

Stopyra, Jerzy

Działania banków centralnych w erze turbulencji finansowych

Rocznik Żyrardowski 9, 41-52

2011

Artykuł został opracowany do udostępnienia w internecie przez Muzeum Historii Polski w ramach prac podejmowanych na rzecz zapewnienia otwartego, powszechnego i trwałego dostępu do polskiego dorobku naukowego i kulturalnego. Artykuł jest umieszczony w kolekcji cyfrowej bazhum.muzhp.pl, gromadzącej zawartość polskich czasopism humanistycznych i społecznych oraz w kolekcji mazowieckich czasopism regionalnych mazowsze.hist.pl.

Tekst jest udostępniony do wykorzystania w ramach
dozwolonego użytku.

Jerzy Stopyra

Działania banków centralnych w erze turbulencji finansowych

1. Wstęp

Lata 90. ub. wieku i pierwsze lata obecnej dekady to okres boomu gospodarczego na świecie. Stymulował to szybki postęp technologiczny umożliwiający błyskawiczny przepływ informacji między poszczególnymi rynkami finansowymi, co sprzyjało powstawaniu nowych – bardzo skomplikowanych pod względem wyceny ryzyka – instrumentów finansowych. Również główne banki centralne, takie jak FED czy Bank Japonii, prowadziły generalnie w tym okresie politykę „taniego pieniądza”. Te czynniki umożliwiały uzyskiwanie – szczególnie w USA – tanich kredytów bankowych coraz to mniej zamożnym grupom społecznym. Powstał nowy potężny rynek kredytów hipotecznych. Obecny kryzys finansowy na świecie – będący w Europie kryzysem zadłużenia – zaczął się w Stanach Zjednoczonych w 2008 r., kiedy to w wyniku „pęknięcia bańki spekulacyjnej na rynku kredytów hipotecznych subprime” obligacje hipoteczne (CDO) – tworzone na tych kredytach – zaczęły gwałtownie tracić na wartości. W konsekwencji duże banki inwestycyjne musiały tworzyć olbrzymie rezerwy na portfele tych obligacji. Jeszcze na początku 2008 r. rząd USA starał się nie dopuścić do upadku dużych banków, m.in. takich jak Bear Sterns, który został przejęty przez holding JP Morgan Chase tylko dzięki gwarancjom rządowym. Kiedy jednak okazało się, że wielka grupa ubezpieczeniowa AIG ogłosiła straty w tym samym czasie co duży bank inwestycyjny Lehmann Brothers, Sekretarz Skarbu USA podjął decyzję o ratowaniu AIG i nieudzieleniu pomocy publicznej bankowi Lehman Brothers. Ogłoszenie – we wrześniu 2008 r. – przez zarząd Lehmana upadłości banku wywołało na światowych rynkach finansowych głęboki szok. Zobowiązania banku wyceniane były na ponad 600 mld USD w 22 walutach (V. Ward 2010). Na rynku lokat międzybankowych w USA i w strefie euro banki przestały sobie udzielać pożyczek długookresowych, gdyż rosła niepewność, że inne banki nie tylko będą musiały pokazywać straty z tytułu posiadanych portfeli obligacji hipotecznych, ale też powstaną zatory płatnicze. W tej sytuacji amerykański System Rezerwy Federalnej (FED), Bank Anglii (BoE) oraz Europejski Bank

Centralny (EBC) podjęły skoordynowaną akcję przywrócenia płynności światowemu systemowi bankowemu. Po raz pierwszy w skali światowej banki centralne kierowały się w polityce pieniężnej *Dictum Bagehota*¹.

2. Reakcja banków centralnych na kryzys finansowy

Spektrum działań banków centralnych było bardzo szerokie. Obejmowało zarówno instrumenty standardowo stosowane przez banki centralne, jak i zupełnie nowe działania.

