

[doi.org/10.34765/sp.0121.a05](https://doi.org/10.34765/sp.0121.a05)

# POLITYKA PIENIĘŻNA I DZIAŁANIA ANTYKRYZYSOWE SYSTEMU REZERWY FEDERALNEJ W CZASIE KRYZYSU W LATACH 2007–2008

**Streszczenie:** Kryzys ekonomiczno-finansowy lat 2007–2008 rozpoczął się od amerykańskiego sektora kredytów hipotecznych, który wykazywał dużą wrażliwość na zmiany stóp procentowych. Zmiany w regułach prowadzenia polityki monetarnej należy szukać jednak już w 2001 r. Wtedy to gospodarka amerykańska pogrążyła się w recesji spowodowanej pęknięciem tzw. banki internetowej (*dot-com bubble*) oraz atakami terrorystycznymi na World Trade Center. Od tych wydarzeń System Rezerwy Federalnej zaczął prowadzić szczególnie aktywną politykę pieniężną, która bez wątpienia przyczyniła się do boomu na rynku budownictwa mieszkaniowego. Celem tych działań było oczywiście doprowadzenie do ożywienia gospodarczego, głównie poprzez wzrost wydatków o charakterze konsumpcyjnym w budownictwie. Niskie stopy procentowe w znaczący sposób przyczyniły się do obniżenia kosztów kredytu, co bez wątpienia stanowiło zachętę do zadłużania się na szeroką skalę. Konsumpcja prywatna finansowana w dużym stopniu poprzez wzrost zadłużenia była jednym z głównych czynników napędzających import, a w rezultacie przyczyniła się również do powiększenia się amerykańskiego deficytu bilansu obrotów bieżących. Trzeba także zwrócić uwagę, że oprócz bardzo niskich nominalnych stóp procentowych, stopy realne zaczęły przyjmować wartości ujemne. Realna stopa procentowa funduszy federalnych była ujemna przez 31 miesięcy poczynając od października 2002 r. do kwietnia 2005 r. Podmioty gospodarcze mogły odczytywać, iż polityka FED oznacza trwałą poprawę warunków gospodarowania i niepowtarzalną szansę na rozwój ich działalności. Miało to wszystko przełożenie na rynek kredytów hipotecznych, który był i jest bardzo wrażliwy na zmiany stóp procentowych. Równolegle

rozpoczął się szybki rozwój nowoczesnych instrumentów finansowych, które umożliwiły sekurytyzację należności z tytułu kredytów na inne instrumenty finansowe o bardzo skomplikowanej strukturze. Praktycznie uniemożliwiały one niedoświadczonym inwestorom prawidłową ocenę ryzyka związanego z ich zakupem.

**Słowa kluczowe:** System Rezerwy Federalnej, polityka pieniężna, kryzys ekonomiczno-finansowy 2007/2008, sektor kredytów hipotecznych, rynek nieruchomości, dodatnie i ujemne stopy procentowe, zadłużenie gospodarstw domowych, spekulacja finansowa, Wielki Kryzys.

**Kody JEL:** E62

## **MONETARY POLICY AND ANTI-CRISIS MEASURES OF THE FEDERAL RESERVE SYSTEM DURING THE CRISIS IN THE PERIOD 2007–2008**

**Abstract:** The economic and financial crisis of 2007–2008 began with the American mortgage sector, which was highly sensitive to changes in interest rates. Changes in the rules of monetary policy should be sought as early as in 2001. Then the American economy plunged into recession caused by the crack of the so-called internet bank (dot-com bubble) and terrorist attacks on the World Trade Center. From these events, the Federal Reserve System began to conduct a particularly active monetary policy, which undoubtedly contributed to the boom in the housing market. The aim of these activities was, of course, to bring about economic recovery, mainly by increasing consumption expenditure in construction. Low interest rates significantly contributed to the reduction of credit costs, which undoubtedly was an incentive for large-scale debt. Private consumption financed to a large extent by an increase in debt was one of the main drivers of imports, and as a result has also contributed to the widening of the US current account deficit. It should also be noted that in addition to very low nominal interest rates, real rates have started to take negative values. The real federal fund interest rate was negative for 31 months from October 2002 to April 2005. Business entities could read that the Fed's policy means a lasting improvement in farming conditions and a unique opportunity to grow their business. All this affected the mortgage market, which was and is very sensitive to changes in interest rates. At the same time, the rapid development of modern financial instruments began, which enabled the securitization of receivables from loans for other financial instruments with a very complex structure. They practically prevented inexperienced investors from correctly assessing the risk associated with their purchase.

**Keywords:** Federal Reserve System, monetary policy, economic and financial crisis 2007/2008, mortgage sector, real estate market, positive and negative interest rates, household debt, financial speculation, Great Depression.

**JEL codes:** E62

## Wprowadzenie

Kryzys lat 2007–2008 rozpoczął się od amerykańskiego sektora kredytów hipotecznych, który wykazywał dużą wrażliwość na zmiany stóp procentowych. Zmiany w regułach prowadzenia polityki monetarnej należy szukać jednak już w 2001 r. Wtedy to gospodarka amerykańska pogrążyła się w recesji spowodowanej pęknięciem tzw. banki internetowej (*dot-com bubble*) i atakami terrorystycznymi na World Trade Center. W pierwszych dwóch dniach stycznia 2001 r. poziom indeksu Standard & Poor's 500 oraz NASDAQ spadał o 10–12% (Fleckenstein, Sheehan 2008, s. 111–130). W dniu 3.01 FED postanowił obniżyć stopę oprocentowania funduszy federalnych z 6,5% do 6%, co wywołało wzrost indeksu NASDAQ na koniec sesji o 14% (Fleckenstein, Sheehan 2008, s. 114). Od tych wydarzeń System Rezerwy Federalnej zaczął prowadzić szczególnie aktywną politykę pieniężną, która bez wątpienia przyczyniła się do boomu na rynku budownictwa mieszkaniowego. W październiku 2002 r. ówczesny prezydent USA G.W. Bush powiedział: „Chcemy, aby każdy w Ameryce był właścicielem swego mieszkania”. W 2001 r. nastąpiła 11-krotna obniżka stopy procentowej doprowadzając ją do poziomu 1,75%. Dodatkowo w dniu 6.11.2002 r. ponownie dokonano obniżki stopy (do poziomu 1,25%), który utrzymywał się aż do połowy 2003 r. Polityka rozpoczęta w 2001 r. i trwająca do 2003 r. okazała się na tyle skuteczna, iż pozwoliła wyjść gospodarce amerykańskiej z kryzysu związanego z „bańką internetową”. Wówczas zapadła decyzja o ponownym jej obniżeniu tym razem do poziomu 1% (w lipcu tego roku). Celem tych działań było oczywiście doprowadzenie do ożywienia gospodarczego, głównie przez wzrost wydatków o charakterze konsumpcyjnym w budownictwie. Niskie stopy procentowe w znaczący sposób przyczyniły się do obniżenia kosztów kredytu, co bez wątpienia stanowiło zachętę do zadłużania się na szeroką skalę (Tooze 2018). W 1987 r. zadłużenie gospodarstw domowych wynosiło 2700 mld USD, a pod koniec 2005 r. osiągnęło wielkość 11 000 mld USD. Duże wydatki konsumpcyjne przyczyniły się z jednej strony do osiągnięcia

wysokiego tempa wzrostu gospodarczego, a z drugiej – wzrost ten został oparty na zadłużeniu się wobec przyszłości, a nie na rzeczywistym wzroście wydajności (*Danger time...* 2006).

W niniejszym tekście stawiam tezę, iż konsumpcja prywatna finansowana w dużym stopniu przez wzrost wspomnianego wyżej zadłużenia była jednym z głównych czynników napędzających import, a w rezultacie przyczyniła się również do powiększenia amerykańskiego deficytu bilansu obrotów bieżących. Trzeba także zwrócić uwagę, że oprócz bardzo niskich nominalnych stóp procentowych, stopy realne zaczęły przyjmować wartości ujemne. Realna stopa procentowa funduszy federalnych była ujemna przez 31 miesięcy (10.2002–04.2005 r.) (Shiller 2008, s. 40–45). Podmioty gospodarcze mogły odczytywać, iż polityka FED oznacza trwałą poprawę warunków gospodarowania i daje niepowtarzalną szansę na rozwój ich działalności. To wszystko miało przełożenie na rynek kredytów hipotecznych, który był i jest bardzo wrażliwy na zmiany stóp procentowych. Aby jeszcze bardziej wzmóc boom w budownictwie A. Greenspan przekonywał, iż korzystniejsze warunki zaciągnięcia kredytu hipotecznego można uzyskać przy wykorzystaniu zmiennej stopy procentowej (Fleckenstein, Sheehan 2008, s. 156). Równoległe rozpoczął się szybki rozwój nowoczesnych instrumentów finansowych, które umożliwiły sekurytyzację należności z tytułu kredytów na inne instrumenty finansowe o bardzo skomplikowanej strukturze, co praktycznie uniemożliwiało niedoświadczonym inwestorom prawidłową ocenę ryzyka związanego z ich zakupem (Acharya, Schnabl, Suarez 2013, s. 515–536). Bańka spekulacyjna przyczyniła się do podwyższenia tempa wzrostu produktu krajowego brutto USA o 2% rocznie, ponieważ duża jego część była generowana przez budownictwo. Jednakże był to wzrost typowo spekulacyjny, gdyż w tym czasie nie nastąpiło istotne zwiększenie wynagrodzenia ani przyrost populacji amerykańskich rodzin. Problemem był również fakt, iż w ciągu tylko jednej dekady wspomniane zadłużenie amerykańskich gospodarstw domowych wzrosło z poziomu 40% PKB do ponad 100% PKB. Wszystko dlatego, iż społeczeństwo wobec łatwej dostępności i taniości kredytu, masowo zaczęło kupować domy – nawet po kilka – i traktować je jako pewną lokatę kapitału. Alan Greenspan przekonywał w tym czasie, że bańka spekulacyjna nie istnieje, a wzrost cen nieruchomości odzwierciedla pozytywne tendencje całej gospodarki amerykańskiej. Podobnego zdania był też jego następcą Ben Bernanke.

