofengland.co.uk (18.02.2011).

skupu, ale nieobjęte programem APF w pierwszej fazie jego realizacji, to między innymi pożyczki syndykowane i różnego rodzaju aktywa sekurytyzowane. Dodatkowo w programie zastrzeżono, że do transakcji będą mogły zostać dopuszczone również inne aktywa, o ile Bank Anglii uzna to za zasadne i uzyska zgodę Ministra Finansów³⁸. Operacje skupu aktywów posiadały gwarancję Skarbu Państwa (HM Treasury) na pokrycie wszelkich strat, które w toku ich prowadzenia mogły być poniesione.

Doświadczenia pierwszych miesięcy realizacji polityki *quantitative easing* przez Bank Anglii okazały się zachęcające, jako że doprowadziły do obniżenia stopy zwrotu z aktywów, jednocześnie poprawiając płynność na rynku kredytów komercyjnych³⁹. 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 zapewniającej płynność za pomocą skupu uprawnionych aktywów 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 ze względu na niższe oceny ratingowe nie zostały objęte programem. Agresywna polityka pieniężna Banku Anglii niesie ze sobą również ryzyko wysokiej inflacji w przyszłości, zatem po zażegnaniu recesji i zlikwidowaniu luki popytowej nadmiar podaży pieniądza powinien zostać „ściągnięty” z rynku zgodnie z odpowiednio przygotowanymi strategiami wyjścia⁴⁰.

³⁸ J. Benford i in., op. cit., s. 94, <http://www.bankofengland.co.uk>.

³⁹ A. Meier, *Panacea. Curse or Nonevent? Unconventional Monetary Policy in the United Kingdom*, International Monetary Fund, IMF Working Paper WP/09/163, s. 43.

⁴⁰ M. M. Kowalska, *Polityka stabilizacyjna Wielkiej Brytanii w warunkach kryzysu i jej konsekwencje po roku 2010*, s. 144, w: *Gospodarka w warunkach kryzysu*, red. S. Antkiewicz, M. Pronobis, Wydawnictwo Naukowe CeDeWu.pl, Warszawa 2009.

Działania Banku Anglii, instytucji reprezentującej wysokorozwinięty kraj członkowski UE spoza strefy euro, o dużych tradycjach bankowości centralnej, nie zdołały skutecznie przeciwdziałać kryzysowi bankowemu i zapobiec recesji gospodarczej, która dotknęła Wielką Brytanię. Działania Banku Anglii nakierowane na zapewnienie płynności rynku międzybankowego i przywrócenie aktywności rynków aktywów finansowych uzupełniały działania rządu Wielkiej Brytanii, który wprowadził system ochrony depozytów i gwarancji zadłużenia banków, a także znacjonalizował oraz dokapitalizował cztery instytucje finansowe, którym groziła niewypłacalność⁴¹.

VI. WNIOSKI

Niekonwencjonalna polityka pieniężna, zastosowana podczas zaburzeń na rynkach finansowych przyczyniła się do stabilizacji systemu finansowego, choć nie obyło się to bez pewnych skutków ubocznych dla gospodarek. Zastosowanie programów płynnościowych, polegających na skupie papierów wartościowych, przyczyniło się z pewnością do ich podwyższonej emisji, szczególnie w wypadku papierów rządowych służących finansowaniu deficytu finansów publicznych⁴². Banki centralne nie dokonywały, co prawda, skupu papierów wartościowych bezpośrednio od rządów, jednak uczestniczyły w monetyzacji długu na rynku wtórnym. Interwencje w wybranych segmentach rynków przyczyniły się również do pogłębienia różnic pomiędzy podmiotami uczestniczącymi w programach płynnościowych banków centralnych a tymi, które nie zostały do nich zakwalifikowane. Bezprecedensowe zastosowanie niekonwencjonalnych narzędzi polityki pieniężnej było dla banków centralnych dużym obciążeniem, znajdującym odzwierciedlenie w powiększeniu sum bilansowych oraz znacznej ekspozycji na ryzyko. Banki centralne muszą obecnie sprostać wyzwaniu aktywnego zarządzania papierami wartościowymi skupionymi w ramach programów płynnościowych, jako że okres wykupu wielu z nich przekracza 10 lat⁴³. Istnieje pewne niebezpieczeństwo, że nadzwyczajne instrumenty płynnościowe zastosowane podczas kryzysu finansowego lat 2007-2010 staną się precedensem do podobnych interwencji w przyszłości, których uczestnicy rynku będą oczekiwać.

mgr Hanna Żywiecka
Uniwersytet Ekonomiczny w Poznaniu
hanna.zywiecka@nbp.pl

⁴¹ I. Pyka, *Bank centralny na współczesnym rynku pieniężnym, dyscyplina regulacyjna, skuteczność, instrumenty*, Wydawnictwo C. H. Beck, Warszawa 2010, s. 245.

⁴² D. Domanski, *Exit from Unconventional Monetary Policy Measures and the Future of Central Bank Operations Frameworks*, w: *Central Banking after the Crises...*, s. 82.

⁴³ Przykładowo, wśród aktywów znajdujących się w bilansie Rezerwy Federalnej tylko 10% obejmuje papiery wartościowe o okresie zapadalności poniżej jednego roku, podczas gdy zdecydowaną większość papierów dzieli od wykupu ponad 10 lat. Bank Anglii posiada w swoim bilansie papiery rządowe zapadające dopiero w 2060 r.

UNCONVENTIONAL MONETARY POLICY OF THE FEDERAL RESERVE,
THE EUROPEAN CENTRAL BANK AND THE BANK OF ENGLAND
IN RESPONSE OF THE FINANCIAL CRISIS OF 2007-2009

Summary

The global financial crisis that started with a collapse of the low quality mortgage credit market, resulted in a drastic decrease in trust among the financial market participants and great reluctance to transactions on the financial market for fear of losses. In such circumstances many central banks undertook various types of action in order to revive the interbank market, including reducing key interest rates, lengthening of the maximum maturity of refinancing operations, extension of the eligible collateral list and counterparts, as well as provision of liquidity in foreign currencies. As a result of the lack of expected outcomes of introduced measures many central banks of developed countries launched the quantitative easing policy, consisting of injecting money directly into economy in order to increase the money supply. Liquidity programmes were based on the purchase of various types of financial assets such as government and commercial papers, corporate bonds, asset-backed securities etc. By offering to act as a ready buyer of commercial papers from the market, central banks give a signal to market participants that the risk of holding temporarily illiquid assets is relatively low, because there is always a central bank that is able to purchase them. Purchases of assets financed by central bank money should push up the prices of assets, and as a consequence reduce their yield and the cost of borrowing for households and companies leading to a higher consumption and investment spending. The quantitative easing policy was particularly actively implemented by the Federal Reserve and the Bank of England, resulting in the doubling of their balance sheets.