Działalność **FED** obejmowała w latach 2008–2009 m.in. następujące inicjatywy:

1. Pożyczka dla *American International Group* (AIG), firmy ubezpieczeniowej, w wysokości 85 mld USD w zamian za przejęcie przez rząd 79,9 procent udziałów w spółce.
2. Zwiększenie limitu kwot dostępnych w programach wspomagania płynności banków oraz zgoda na przyjmowanie w zastaw pod te kwoty również akcji.
3. Specjalne instrumenty wprowadzone przez FED w okresie kryzysu i obowiązujące na okres przejściowy, w tym m.in.:
 - *Asset-Backed Commercial Paper Money Market Mutual Fund Liquidity Facility* (AMLF) – instrument dla wszystkich amerykańskich instytucji depozytowych, holdingów bankowych oraz amerykańskich oddziałów banków i agencji banków zagranicznych, przeznaczony na finansowanie nabywania wysokiej jakości papierów wartościowych firm zabezpieczonych aktywami (*Asset-Backed Commercial Paper* – ABCP) od funduszy *Money Market Mutual Fund* (MMMF).
 - *Commercial Paper Funding Facility* (CPFF) – program mający zwiększyć dostępność kredytu dla firm i gospodarstw domowych. Za pomocą tego instrumentu *Federal Reserve Bank of New York* będzie finansował nabywanie za pomocą spółki celowej (*Special Purpose Vehicle*, SPV) 3-miesięcznych papierów komercyjnych o wysokim ratingu denominowanych w USD. Papiery mogą być niezabezpieczone oraz zabezpieczone aktywami (ABCP), a ich emitentem może być firma amerykańska lub amerykański oddział firmy zagranicznej. Program

¹ *Dictum Bagehota* to zasada sformułowana w 1873 w książce „Lombard Street, a description of the money market” i mówiła, że obowiązkiem banku centralnego jest pożyczać pieniądze bankom w dowolnej ilości, za odpowiednim oprocentowaniem i zabezpieczeniem. Dyskusję na temat stosowania lub nie przez banki centralne tego *Dictum* prezentuje John H. Wood w pracy „Bagehot’s Lender of Last Resort. A Hollow Hallowed Tradition” z 2003 r.

obowiązuje do 30 października 2009 r. (pierwotny termin – do 30 kwietnia 2009 r.).

- *Money Market Investor Funding Facility* (MMIFF) – środki przeznaczone na nabywanie denominowanych w USD certyfikatów depozytowych, dłużnych papierów bankowych (bank notes) oraz komercyjnych papierów wartościowych emitowanych przez firmy z wysokim ratingiem z okresem zapadalności 7–90 dni. Program skierowany do *Money Market Mutual Funds* oraz innych wybranych funduszy działających na rynku pieniężnym, takich jak: fundusze należące do amerykańskich banków albo przez nie zarządzane, fundusze emerytalne, ubezpieczeniowe, fundusze powiernicze oraz jednostki samorządowe. Wartość programu to 600 mld USD.
 - *Term Asset-Backed Securities Loan Facility* (TALF) – program kredytowy w wysokości 200 mld USD dla posiadaczy ABS o wysokim ratingu zabezpieczonych nowymi pożyczkami konsumpcyjnymi oraz pożyczkami dla małych firm. Okres zapadalności pożyczek w ramach programu – 3 lata. Program zostanie zasilony przez skarb państwa kwotą 20 mld USD w ramach *Troubled Assets Relief Program* (TARP).
4. FED zawarł też umowy swapowe (tj. transakcje sprzedaży – z obowiązkiem odkupu po pewnym czasie – dolarów USA) z bankami centralnymi następujących krajów: Australia, Brazylia, Dania, Japonia, Kanada, Korea Płd., Meksyk, Norwegia, Nowa Zelandia, Singapur, Szwajcaria, Szwecja, Wielka Brytania oraz z EBC. Pozwalało to zasilać rynki finansowe w tych krajach w środki denominowane w USD.