## **Polityka stopy procentowej jako jedna z przyczyn wybuchu kryzysu na rynku nieruchomości**

W dniu 30.07.2004 r. System Rezerwy Federalnej po raz kolejny postanowił zmienić kurs polityki monetarnej. Już od końca 2002 r. można było obserwować nasilenie się procesów inflacyjnych. W styczniu 2004 r. wskaźnik CPI osiągnął poziom 4%. Miało to swój wyraz w rozpoczęciu przez System Rezerwy Federalnej bardziej restrykcyjnej polityki monetarnej. Stopa funduszy federalnych zaczęła wzrastać od 30.06.2004 r. z poziomu 1% aż do 5,25% uzyskanego 29.06.2006 r., kiedy to prezesem Rezerwy Federalnej był już Ben Bernanke. W wystąpieniu przed Kongresem w 2006 r. podkreślił, iż „głównym czynnikiem utrzymania inflacji na niskim poziomie jest zaufanie społeczeństwa i inwestorów do przyszłej stabilności cen. Utrzymywanie oczekiwań społecznych, że inflacja będzie niska i stabilna jest najważniejszym elementem wysiłków podejmowanych przez FED w celu wspierania stabilności cen” (Bernanke 2006). Lipiec 2006 r. przyniósł wstrzymanie podwyżek. W zarządzeniu po posiedzeniu FOMC można przeczytać: „Komitet ocenia, że pewne ryzyko inflacyjne pozostało. Zakres i umiejscowienie w czasie wszelkich dodatkowych działań wzmacniających, skierowanych na ograniczenie tego ryzyka, zależy od rozwoju sytuacji”. Podnoszenie stopy było prowadzone w sposób bardzo konsekwentny, ale zawsze odbywało się w sposób umiarkowany (25 pkt. proc.). Cykl podwyżek zapoczątkowany przez FED z jednej strony miał na celu schłodzenie oczekiwań podmiotów gospodarczych co do trwałości ożywienia w gospodarce opartego w głównej mierze na budownictwie mieszkaniowym, a z drugiej miał wpływ na wzrost kosztów kredytów hipotecznych, które zmieniały się wraz ze zmianami oficjalnych stóp procentowych (White 2012). Osoby, które zaciągnęły kredyty hipoteczne o zmiennej stopie oprocentowania znalazły się w bardzo niekorzystnym położeniu. Wzrost stóp oznaczał znaczący wzrost rat kredytowych i w wielu przypadkach wiązało się to z zaprzestaniem ich spłacania. Szacuje się, iż udział kredytów hipotecznych o zmiennym oprocentowaniu wzrósł w latach 2004–2005 do 35% (Baker 2008, s. 73).

Alan Greenspan – prezes FED w latach 1987–2006 – początkowo nie zdawał sobie sprawy (wersja oficjalna) z zagrożenia powstania bańki finansowej. W wystąpieniu w dniu 6.06.2005 r. dowodził, iż ceny nieruchomości istnieją w ramach absolutnie lokalnych rynków, w związku z czym nie może nastąpić załamanie synchroniczne na szeroką skalę (Harris 2009, s. 207). W lipcu tego roku dodał: „Tego, czy średnie ceny nieruchomości na obszarze całego kraju są przeszacowane (...) nie da się sprawdzić w prosty sposób, jednak wydaje się

możliwe pojawienie się co najmniej realnych oznak piana na niektórych rynkach lokalnych” (Greenspan 2005). Słowo „piana” zostało tu użyte w sposób eufemistyczny, co było charakterystyczne dla ery Greenspana. W rzeczywistości odnosiło się do powstawania lokalnych baniek cenowych. Boom na rynku nieruchomości osiągnął swój szczyt w latach 2005–2006. Liczba nowych domów w 2005 r. przekroczyła 2 mln, a ich ceny rosły (od IV kwartału 2002 r. do IV kwartału 2006 r. ponad 7% średniorocznie) (Baker 2008, s. 74). Łącznie wzrost realnych cen na rynku mieszkaniowym w całej gospodarce USA wyniósł w latach 1997–2006 85% (przy uwzględnieniu ich maksymalnego poziomu w 2006 r.) (Shiller 2008, s. 30). Wzrost wydatków konsumpcyjnych związanych z bańką na rynku kredytów hipotecznych spowodował, iż stopa oszczędności w latach 2005–2007 spadła do poziomu poniżej 1%. Skumulowane zadłużenie hipoteczne na koniec 2006 r. wynosiło już 13,3 bln USD i stanowiło ponad 2-krotną wartość zadłużenia z 1999 r. Wartość zadłużenia hipotecznego i PKB stanów Zjednoczonych w 2006 r. praktycznie zrównały się. Zadłużenie finansowało wzrost gospodarczy, bo taka była koncepcja prezesa FED. Gospodarka coraz bardziej opierała się na rynku nieruchomości, o czym świadczyło również to, iż 40% nowych miejsc pracy, które powstały w okresie ekspansji gospodarczej, było związane z sektorem mieszkaniowym.

Pierwsze sygnały ostrzegawcze pojawiły się już pod koniec 2005 r. Sytuacja makroekonomiczna zaczęła się pogarszać. Coraz intensywniej wzrastał zarówno deficyt budżetowy oraz deficyt bilansu obrotów bieżących (tzw. *twin deficits*). W 2005 r. deficyt budżetowy wynosił 3,7% PKB, drugi natomiast ukształtował się na poziomie 804,5 mld USD, co stanowiło 6,8% PKB. W tym roku zanotowano także spadek sprzedaży domów, a stan ten utrzymywał się do września 2006 r. Sprzedaż domów spadała co miesiąc o 1–3% (Nawrot 2009, s. 49). W październiku 2006 r. sprzedaż ponownie (delikatnie) wzrosła, po czym zatrzymała się na kolejne 2 miesiące. Wzrost cen na rynku nieruchomości pobudził także działania spekulacyjne nastawione na szybki zysk. Inwestorzy uwierzyli, iż towarzyszący wzrostowi cen nieruchomości wzrost wartości akcji będzie trwał w najlepsze. Sprzyjało to zakupom akcji, co jeszcze bardziej zwiększyło ceny (kursy) akcji na rynku. Na tak rozgrzanym rynku niewielu inwestorów zwracało uwagę na kondycję ekonomiczno-finansową emitentów papierów wartościowych. Dodatkowym bodźcem napędzającym wzrost cen akcji było włączenie się do wyścigu spekulacyjnego również banków, które zaczęły konkurować między sobą o utrzymanie lub powiększenie udziału na rynku kredytowym (Reinhart, Rogoff 2014, s. 12–45). Poszukiwanie nowych możliwości inwestycyjnych zaowocowało powstaniem nowego

rynku w ramach rynku kredytów hipotecznych (tzw. subrynku). Jego cechą charakterystyczną stały się niższe standardy. Kredytodawcami w tym segmencie były z jednej strony banki, z drugiej strony inne – w części nowo powstałe instytucje finansowe, niepodlegające nadzorowi ze strony banku centralnego USA. Kredytobiorcami z kolei były osoby o najniższym poziomie dochodów, które wcześniej nie kwalifikowały się do procedury kredytowej związanej z oceną zdolności kredytowej. W ramach tzw. rynku *subprime mortgages*, kredytobiorcy zasilili szeregi aktywnych uczestników rynku nieruchomości mieszkalnych i zgłaszając efektywny popyt na domy przyczynili się do dodatkowego wzrostu cen nieruchomości (Nawrot 2009, s. 44).

Pierwsze zawirowania, które miały miejsce pod koniec 2005 r. oraz w 2006 r., zostały potraktowane jako korekta w trendzie wzrostowym. Dopiero w lutym 2007 r. pojawiły się informacje wywołujące niepokój inwestorów. Właśnie wtedy trzeci co do wielkości bank na świecie – HSBC – ogłosił niższe od oczekiwanych wyniki finansowe spowodowane wzrostem udziału kredytów zagrożonych. Informacja ta była synchronizowana w czasie z pogorszeniem wyników głównego kredytodawcy w segmencie ryzykownych kredytów hipotecznych, tj. New Century Financial. Opublikowany w marcu przez Mortgage Bankers Association raport wskazywał na mocny wzrost zagrożenia kryzysowego na amerykańskim rynku *subprime mortgages* (Nawrot 2009, s. 26). Mimo wciąż pojawiających się zagrożeń, oficjalną nieświadomość zagrożenia dla gospodarki wykazywał wciąż szef FED Ben Bernanke. W połowie roku wyraził opinię, iż problemy w segmencie *subprime mortgages* nie są duże, a potencjalne straty na tym rynku nie powinny przekroczyć 100 mld USD. Wystąpienie i opinia tak wpływowej osoby miała oczywiście wpływ na rynki finansowe, które zaczęły wracać do swojej tendencji wzrostowej. Trzęsienie na rynkach finansowych rozpoczęło się w sierpniu 2007 r. Wielkim zaskoczeniem dla wszystkich okazało się złożenie w dniu 1 sierpnia przez bank Bear Stearns wniosku o ochronę przed wierzycielami dla dwóch swoich funduszy w związku z nadmierną ekspozycją na rynek *subprime mortgages*. Przez całe lato z banków i funduszy hedgingowych na całym świecie napływały doniesienia o znacznych stratach z tytułu kredytów podwyższonego ryzyka (Puri, Rocholl, Steffen 2011, s. 556–578). W szczytowym momencie okresu zawirowania na rynku (w sierpniu 2007 r.) Bernanke stwierdził: „biorąc pod uwagę rozwój sytuacji na rynku finansów przy prognozowaniu aktywności gospodarczej i inflacji dane ekonomiczne obejmujące ostatnie miesiące czy kwartały mogą okazać się mniej użyteczne niż zazwyczaj. W konsekwencji będziemy zwracać baczną uwagę na najważniejsze wskaźniki, jak również na informacje

pochodzące z przedsiębiorstw i banków na terenie całego kraju. Niestety niepewność przyszłości będzie bez wątpienia większa niż zazwyczaj. To wyzwanie dla decydentów, którzy mogą stanąć w obliczu ryzyka dotyczącego celów dla wzrostu gospodarczego oraz stabilności cen. Komitet cały czas monitoruje rozwój sytuacji i będzie działał zgodnie z potrzebami, aby ograniczyć niekorzystny wpływ zakłóceń na rynkach finansowych na szeroko pojętą skalę” (Bernanke 2007).

## Początki kryzysu i polityka łatwego pieniądza

Stało się jasne, iż bez szybkiego działania Systemu Rezerwy Federalnej rynek finansowy, nie tylko amerykański, ale i ogólnoswiatowy, czeka upadek. FED w trybie pilnym podjął działania interwencyjne. Podstawą strategii polityki pieniężnej wobec widocznych oznak kryzysu na rynku finansowym stało się z jednej strony zabezpieczenie płynności sektora bankowego, z drugiej zaś dostarczenie gospodarce pieniądza po możliwie najniższych kosztach. Na posiedzeniu FOMC w dniu 7.08.2007 r. zapadła decyzja o kontynuowaniu obowiązującej polityki monetarnej utrzymującej kurs antyinflacyjny. Jednak już dziesięć dni później wraz z coraz bardziej dramatyczną sytuacją na rynkach kapitałowych, FED w zdecydowany sposób obniżył stopę dyskontową o 50 punktów bazowych, dając jednocześnie do zrozumienia, że jeśli sytuacja wciąż będzie się pogarszać, nastąpi także cięcie stóp funduszy. Taka decyzja zapadła w dniu 18.09, kiedy FED obniżył stopę o 50 punktów, następnie takie samo działanie podjął w październiku, a w grudniu obniżył stopę o kolejne 25 punktów. Wszystko to działo się w sytuacji słabnącego wzrostu gospodarczego Stanów Zjednoczonych (spadek z 4,9% w III kwartale 2007 r. do 0,6% w ostatnim kwartale), a także relatywnie wysokiego poziomu inflacji – 4,1%. Bernanke zdawał sobie sprawę, iż kluczowym problemem stało się ratowanie rynków za wszelką cenę, nawet bez zwracania uwagi na inflację. Zgodnie z protokołem ze specjalnego posiedzenia FOMC w dniu 9.01.2008 r. „większość uczestników wyraziła opinię, że dodatkowe złagodzenie polityki w znacznym wymiarze w najbliższym okresie może okazać się zbędne” (Protokół... 2008). Dzień później prezes FED już otwarcie przyznał, iż to recesja z którą przyszło się zmierzyć amerykańskiej gospodarce, a nie inflacja jest dla FED najważniejsza. Ta jasna i klarowna deklaracja pociągnęła za sobą konkretne działania. W dniu 22.01 FOMC obniżył stopy procentowe o 75 punktów bazowych,



a niedługo potem (31.01) zapadła decyzja o obniżce o kolejne 50 punktów (Federal Reserve Board Statistics 2012). Były to najszybsze zmiany w najnowszej historii FED. W ciągu 15 miesięcy od pierwszych poważnych objawów kryzysu System Rezerwy Federalnej przeprowadził 10 obniżek stóp funduszy, sprowadzając ją do poziomu 0–0,25%, co było najniższym poziomem w historii (Allen, Carletti 2011).

Problemy związane z płynnością zobligowały Rezerwę Federalną także do działań innego typu. W ramach operacji otwartego rynku 9.08.2007 r. FED zasilił system finansowy kwotą 24 mld USD podkreślając jednocześnie zamiar kontynuowania tego typu operacji. Już następnego dnia FED zdecydował się przeprowadzić trzy kolejne operacje na łączną sumę 38 mld USD. Dawało to uczestnikom rynku poczucie, iż bank centralny monitoruje rynek oraz aktywnie reaguje na jego potrzeby. Fundusze te zostały wprowadzone transakcjami „repo”. Co ciekawe cała kwota 38 mld USD bazowała na papierach wartościowych wyemitowanych na podstawie *subprime mortgages*, czyli instrumentów segmentu, który w tym okresie utracił płynność.

## Problemy płynności na rynkach finansowych i pierwsze akcje ratunkowe FED

Zawirowania na rynkach przyniosły także cztery główne zagrożenia dla sektora bankowego (Orłowski 2008, s. 100–124). Przede wszystkim należało zapewnić płynność, czyli nie doprowadzić do sytuacji, w której w bankach zabraknie gotówki potrzebnej do prowadzenia codziennej (operacyjnej) działalności. W warunkach ogólnej stabilności banki pozyskiwały środki na rynku międzybankowym. Wraz ze wzrostem ryzyka rynek pożyczek międzybankowych dotknęła zapaść. Stopy procentowe wzrosły w znacznym stopniu co sprawiło, iż banki komercyjne preferowały nisko oprocentowane lokaty w banku centralnym. Kolejny problem dotyczył zaufania klientów do banków, co groziło utratą płynności. Ważne stało się także uzdrowienie sytuacji finansowej banków, aby po ogromnych stratach zaczęły ponownie generować zyski.

Rok 2008 przyniósł kolejny problem związany z rynkami finansowymi. W marcu stanął na skraju bankructwa piąty największy bank inwestycyjny w USA – Bear Stearns. Błyskawicznie utracił dostęp do funduszy *overnightowych*. System Rezerwy Federalnej wraz z J.P. Morgan (drugim co do wielkości bankiem amerykańskim) zaczęły organizować pomoc, zdając sobie sprawę, iż

upadek tego banku wprowadzi na rynek jeszcze większą niepewność. Wraz z pojawiającymi się głosami o możliwości upadku kurs akcji Bear Stearns obniżył się aż o 50%. Okazało się, że zastrzyk gotówki w ramach *emergency funding* przyznany przez FED nie będzie w stanie uchronić banku przed upadłością. Konieczna stała się jego sprzedaż. 17 marca J.P. Morgan przejął Bear Stearns płacąc 2,2 mld USD, tj. 10 dolarów za akcję. Procedura przejęcia została przeprowadzona pod czujnym okiem Rezerwy Federalnej, która zaofiarowała w tym celu bankowi J.P. Morgan specjalną linię kredytową w wysokości 30 mld USD na sfinansowanie przejęcia. Pomoc, w którą zaangażował się FED, była tłumaczona faktem, iż w okresie, w którym rynki znajdują się pod ciągłą presją, upadek tego banku miałby ogromne konsekwencje dla systemu finansowego oraz dla gospodarki krajowej (Bernanke 2008a). Również Fannie Mae oraz Freddie Mac stając na skraju bankructwa doczekały się pomocy ze strony Rezerwy Federalnej. Nastąpiło ich dokapitalizowanie w kwocie 200 mld USD, a instytucje zostały przekazane pod administrację rządową (Almazan, Martín-Oliver, Saurina 2015, s. 206–238).