Jednocześnie FED obniżał stopy procentowe z poziomu ok. 6% w połowie 2007 r. do poziomu 0,25% w połowie 2009 r. Jednak kiedy pomimo tych zabiegów gospodarka amerykańska nadal zwalniała, w marcu 2009 r. FED ogłosił także, że:

- skupi rządowe obligacje na kwotę 300 mld USD w ciągu kolejnych 6 m-cy,
- zwiększy pulę na zakup papierów zabezpieczonych hipoteką gwarantowanych przez agencje rządowe do wysokości 1,25 bln USD,
- zwiększy pulę na zakup papierów dłużnych przedsiębiorstw sponsorowanych przez rząd do 200 mld USD.

Bank Anglii – historycznie wierny dictum Bagehota – również przygotował i wdrożył odpowiedni pakiet działań wspierających płynność na rynku brytyjskim. Obejmował on m.in.:

1. Program zapewnienia dodatkowej płynności (*Special Liquidity Scheme*) – zapewnienie bankom płynności przez umożliwienie im zamiany wysokiej jakości niepłynnych aktywów na bony skarbowe. Program uruchomiony został w kwietniu 2008 r. pierwotnie przewidziany na 6 miesięcy, przedłu-

żony we wrześniu 2008 r. do 30 stycznia 2009 r. i rozszerzony do 200 mld GBP (IV 2008 r.). Wartość programu (zakładana pierwotnie na min. 50 mld GBP) wyniosła ostatecznie 185 mld GBP. Z tej formy pomocy skorzystały 32 instytucje. Nominalna wartość przyjętych aktywów wyniosła ok. 287 mld GBP. Zgodnie z wyceną BoE na dzień 30 stycznia 2009 r. Warte były one 242 mld GBP. Większość przyjętych aktywów to papiery wartościowe zabezpieczone hipoteką: *Residential Mortgage-Backed Securities* lub *residential mortgage covered bonds* (hipoteczne listy zastawne).

2. Drugi kompleksowy pakiet interwencyjny dla wsparcia sektora bankowego (styczeń 2009 r.):

- Rozszerzenie okna dyskontowego (od stycznia 2009 r.)

Okres zapadalności rozszerzono z 30 dni do 1 roku dla zapewnienia bankom płynności długookresowej. Rozszerzone okno dyskontowe dostępne jest dla banków i kas mieszkaniowych za dodatkową opłatą, a lista zabezpieczeń jest szersza niż obowiązująca w programie gwarancji kredytowych.

- *Asset Purchase Facility* (od stycznia 2009 r.) – instrument utworzony dla poprawy dostępności do kredytu dla firm przez zwiększenie płynności niektórych instrumentów. Utworzony zostanie w tym celu Fundusz wyposażony w środki w wys. 50 mld GBP. Bank Anglii będzie skupował wysokiej jakości wierzytelności sektora prywatnego (klasa inwestycyjna), w tym papiery komercyjne, obligacje korporacyjne, papiery uczestniczące w *Credit Guarantee Scheme* oraz ograniczony zakres wierzytelności zabezpieczonych papierami wartościowymi utworzonymi w ramach sekurytyzacji.

Fundusz APF (*Asset Purchase Facility*) zwiększono do 150 mld GBP, z czego 50 mld GBP ma być wykorzystane na nabycie aktywów sektora prywatnego (marzec 2009 r.).

3. *Asset Purchase Programme* (od marca 2009 r.) – jest to działanie w ramach polityki poluzowania ilościowego (ang. *quantitative easing*) realizowane w drodze emisji pieniądza rezerwowego banku centralnego. Środki w kwocie 75 mld GBP przeznaczone na:

- zakup aktywów sektora prywatnego w ramach APF oraz
- zakup przez spółkę BoE na rynku wtórnym obligacji skarbowych, o terminie zapadalności min. 5 lat – max. 25 lat.