Jednak najgorsze było dopiero przed światowymi rynkami. Dzień 15.09.2008 r. na stałe wpisał się w historię rynków finansowych. Wtedy to Lehman Brothers Holding Inc., czwarty co do wielkości bank inwestycyjny w USA, stał się niewypłacalny i upadł wraz z fiaskiem rozmów toczących się w FED między najważniejszymi bankami na Wall Street. Były szef FED Alan Greenspan uważał, iż „bankructwo Lehmana we wrześniu 2008 r. przyspieszyło najostrzejszy globalny kryzys w historii. Przez kolejne dekady, analitycy – nie dysponując żadnymi danymi lub ich niewielką ilością – zdecydowanie zbyt nisko oceniali ryzyko pojawienia się takiego zagrożenia, jak to które ujawniło się właśnie w 2008 r.” (Greenspan 2010). Upadek Lehman Brothers najboleśniej przełożył się na i tak już mocno nadwyrężony rynek międzybankowy. Postępowała wzajemna spirala nieufności. Po upadku Lehman Brothers najlepiej awersję do ryzyka obrazuje kształtowanie się 3-miesięcznej stawki LIBOR<sup>8</sup> oraz brak płynności na rynku międzybankowym. Koszt pozyskania funduszy na rynku międzybankowym wzrósł w ciągu kilkunastu miesięcy ponad 16-krotnie (Nawrot 2009, s. 91). 18.09 FED postanowił przeznaczyć 180 mld USD na podniesienie płynności na rynku międzybankowym. W dniu 19.09.2008 r. w warunkach pogarszającej się ogólnej międzynarodowej sytuacji finansowej, Ministerstwo Skarbu USA w uzgodnieniu z bankiem centralnym podję-

---

<sup>8</sup> Stopa LIBOR (London Interbank Offered Rate) jest powszechnie stosowana na rynkach finansowych jako *benchmark* dla pożyczek krótkoterminowych.

ło działania stabilizacyjne nakierowane na szczególnie zadłużone instytucje finansowe. Polegały one na stworzeniu planu wykupienia wszystkich długów za pomocą ustawowo powołanej (specjalnie do tego celu) instytucji. Koszt tej operacji oszacowano na co najmniej 814 mld USD. Została ona nazwana planem Paulsona (sekretarza skarbu, a wcześniej wieloletniego prezesa Goldman Sachs). Nie przyniosło to jednak oczekiwanych efektów. Wobec takiego obrotu spraw w dniu 29.09.2008 r., przy udziale Europejskiego Banku Centralnego, Banku Anglii oraz Banku Japonii, FED przekazał do dyspozycji instytucjom finansowym 620 mld USD w formie pożyczki.

Przez dłuższy czas wielu inwestorów miało nadzieję, że i tym razem System Rezerwy Federalnej przyjdzie z pomocą zagrożonej instytucji, tak jak miało to miejsce w przypadku banku Bear Stears. Nic takiego jednak się nie stało. Allan Meltzer uważa, iż pozwolenie na upadek Lehman Brothers było „największym błędem, który pogłębił i rozszerzył recesję” (Meltzer 2009). Ani FED, ani konkurencyjne banki nie chciały wesprzeć upadającego banku. Szef Rezerwy Federalnej uważał, iż „kłopoty Lehman Brothers były znane inwestorom już od dłuższego czasu, wobec czego mieli oni czas na podjęcie właściwych środków ostrożności” (Bernanke 2009). FED jedynie ograniczył się do działania, które miało na celu dalsze zapewnienie taniego pieniądza gospodarce, przez dalsze obniżki stopy funduszy federalnych. Stopa ta osiągnęła poziom 1% po skoordynowanej obniżce, wspólnie z innymi bankami centralnymi.

Lehman Brothers nie był jednak jedyną instytucją borykającą się z problemami. Smutny los banku inwestycyjnego mógł podzielić gigant ubezpieczeniowy AIG. Grupa ta, oprócz działań typowo ubezpieczeniowych, zaangażowała się w rynek *credit default swaps*, czyli w tzw. CDS<sup>9</sup>. Początkowo grupa szukała nowych funduszy w kwocie 40 mld USD, potrzebnych przede wszystkim do zwiększenia depozytów zabezpieczających pozycję nabywców CDS. Wraz z coraz bardziej postępującymi problemami grupa AIG zwróciła się do FED o bezpośrednią pożyczkę. Starania nie uzyskały początkowo akceptacji, gdyż System nie chciał się wiązać w bezpośrednie finansowanie, zwracając się jednocześnie do banków Goldman Sachs oraz J.P. Morgan o fundusze prywatne w celu pomocy dla AIG. Warunki w jakich przyszło szukać tych środków okazały się nazbyt niekorzystne. Jedyną szansą na uratowanie grupy AIG stała się pomoc Rezerwy Federalnej. Dzień 16.09 przyniósł

---

<sup>9</sup> Rodzaj ubezpieczenia ryzyka kredytowego własnych inwestycji. W ramach tego ubezpieczenia nabywcy zobowiązali się do okresowych płatności na rzecz wystawcy CDS w zamian za wypłatę kwoty wierzycelności w przypadku jej nieściągnięcia.

porozumienie w tej sprawie. Zgodnie z podpisanym dokumentem FED zobowiązał się do pożyczania AIG funduszy o wartości 85 mld USD w zamian za 79,9% pakietu akcji w formie *warrantów*. Oprocentowanie 2-letniej pożyczki ustalono na stopę procentową LIBOR plus 8,5 pkt. proc. Pożyczka ta została zabezpieczona w aktywach całej grupy AIG, włączono w to zyskowe aktywa ubezpieczeniowe (Nawrot 2009, s. 36). Akcja ratunkowa miała bezprecedensowy charakter. FED w tym przypadku zastosował szczególne uprawnienia udzielając pożyczki instytucji niebankowej. Świadomość rozmiaru konsekwencji mogących przynieść upadek tak potężnego ubezpieczyciela, nie pozostawiła wielkiego wyboru Rezerwie Federalnej. Krótkoterminowe długi tej spółki były w posiadaniu instytucji finansowych na całym świecie, stanowiąc istotny element aktywów wielu funduszy inwestycyjnych. Bankructwo AIG mogłoby spowodować krach giełdowy o globalnym zasięgu. Ben Bernanke poinformował później, iż decyzja o udzielaniu pożyczki zapadła po konsultacjach z prezydentem Georgem Bushem, sekretarzem skarbu Henrym Paulsonem oraz przywódcami obu partii w Kongresie. Wszyscy oni uznali, że bankructwo AIG mogłoby spowodować efekt domina i doprowadzić do głębokiego kryzysu na skalę światową. Amerykańska korporacja była bowiem powiązana z większością instytucji finansowych na świecie, a wartość kapitału który ubezpieczała, wynosił 88 mld USD. Kwota pożyczki udzielonej w pierwszej kolejności okazała się niewystarczająca. Łączna kwota udostępnionych na ratowanie AIG publicznych pieniędzy wzrosła do ok. 150 mld USD. Wysokość kredytu udzielonego spółce przez FED zmniejszono z dotychczasowych 85 mld USD do 60 mld USD, ale jednocześnie inną pożyczkę banku centralnego w wysokości 37,8 mld USD zastąpiono pakietem pomocowym w wysokości 52 mld USD. Ben Bernanke w jednym ze swoich wystąpień uznał, iż mimo zagrożeń (przede wszystkim kwestia „*moral hazard*”), jakie wynikają z ratowania instytucji, które przez swoją nierozwagę doprowadziły się do skrajnego bankructwa, ważniejsze jest dbanie o dobro publiczne. Dopiero po uspokojeniu sytuacji ważna będzie regulacja przepisów dotyczących instytucji zwanych „zbyt duże by upaść” (*too big to fall*) (Bernanke 2008).

Po przejściu AIG oczekiwano, iż nastroje poprawią się, ale pojawiły się jednak nowe, dość zaskakujące ofiary kryzysu. Były nimi Morgan Stanley oraz Goldman Sachs, ostatnie dwa duże amerykańskie banki inwestycyjne. Ich finansowanie opierało się na pożyczkach międzybankowych, a nie na depozytach klientów, dlatego wraz ze wzrostem kosztów tych pożyczek i braku zaufania na tym rynku, pojawiły się obawy związane z dalszym sposobem

finansowania. Ostatecznie Goldman Sachs oraz Morgan Stanley za zgodą FED przyjęły status banku uniwersalnego, a to oddaliło od nich widmo bankructwa, gdyż po takiej zmianie mogły uczestniczyć w programach ratunkowych skierowanych do amerykańskiego sektora finansowego.

We wrześniu FED bardzo mocno zaangażował się w promowanie planu ratunkowego dla gospodarki amerykańskiej, zwanego potocznie planem Paulsona (oficjalna nazwa: Emergency Economic Stabilization Act of 2008). Plan ten przewidywał przeznaczenie kwoty do wysokości 700 mld USD w trzech transzach na zakup zalegających w bankach papierów wartościowych powiązanych ze złymi kredytami. Wykupienie toksycznych aktywów miało za zadanie nie tylko uratowanie finansowych potentatów przed bankructwem. Równorzędnym celem było przywrócenie zaufania na rynkach finansowych.