W strefie euro Europejski Bank Centralny znalazł się z jednej strony wobec oczekiwań części krajów Unii, że zastosuje podobną jak FED i Bank Anglii politykę, a z drugiej strony znane było stanowisko Niemiec – wyrażane przez ówczesnego Prezesa Bundesbanku – że polityka „poluzowania ilości-

wego” prowadzić będzie do wzrostu inflacji, co jest niezgodne z podstawowym celem działania EBC².

W związku z powyższym EBC stosował w latach 2008–2009 następujące działania:

- Podstawowe operacje refinansujące o terminie zapadalności 7 dni,
- Dostrajające operacje otwartego rynku, przeprowadzane na koniec okresu utrzymywania rezerwy obowiązkowej,
- Dostrajające operacje otwartego rynku typu swap walutowy na parach walut EUR/USD i EUR/CHF,
- Specjalne operacje refinansujące (special term refinancing operations), o terminie zapadalności równym długości okresu utrzymywania rezerwy obowiązkowej,
- Dłuższe operacje refinansujące (3- i 6-miesięczne) – regularne (przeprowadzane raz w miesiącu) oraz dodatkowo operacje depozytowo-kredytowe.

EBC wykorzystuje obecnie szeroki zakres aktywów zabezpieczających, jednolity dla wszystkich rodzajów operacji refinansujących. W listopadzie 2008 r. EBC poszerzył tę listę o obligacje wydane przez europejskich emitentów denominowane w USD, GBP i JPY. Rozszerzenie obowiązywało do końca 2009 r. Akceptowane są obligacje o ratingu do „BBB-”, z wyjątkiem ABS (*asset-backed securities*), które muszą mieć rating co najmniej „A”.

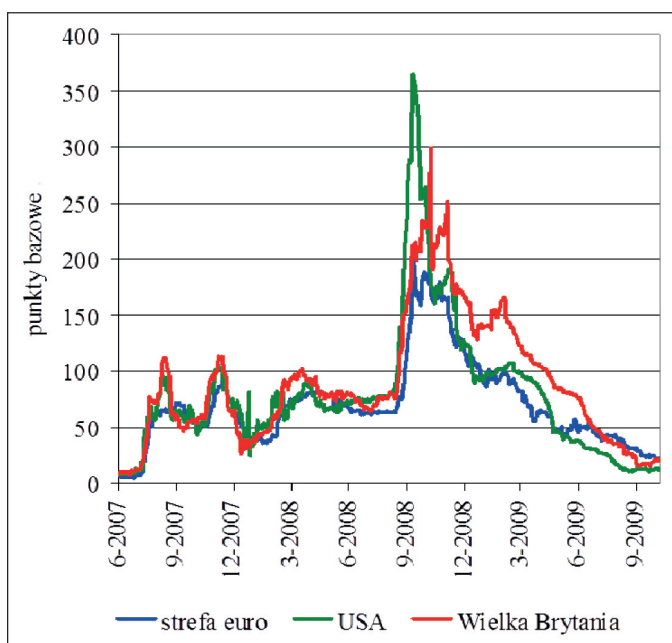
Działania banków centralnych uspokoiły przejściowo sytuację na rynkach pieniężnych na świecie. Premia za ryzyko – tj. cena 5-letniego kontraktu ubezpieczającego obligacje skarbowe danego kraju na wypadek ryzyka upadłości (CDS) – powróciła w II półroczu 2009 do poziomu sprzed kryzysu. Ilustruje to wykres 1.

Obok działań banków centralnych rząd amerykański i rządy krajów strefy euro, pomne doświadczeń o reakcjach rynków finansowych na upadek Lehman Brothers, zaczęły proces dokapitalizowywania banków systemowo ważnych, które w wyniku utraty wartości swoich aktywów hipotecznych wymagały zwiększenia funduszy własnych.

Największe wydatki poniósł rząd USA. Szacuje się³, że była to kwota ok. 8,1 bln USD, w ramach której pomoc uzyskały m.in. AIG: 153 mld USD, Citigroup: 249 mld USD, Fannie Mae i Freddie Mac: 200 mld USD, JPMorgan Chase: 29 mld USD. Amerykański FDIC udzielił gwarancji – w kwocie ok. 1,8 mld USD na depozyty w bankach.