## Programy pożyczkowe uruchomione przez FED

FED w swoich działaniach posunął się do utworzenia nowych pożyczek ratunkowych. Miało to na celu – przez bezprecedensową serię operacji – poprawienie płynności na rynku finansowym. Jedną z pierwszych pożyczek udzielonych bankom na zróżnicowany okres (od 28 do 84 dni) była TAF (*Term Auction Facility*). System Rezerwy Federalnej zdecydował się na utworzenie TAF po części dlatego, iż poziom wykorzystywanego okna dyskontowego był niski. TAF jako nowo utworzony organ nie miał na sobie piętna kryzysu, dzięki czemu korzystanie z niego wiązało się z większym zaufaniem. Rezerwa Federalna zakładała, iż do 28.12.2008 r. przeprowadzi za pośrednictwem TAF aukcje na kwotę 3,48 bln USD. W marcu 2008 r. FED ustanowił TSLF (*Term Securities Lending Facility*) w celu udzielenia pożyczek na okres 28 dni na zabezpieczenie udzielonych kredytów dla banków oraz niebankowych instytucji finansowych (*primary dealers*). Także w marcu tego roku utworzono PDCF (*Primary Dealer Credit Facility*), co było pożyczką udzieloną bezpośrednio przez FED bankom inwestycyjnym. Jak zostało to już wspomniane wcześniej, FED z racji tego, iż programy pożyczkowe nie objęły wszystkich instytucji, powołał się także na zapis z Federal Reserve Act, który dawał prawo udzielenia w nagłych przypadkach pożyczki także innym instytucjom o fundamentalnym znaczeniu dla stabilności gospodarki (Boyson, Helwege, Jindra 2014, s. 857–884). Wraz z nasilającymi

się problemami (zaraz po upadku Lehman Brothers) został przyjęty kolejny program interwencyjny AMFL (*Asset Backed Commercial Paper Money Market Mutual Fund Liquidity Facility*). Zakładał on zwiększenie dostępu do pożyczek instytucjom finansowym, które miały być przeznaczone na zakup wysokiej jakości *commercial papers* zabezpieczonych na aktywach (*asset backed commercial papers*, ABCP) funduszy inwestycyjnych rynku pieniężnego. Mimo podjętych akcji rynki finansowe wciąż pozostawały w napiętym stanie. Aby złagodzić rynkowe wrzenie na rynku *commercial papers*, FED ustanowił kolejny program pomocowy – CFFF (*Commercial Paper Funding Facility*). Miał on po raz kolejny zapewnić płynność na rynku. *Commercial papers*, 3-miesięczne niezabezpieczone oraz zabezpieczone na aktywach, miały być skupowane od emitentów przez utworzone przez FED podmioty – Special Purpose Vehicle (SPV). FED miał dostarczyć SPV niezbędne środki w ramach CFFF. W dniu 21.09 FED raz jeszcze skorzystał z prawa pomocy instytucjom prywatnym. Utworzony został program pożyczkowy MMIFF (*Money Market Investor Funding Facility*), który miał wesprzeć inicjatywę sektora prywatnego do zwiększenia płynności na amerykańskim rynku funduszy rynku pieniężnego. W założeniach program miał być prowadzony za pośrednictwem 5 Private Special Purpose Vehicle (PSPV) (Nawrot 2009, s. 141). Ten sam przepis został wykorzystany także 25.11.2008 r. Kolejny program pożyczkowy przyjął nazwę TAFL (*Term-Asset Backed Securities Loan Facility*). Według tego planu Nowojorski Bank Rezerwy Federalnej przeprowadził akcję pożyczkową na kwotę 200 mld USD dla posiadaczy instrumentów wystawionych w na podstawie kredytów studenckich, samochodowych, konsumenckich oraz kredytów dla małych i średnich przedsiębiorstw posiadających rating AAA.

Ustanowienie nowych programów pożyczkowych stanowiło ewenement w prowadzonej przez FED polityce monetarnej. Stały się nowym narzędziem Rezerwy Federalnej w walce z kryzysem. Głównym powodem odejścia od tradycyjnych narzędzi polityki pieniężnej, tj. operacji otwartego rynku oraz okna dyskontowego, stał się fakt, iż nie gwarantowały one dopływu środków do instytucji, które najbardziej tego potrzebowały (Cecchetti 2008, s. 12–35). FED w swoich działaniach obrał za kierunek zapewnienie płynności przede wszystkim instytucjom uczestniczącym w programach pożyczkowych. Stymulowanie płynności całego rynku finansowego nie miało miejsca. Ponieważ okno dyskontowe było postrzegane jako mało atrakcyjna forma pożyczki, FED mógł zasilić cały system finansowy przez operacje otwartego rynku, zmieniając jednocześnie jego zasady (Thornton 2009, s. 12–22). Akcje podjęte przez

FED doskonale było widać w jego bilansie. W bardzo krótkim czasie suma bilansowa powiększyła się w znaczny sposób. Do połowy września 2008 r. jej wartość utrzymywała się na stabilnym poziomie. Dopiero we wrześniu (apogeum niekorzystnych wydarzeń rynkowych) doszło do znacznego wzrostu wraz z wprowadzaniem kolejnych programów pożyczkowych.

Zmiany w podaży pieniądza oraz bazy monetarnej doskonale obrazują jak duże konsekwencje w prowadzonej polityce przez FED przyniósł wrzesień 2008 r. Weszła ona na nowe tory wraz z programami ratunkowymi oraz późniejszymi zakupami papierów wartościowych. Bezpośrednie skutki poluzowania polityki monetarnej można zauważyć analizując podaż pieniądza (M2) oraz zmiany dotyczące bazy monetarnej. Baza monetarna między grudniem 2007 r. a grudniem 2008 r. powiększyła się o 78%, podaż M1 wzrosła o 11,5%, natomiast podaż M2 – o 7,2%. „Należy jednak zauważyć, że tak szybka ekspansja monetarna dokonała się w sytuacji stopniowego wchodzenia gospodarki amerykańskiej w recesję, kiedy popyt na transakcyjne zasoby pieniądza uległ zmniejszeniu, a mogło to rodzić uzasadnione obawy o tworzenie się swoistego nawisu popytowego, mogącego doprowadzić w przyszłości do gwałtownego przyspieszenia procesów inflacyjnych” (Kasprzyk 2009, s. 71).

Polityka pieniężna w czasie kryzysu przyjęła nową formę. Na boczny tor została odsunięta inflacja, a skoncentrowano się przede wszystkim na zapewnieniu rynkom finansowym płynności oraz kredytu po jak najniższych kosztach. Polityka ta stała się elastyczna i była dopasowana do coraz nowszych trudności, z jakimi musiały borykać się instytucje finansowe. Rekordowo niski poziom stopy procentowej (*federal funds rate*) – wynoszący 0–0,25% – był dowodem na bardzo agresywną walkę z recesją Rezerwy Federalnej. Tak duża obniżka spowodowała, iż stopa ta przestała być narzędziem w walce z kryzysem, gdyż nie można było jej już bardziej obniżyć (Ball 2012). Społeczeństwo amerykańskie zaczęło także dostrzegać, jak wiele niepewności niesie ze sobą przyszłość, co przełożyło się na wzrost stopy oszczędności w 2008 r. do poziomu 3,6%. Jednak w tym czasie zaobserwowano także spadek wydatków konsumenckich. Istniała obawa, iż ulgi podatkowe z dowolnego systemu stymulacyjnego Amerykanie przeznaczą na spłatę istniejących już długów, bądź też zdecydują się na oszczędności. Ciężko więc było zatem liczyć na to, by te pieniądze zostały wydane, a przez to przyczyniły się do dźwignięcia gospodarki amerykańskiej z zapaści. Mimo tego, iż gospodarka amerykańska zaczynała wykazywać oznaki ożywienia, pojawiły się sfery, w których wciąż panował zastój. Jednym z takich zagrożeń był rynek pracy. Brak pracy oznaczał bowiem mniejsze dochody i co za tym idzie – mniejsze wydatki

konsumpcyjne. Tymczasem konsumpcja prywatna odpowiadała za ok. 70% PKB Stanów Zjednoczonych.

Kolejnym problemem było bez wątpienia rozrastające się do ogromnych rozmiarów zadłużenie wewnętrzne, jak i zewnętrzne. Symbolicznym wydarzeniem było przeprowadzenie zmian konstrukcyjnych na specjalnym zegarze mającym pokazywać stan zadłużenia państwa na Times Square w Nowym Jorku, bo po przekroczeniu liczby 9 bln USD zabrakło wolnych miejsc (Gruszecki 2018). Administracja USA pozwoliła na to, aby wielkość długu federalnego wzrosła od 2006 r. aż o 50%, do poziomu 12,3 bln USD. Obciążenie spłatą w tym czasie było słabo odczuwalne ze względu na niewielkie – bliskie zeru – oprocentowanie krótkoterminowych obligacji (Fisher 2010). Dowodząco, iż 90-procentowy stosunek zadłużenia do PKB jest dla wzrostu gospodarczego punktem krytycznym. Powyżej tej relacji rozwinięte gospodarki generują wzrosty średnio o 2 pkt. proc. niższe niż gospodarki, które nie przekroczyły jeszcze tej granicy (w przypadku gospodarek wschodzących granica ta znajduje się niżej) (Reinhart, Rogoff 2009). „Jeśli PKB USA nie będzie rósł w normalnym tempie, tj. od 3 do 5 proc. rocznie, to ograniczenie zadłużenia będzie niezwykle trudne, a może nawet niemożliwe bez dużych cięć wydatków i większych obciążeń fiskalnych. Budżetowe biuro Kongresu USA prognozuje, że deficyt budżetowy spadnie do ok. 4,4 proc. w latach 2013–2015. Taki wynik wymagałby jednak wzrostu gospodarczego na poziomie co najmniej 4 proc. Tak powstaje błędne koło, dług utrudnia wzrost, a zbyt niski wzrost gospodarczy sprawia, że spłata długu staje się niemożliwa” (Fisher 2010). Podobne podejście prezentował Ben Bernanke, który uważał w tym czasie, że „dopóki nie zostanie osiągnięta długotrwała równowaga monetarna, nie ma szans na osiągnięcie ani stabilności finansowej ani wzrostu gospodarczego” (Bernanke 2010).

## Podobieństwa i analogie

Wielu ekonomistów wraz z przyjściem kryzysu w 2007 r. zaczęło szukać w nim podobieństw do kryzysu z lat 1929–1933. Bez wątpienia w obu tych okresach można znaleźć wiele zbliżonych elementów, a także błędów, które zostały powielone. Występują jednakże zdarzenia i procesy zdecydowanie różniące się, wskazujące na to, iż lekcja płynąca z wielkiego kryzysu została odrobiona. Pierwsze podobieństwo można było dostrzec już w okresie przed rozpoczęciem się kryzysów. Odnosiło się ono do kształtowania stopy procentowej:



w czasie wielkiego kryzysu – stopy dyskontowej, w czasie kryzysu obecnego – stopy funduszy federalnych. Stopy te były w początkowej fazie obniżane w celu pobudzenia gospodarki po kryzysach wywołujących dwie wielkie recesje. Udostępnienie taniego pieniądza było bez wątpienia jedną z przyczyn coraz większej spekulacji (Auerbach 2012). Wraz z jej nadmiernym nasileniem się, FED w obu przypadkach postanowił zmienić dotychczasową politykę i zaczął prowadzić bardziej restrykcyjną, która miała na celu schłodzenie gospodarki. Polityka ta była prowadzona aż do momentu, w którym rynki zaczęły przejawiać coraz większe problemy. W okresie wielkiego kryzysu zmiana nastąpiła wraz z krachem na giełdzie w październiku 1929 r., natomiast w kryzysie hipotecznym pierwsze obniżki pojawiły się w drugiej połowie 2007 r. wraz z pojawiającymi się (coraz częściej) problemami sektora finansowego. Ogólny schemat regulowania gospodarki za pomocą stopy procentowej był podobny, pojawiły się jednak oznaki, które odróżniały postawę Rezerwy Federalnej. Wraz z początkiem wielkiego kryzysu zaczęły się także spory w samym Systemie prowadzonej polityki. Wielu członków było przeciwnych wprowadzaniu coraz łatwiejszego pieniądza i tylko nieprzejednana postawa Nowojorskiego Banku Rezerwy Federalnej pozwoliła na to, iż te obniżki zostały w ogóle wprowadzone, chociaż ich tempo pozostawiało wiele do życzenia. W przypadku obecnego kryzysu działania te były błyskawiczne, wprowadzone bez większego sprzeciwu (Fairlie 2013). Dodatkowo miały one dynamiczny charakter o czym świadczył fakt, iż w ciągu zaledwie 15 miesięcy przeprowadzono aż 10 obniżek, doprowadzając stopę procentową do poziomu najniższego z możliwych – 0–0,25%.

Zdecydowaną różnicą jest natomiast zmiana podaży pieniądza w obydwu kryzysach. O ile lata 30. przyniosły spadek podaży i pojawienie się silnej deflacji, o tyle obecnie podaż została zdecydowanie zwiększona, a ceny utrzymywały się na względnie stabilnym poziomie (Boot 2014, s. 129–135). W czasie wielkiego kryzysu FED interpretował, iż niskie wykorzystanie okna dyskontowego świadczyło o tym, że banki nie potrzebowały dodatkowej płynności. Odrzucono tłumaczenie, że banki nie korzystają z okna dyskontowego bojąc się utraty wiarygodności oraz zaufania depozytariuszy. Inną przyczyną mógł być również fakt nieposiadania przez banki odpowiedniego zabezpieczenia pożyczek (Chandler 1971). Zupełnie inna postawa FED miała miejsce wraz z rozpoczęciem kryzysu w 2007 r. Reakcja była szybka i nastawiona na zachęcenie banków do pożyczek, głównie przez wprowadzenie kolejnych programów pożyczkowych. Pojawił się tutaj problem banku Lehman Brothers, któremu FED nie udzielił pomocy, co zostało uznane za horrendalny błąd polityki monetarnej w środku największego

zamieszania (Meltzer 2009). Podobna sytuacja miała miejsce w 1930 r., kiedy to pozwolono upaść Bankowi of United States, co przez M. Friedmana oraz A. Schwartz zostało uznane za największy błąd tamtych czasów (Friedman, Schwartz 1993, s. 342–561). W tej kwestii pojawiają się także zasadnicze różnice w działaniu Rezerwy Federalnej. O ile po upadku Lehman Brothers FED zaangażował się w pomoc instytucjom (np. AIG) w celu zapobieżenia dalszemu rozwojowi niepokojów na rynkach, o tyle po upadku Bank of United States zrobiono niewiele, aby wziąć na siebie odpowiedzialność za ratowanie systemu finansowego. Upadek tego banku pociągnął za sobą konsekwencje dla innych banków, także uruchomił na nie run. Jako że to banki zajmują się kreacją pieniądza, ich upadki spowodowały zmniejszenie się podaży pieniądza, a to z kolei przyczyniło się do spirali deflacyjnej. Powodem była nawet nie tyle niekompetencja ówczesnych szefów FED, ale reguły systemu finansowego. Zgodnie z prawem pożyczki FED musiały w części mieć pokrycie w rezerwach złota (Hońdo 2015). Teraz sytuacja była zdecydowanie inna, gdyż standard złota nie istnieje, więc FED mógł „dodrukować” pieniądze. Wszystko to zostało także wsparte działaniami administracji państwowej, która zajęła się uzdrawianiem systemu finansowego. Działania te jednak wciąż powodowały obawy. Jak twierdził Peter Schiff „wcześniej czy później dojdzie do wysokiej inflacji, a w skrajnym wypadku do hiperinflacji. Bank centralny nie będzie mógł jednak podnieść stóp procentowych, gdyż spowoduje to zbyt duży wzrost kosztów obsługi długu państwa” (Dębowski 2016).

W ramach skutecznego – do pewnego stopnia – ograniczania skutków kryzysu finansowo-gospodarczego, FED zastosował w tym okresie luzowanie ilościowe (*quantitative easing*, QE) jako jeden ze sposobów niestandardowej rządowej polityki pieniężnej, stosowany przez banki centralne w celu stymulowania poszczególnych gospodarek (Krishnamurthy, Vissing-Jorgensen 2011). Luzowanie ilościowe stosowane było w sytuacji, gdy tradycyjne instrumenty polityki pieniężnej stawały się nieskuteczne w celu pobudzenia wzrostu gospodarczego (np. w przypadku, gdy stopy procentowe zostały obniżone do poziomu bliskiego 0% i posunięcie to nie przyniosło oczekiwanego efektu). Luzowanie ilościowe (QE) polega na zwiększeniu podaży pieniądza przez zakup aktywów finansowych znajdujących się w aktywach banków (np. rządowych papierów wartościowych) lub innych papierów z rynku pieniężnego lub kapitałowego (Altavilla, Giannone 2017, s. 952–964). Korzystanie z mechanizmu luzowania ilościowego niesie ze sobą oczywiście ryzyko w postaci wzrostu cen i inflacji, ponieważ przy zwiększonej podaży pieniądza na rynku ilość dóbr i usług oferowanych na sprzedaż pozostaje niezmienna. Pierwszym

bankiem centralnym, który zdecydował się na takie rozwiązanie, był Bank Japonii na przełomie lat 2001 i 2002. Działo się to w okresie chronicznej deflacji gospodarki japońskiej i stóp procentowych obniżonych do zera. Nie mogąc dalej ich obniżyć pompował gotówkę do sektora banków komercyjnych licząc na ożywienie popytu inwestycyjnego przedsiębiorstw prywatnych, finansowanego z rekordowo tanich kredytów oraz spłatę ich zadłużenia. W przypadku Japonii strategia ta przyniosła połowiczny sukces.

## Podsumowanie

System Rezerwy Federalnej po ponad 70 latach od Wielkiego Kryzysu musiał udowodnić, że wyciągnął wnioski z historii i swoimi działaniami nie tylko nie pogłębi, ale także wesprze i wypełni swoją rolę pożyczkodawcy ostatniej instancji. Mimo że kryzys na rynkach finansowych zapoczątkowany w 2007 r. jeszcze ostatecznie nie skończył się (nadal odczuwamy oddziaływanie jego skutków na obecną sytuację), można jednakże stwierdzić, że polityka FED miała odmienny charakter od tej w latach 30. Choć obecny kierunek tej polityki niesie ze sobą konsekwencje na przyszłość, to System Rezerwy Federalnej w czasie kryzysu w latach 2007–2008 stał się instytucją, która była zorientowana przede wszystkim na łagodzenie sytuacji na rynkach finansowych. Ówczesny prezes Ben Bernanke wyciągnął wnioski z wielkiego kryzysu, dzięki czemu polityka monetarna Stanów Zjednoczonych miała odmienny charakter niż w latach 1929–1933. „Kiedy jesienią 1929 r. wybitny ekonomista z Yale Irving Fisher oznajmił, że ceny akcji ustaliły się na wysokim poziomie, nie przypuszczał zapewne, jak wielka zapaść czeka amerykańską gospodarkę” (Bordo 1985). W kilka tygodni po tym oświadczeniu wskaźnik Dow-Jonesa dla przedsiębiorstw przemysłowych (DIJA) zmalał o ponad 1/3. Najgorsze dopiero jednak było przed Ameryką. „Ósmego lipca 1932 r. DIJA wyniósł niecałe 42 punkty, czyli ok. 90% mniej w porównaniu z jego szczytową wartością w 1929 roku” (Chancellor 2001, s. 264). Depresja wywołała także daleko idące zmiany w myśli ekonomicznej. „Katastrofa gospodarcza rozbiła długo głoszony i umocniony jeszcze w latach dwudziestych pogląd, że polityka monetarna jest instrumentem zdolnym i skutecznym do utrzymywania stabilności gospodarczej. Alternatywną koncepcję w stosunku do poprzednich teorii zaproponował jeden z najbardziej „przewrotnych” ekonomistów XX wieku, John Maynard Keynes” (Friedman, Friedman 2006, s. 80–85).

Naród amerykański wierzył w 1929 r., iż Stany Zjednoczone weszły w nową erę nieograniczonej prosperity. Pierwszą przesłanką „nowej ery”, zwanej także „nową ekonomią” było właśnie utworzenie Systemu Rezerwy Federalnej. Przed utworzeniem FED kryzysy finansowe w USA były potęgowane brakiem banku centralnego, który w okresach niestabilności mógłby dostarczać funduszy sektorowi bankowemu. FED sprawujący kontrolę nad stopami procentowymi i prowadzący operacje na wolnym rynku został w latach 20. okrzyknięty „remedium na wszelkie wypadki boomu, załamania i paniki” (Hoover 1952, s. 6). To sprawiło, iż czujność bankierów, jak i spekulantów, została po raz kolejny uspiąta i zaczęli postępować nieodpowiedzialnie, przez co kolejny kryzys był jeszcze ostrzejszy. Trwałość „prosperity Coolidge’a”, która rozpoczęła się w 1924 r., gdy prezydentem został Calvin Coolidge i sprawiała wrażenie, że utrzyma się również za rządów jego następcy (Herberta Hoovera) tłumaczono wszechmocą FED oraz wieloma innymi czynnikami. Należały do nich rozwój wolnego handlu, spadek inflacji i bardziej „naukowy” styl zarządzania firmami kojarzony z absolwentami Harvard School of Business Administration oraz z zautomatyzowanymi liniami wykorzystywanymi do produkcji samochodów w Detroit. Wprowadzone wysokie stopy procentowe zaczęły dławić działalność gospodarczą. Kredyt ratalny nie mógł się już dalej rozwijać ze względu na zahamowanie wzrostu płac. Krach na rynku akcji nastąpił w październiku 1929 r., kiedy stopy procentowe Banku Anglii zostały podniesione do 6,5%. W dniu 21.10.1929 r. rozpoczął się wielki kryzys, 29.10 główny indeks giełdowy stracił 10 punktów przy obrotach sięgających 12,9 mln akcji.

W ciągu ostatnich dwóch lat (2019–2021) nastąpiły zmiany w strategii polityki pieniężnej FED, które są wynikiem doświadczeń wyniesionych z kryzysu finansowego w latach 2007–2009, a także wyzwań związanych z pandemią COVID-19. Spuścizną po globalnym kryzysie finansowym była utrzymująca się w gospodarce amerykańskiej niska stopa inflacji (Goldstein, Fligstein 2017, s. 483–510). Mimo najdłuższej w historii (trwającej ponad 10 lat) ekspansji, przez większą część poprzedniej dekady inflacja w Stanach Zjednoczonych kształtowała się na poziomie poniżej 2%. W związku z tym istniały obawy związane ze skutecznością amerykańskiej polityki pieniężnej, w tym niebezpieczeństwo pojawienia się tendencji deflacyjnych w przypadku wystąpienia szoków negatywnych. Jednocześnie dzięki długookresowej ekspansji nastąpił znaczący wzrost zatrudnienia, w wyniku czego stopa bezrobocia obniżyła się do historycznie niskiego poziomu. Skłoniło to wielu ekonomistów do wniosku, że obserwowana wcześniej odwrotna zależność między poziomem inflacji a stopą bezrobocia (krzywa Philipsa) uległa osłabieniu, co

oznaczało że wysoki poziom zatrudnienia na rynku pracy nie niesie zagrożenia w postaci presji inflacyjnej. Niektóre zmiany strukturalne (np. starzenie się ludności), skutkujące obniżeniem się tempa wzrostu produktu potencjalnego, spowodowały że w Stanach Zjednoczonych (podobnie jak w wielu innych gospodarkach rozwiniętych) obserwowano także spadek neutralnej stopy procentowej (CGFS 2019). Neutralna stopa procentowa jest (jak wiadomo) kluczowym pojęciem w polityce pieniężnej, gdyż określa poziom realnych stóp procentowych odpowiadający równowadze makroekonomicznej, w której występuje pełne zatrudnienie oraz stabilna i umiarkowana inflacja (Tooze 2018). Niska neutralna stopa procentowa w połączeniu z niską inflacją oznacza, że nominalne stopy procentowe w Stanach Zjednoczonych kształtują się od dłuższego czasu na niskim poziomie, zwiększając ryzyko osiągnięcia efektywnego dolnego ograniczenia, przy którym bank centralny nie może już dalej obniżyć stóp procentowych, co jest szczególnie niepożądane w przypadku wystąpienia recesji (Kose i in. 2019). FED w sytuacji konieczności pobudzenia gospodarki – podobnie jak wiele banków centralnych – sięgnął zatem w pierwszej kolejności po niestandardowe instrumenty polityki pieniężnej obejmujące skup aktywów oraz tzw. *forward guidance*, czyli strategię nakierowaną na przyszłe decyzje banku centralnego dotyczące stóp procentowych. Dobrą ilustracją powyższych wyzwań był okres po globalnym kryzysie finansowym (Svensson 2015). W 2007 r., czyli tuż przed globalnym kryzysem finansowym, stopa funduszy federalnych pozostawała w przedziale 5,25–5,50%. W odpowiedzi na kryzys stopy procentowe zostały obniżone prawie do zera i były utrzymywane na tym poziomie niemal do końca 2015 r. Po tym czasie FED zdecydował się na kilkukrotne ich podniesienie, jednak w momencie zakończenia cyklu podwyżek w końcu 2018 r. stopa *fed funds* pozostawała w przedziale 2,25–2,5%, czyli znacznie poniżej poziomów notowanych podczas poprzednich okresów ekspansji. Wybuch pandemii COVID-19 na początku 2020 r. spowodował spadek aktywności gospodarczej i zatrudnienia w amerykańskiej gospodarce na niespotykaną wcześniej skalę i dodatkowo skutkowało obniżeniem się inflacji. FED obniżył stopę funduszy federalnych ponownie do poziomu zbliżonego do zera oraz znacząco rozszerzył zakres instrumentów niekonwencjonalnej polityki pieniężnej (Lundvall 2020). Perspektywy ożywienia gospodarczego pozostawały jednak niepewne, a powrót rynku pracy do sytuacji sprzed pandemii zajmie z pewnością sporo czasu. Tym bardziej zasadne stało się poszukiwanie przez amerykański bank centralny rozwiązań, które wzmocniły oddziaływanie polityki monetarnej na gospodarkę (Miranda-Agrippino, Rey 2020, s. 2754–2776). FED jako

pierwszy bank centralny zdecydował się w tej sytuacji na realizację strategii uśrednionego celu inflacyjnego. Zmiana ta nie stanowi jednak rewolucji w fundamentach amerykańskiej polityki pieniężnej, która nadal opiera się na podwójnych kryteriach obejmujących stabilność cen oraz maksymalne zatrudnienie (Coimbra, Rey 2017). Bez zmian pozostał również poziom celu inflacyjnego wynoszący 2%.

Nadzieje związane z modyfikacją strategii polityki pieniężnej zależą przede wszystkim od przekonania rynków finansowych, przedsiębiorstw oraz gospodarstw domowych, że FED będzie dążył do przywrócenia w gospodarce amerykańskiej pełnego zatrudnienia i inflacji zgodnej z 2-procentowym celem, co z kolei powinno przełożyć się na trwałe podwyższenie oczekiwań inflacyjnych na tym poziomie. Dodatkowo nowe rozumienie celu inflacyjnego może pozwolić Rezerwie Federalnej dłużej utrzymywać akomodacyjną politykę pieniężną w okresie wychodzenia z recesji. Trudno przewidzieć czy zmodyfikowana strategia pomoże w przyspieszeniu odbudowy gospodarki po pandemii i osiągnięciu pożądanej przez FED inflacji na poziomie 2% w długim okresie. Decydując się na nowe sformułowanie celu inflacyjnego bank centralny wkroczył na nieznany obszar, ponieważ strategię, w których przewiduje się „nadrabianie” okresów zbyt niskiej inflacji z przeszłości (*make-up strategies*) stanowiły dotychczas jedynie przedmiot teoretycznych rozważań ekonomistów. Z ocenami tej decyzji należy zatem poczekać, gdyż dopiero czas pokaże czy wprowadzone modyfikacje były odpowiednią reakcją na wyzwania polityki pieniężnej w USA.

## Bibliografia

- Acharya V., Schnabl P., Suarez G. (2013), *Securitization without risk transfer*, “Journal of Financial Economics”, Vol. 107.
- Allen F., Carletti E. (2011), *The Global Financial Crisis*, Monetary Policy under Financial Turbulence, Central Bank of Chile, Santiago.
- Almazan A., Martín-Oliver A., Saurina J. (2015), *Securitization and banks’ capital structure*, “The Review of Corporate Finance Studies”, Vol. 4, No. 2.
- Altavilla C., Giannone D. (2017), *The effectiveness of non-standard monetary policy measures: Evidence from survey data*, “Journal of Applied Econometrics”, No. 32.
- Auerbach A.J. (2012), *The Fall and Rise of Keynesian Fiscal Policy*, “Asian Economic Policy Review”, No. 7.

- Baker D. (2008), *The housing bubble and the financial crisis*, "Journal of Real-World Economics Review", No. 46.
- Ball L. (2012), *Ben Bernanke and the zero bound*, NBER Working Paper, No. 17836.
- Bernanke B. (2006), *Testimony of Charman Ben S. Bernanke*, Semiannual Monetary Policy, 15.02.
- Bernanke B. (2007), *Housing, Housing Finance and Monetary Policy*, przemówienie w ramach sympozjum ekonomicznego Banku Rezerw Federalnych Kansas City, Jackson Hole.
- Bernanke B. (2008), *Federal Reserve Policies in the Financial Crisis*, Austin, Texas.
- Bernanke B. (2009), *Reflections on a Year of Crisis. Remarks at the Federal Reserve Bank of Kansas City's Annual Economic Symposium*, Jackson Hole.
- Bernanke B. (2010), *Deficyt budżetowy USA jest niebezpieczny*, <http://www.spolkigieldowe.bdo.pl> [dostęp: 20.04.2021].
- Boot A. (2014), *Financial sector in flux*, "Journal of Money, Credit and Banking", No. 46.
- Bordo M.D. (1985), *Some Historical Evidence 1870-1933 on the Impact and International Transmission of Financial Crises*, The National Bureau of Economic Research Working Paper 1985, No. 1606, Cambridge.
- Boyson N., Helwege J., Jindra J. (2014), *Crises, liquidity shocks, and fire sales at financial institutions*, "Financial Management", No. 43.
- Bukowski S.J., Misala J. (2009), *Współczesny kryzys gospodarczy. Przyczyny, przebieg, skutki*, CeDeWu, Warszawa.
- Cecchetti S.G. (2008), *Crisis and Responses: The Federal of Reserve and the Financial Crisis of 2007-2008*, NBER Working Paper, No. 14134.
- CGFS (2019), *Unconventional monetary policy tools: a cross-country analysis. Report from working group*, Committee on the Global Financial System, BIS, Basel.
- Chancellor E. (2001), *Historia spekulacji finansowej*, MUZA, Warszawa.
- Chandler L.V. (1971), *American Monetary Policy 1928-1941*, Harper and Row, New York.
- Coimbra N., Rey H. (2017), *Financial Cycles with Heterogeneous Intermediaries*, NBER Working Papers, No. 23245.
- Corporation's Forum on Mortgage Lending for Low and Moderate Income Households (2008), Arlington, Virginia.
- Dębowski S. (2016), *Recesja czy depresja? Porównanie kryzysu do Wielkiego Kryzysu lat 30-tych*, <http://analizatechniczna.blox.pl/html> [dostęp: 15.03.2021].
- Danger time for America* (2006), "The Economist", 14.01.
- Fairlie R.W. (2013), *Entrepreneurship, Economic Conditions, and the Great Recession*, „Journal of Economics & Management Strategy”, Vol. 22, No. 2.

- Federal Reserve Board Statistics (2012), *Realease and Historical Data*, <http://www.federalreserve.gov>, [dostęp: 15.03.2021].
- Fisher D. (2010), *Globalna bomba zadłużenia*, <http://www.forbes.pl> [dostęp: 15.03.2021].
- Fleckenstein W.A., Sheehan F. (2008), *Greenspan Bubbles. The Age of Ignorance at the Federal Reserve*, McGraw Hill, New York.
- Friedman M., Friedman R. (2006), *Wolny wybór*, Aspekt, Sosnowiec.
- Friedman M., Schwartz A.J. (1993), *Monetary History of the United States 1867–1960*, Princeton.
- Goldstein, A. Fligstein N. (2017), *Financial markets as production markets*, “SocioEconomic Review”, Vol. 15, No. 3.
- Greenspan A. (2010), *Upadek banku Lehman Brothers zapoczątkował najgorszy kryzys w historii finansów*, <http://www.forsal.pl> [dostęp: 15.03.2021].
- Gruszecki T. (2018), *Kryzys amerykański, a przyszłość dolara jako waluty światowej*, <http://www.pte.pl> [dostęp: 15.03.2021].
- Harris E.S. (2009), *FED Bena Bernanke*, Warszawa.
- Hońdo T. (2015), *Czym ta recesja różni się od Wielkiego Kryzysu*, <http://www.parkiet.com> [dostęp: 15.03.2021].
- Hoover H. (1952), *The Great Depression, 1929-1941*, The Macmillan Company, New York.
- Kacprzyk A. (2009), *Kryzys finansowy 2008-2009-przesłanki, kontrowersje, perspektywy*, (w:) Bednarczyk J.S., Bukowski I., Misala J. (red.), *Współczesny kryzys gospodarczy. Przyczyny – przebieg – skutki*, Warszawa.
- Kose M., Nagle P., Ohnsorge F., Sugawara N. (2019), *Global waves of debt: Causes and consequences*, World Bank Group, Washington.
- Krishnamurthy A., Vissing-Jorgensen A. (2011), *The effects of quantitative easing on interest rates: Channels and implications for policy*, “Brookings Papers on Economic Activity”, No. 215.
- Lundvall H. (2020), *What is driving the global trend towards lower real interest rates?*, “Sveriges Riksbank Economic Review” No. 1.
- Meltzer A.H. (2009a), *What Happened to the Depression?* “Wall Street Journal”, 31.08.
- Meltzer A.H. (2009b), *Regulatory Reform and the Federal Reserve. Testimony before the Subcommittee on Monetary Policy*, House Committee on Financial Services.
- Miranda-Agrippino, S., Rey H. (2020), *U.S. Monetary Policy and the Global Financial Cycle*, “The Review of Economic Studies”, Vol. 87, No. 6.
- Nawrot W. (2009), *Globalny kryzys finansowy XXI wieku. Przyczyny, przebieg, skutki, prognozy*, CeDeWu, Warszawa.



- Orłowski W.M. (2008), *Świat, który oszalał, czyli poradnik na ciekawe czasy*, Agora, Warszawa.
- Protokół z posiedzenia FOMC, 29-30.01.2008, <http://www.federalreserve.com> [dostęp: 20.04.2021].
- Puri M., Rocholl J., Steffen S. (2011), *Global retail lending in the aftermath of the U.S. financial crisis, distinguishing between supply and demand effects*, "Journal of Financial Economics", No. 100.
- Reinhart C., Rogoff K. (2009), *This Time Is Different: Eight Centuries of Financial Folly*, Princeton.
- Reinhart C., Rogoff K. (2014), *Recovery from financial crises: Evidence from 100 episodes*. American Economic Review Papers and Proceedings.
- Rząd USA obronił przed upadkiem AIG, <http://www.bankier.pl> [dostęp: 20.04.2021].
- Shiller R.J. (2008), *Subprime Solution. How Today's Global Financial Crisis Happened and What's to Do about it*, Princeton University Press, Princeton.
- Svensson L.E. (2015), *Forward guidance*, "International Journal of Central Banking", No. 11.
- Thornton D.L. (2009), *The Fed Liquidity and Credit Allocation*, "Federal Reserve Bank of St. Louis Review", January/February 2009.
- Tooze A. (2018), *Crashed: How a Decade of Financial Crises Changed the World*, Viking Press, New York.
- White W.R. (2012), *Credit crises and the shortcomings of traditional policy responses*, "Economic Department Working Papers", No. 971.

**Afiliacja: dr hab. Zbigniew Klimiuk**

Instytut Pracy i Spraw Socjalnych w Warszawie  
ul. Bellottiego 3B  
01-022 Warszawa  
e-mail: zbigklimiuk@yahoo.pl