² Polityka „poluzowywania ilościowego” (quantitative easing) była przez FED kontynuowana w 2010 r kiedy okazało się, że QE1 z lat 2008–2009 nie było wystarczająco silnym stymulatorem dla gospodarki amerykańskiej. W proteście przeciwko podobnym działaniom podejmowanym przez EBC prof. A. Weber – prezes Bundesbanku – podał się w kwietniu 2011 do dymisji.

³ Por. A. Jurowski, P. Zegadło, *Globalny kryzys finansowy – geneza i przebieg*. NBP, 2009.



Wykres. 1. Premie za ryzyko na rynkach międzybankowych

Źródło: Wycena CDS dla poszczególnych krajów. Dane NBP.

Rząd brytyjski wsparł pomocą publiczną takie banki jak Royal Bank of Scotland, Lloyds TSB czy Northern Rock jednak mimo tej pomocy nie uchroniło to banku przed upadłością.

Rząd niemiecki wsparł krajowy system bankowy dokapitalizowując m.in. *Bayerische Landesbank* – 25 mld euro, *Commerzbank* – 18,2 mld euro, *Hypo Real Estate* – 50 mld euro, *IKB Deutsche Industriebank* – 1,5 mld euro (A. Jurowski, P. Zegadło 2009).

3. Kryzys zadłużenia w Eurolandzie – lata 2009–2011. Rola EBC w przewyciężaniu tego kryzysu

Konsekwencją opisanych wyżej działań było rosnące zadłużenie sektora rządowego w USA i krajów strefy euro. W przypadku Europy inwestorzy przestali postrzegać strefę euro jako jeden organizm gospodarczy i zaczęli różnicować swoje oceny w odniesieniu do poszczególnych krajów. Na to nałożył się brak działań rządów większości strefy euro w zakresie ograniczania nadmiernych deficytów fiskalnych. W latach 2008–2011 praktycznie wszystkie kraje UE objęte były „procedurą nadmiernego deficytu” (tab. 1) nałożoną na nie przez Komisję Europejską z uwagi na deficyty przekraczające poziom 3% PKB.

Tabela 1. Deficyt i dług publiczny w stosunku do PKB

Państwa		2008	2009	2010	2011
		Realizacja %PKB			
Belgia	nadwyżka/deficyt	-1,3	-5,9	-4,1	-3,5
	dług publiczny	89,6	96,2	96,7	94,6
Czechy	nadwyżka/deficyt	-2,7	-5,8	-4,7	-3,8
	dług publiczny	30,0	35,4	38,5	41,1
Estonia	nadwyżka/deficyt	-2,3	-2,1	0,2	-0,1
	dług publiczny	4,6	7,2	6,6	6,0
Francja	nadwyżka/deficyt	-3,3	-7,6	-7,1	-5,9
	dług publiczny	68,2	79,0	82,3	86,8
Grecja	nadwyżka/deficyt	-9,8	-15,5	-10,4	-8,0
	dług publiczny	110,7	127,1	142,8	165,6
Hiszpania	nadwyżka/deficyt	-4,1	-11,1	-9,2	-6,1
	dług publiczny	39,8	53,3	60,1	67,4
Holandia	nadwyżka/deficyt	0,4	-5,5	-5,3	-3,8
	dług publiczny	58,2	60,8	63,7	65,5
Irlandia	nadwyżka/deficyt	-7,3	-14,2	-32,0	-10,3
	dług publiczny	44,4	65,2	94,9	109,3
Niemcy	nadwyżka/deficyt	0,1	-3,1	-3,3	-1,7
	dług publiczny	66,4	74,1	84,0	82,6
Polska	nadwyżka/deficyt	-3,7	-7,3	-7,9	-5,5
	dług publiczny	47,1	50,9	55,0	56,0
Portugalia	nadwyżka/deficyt	-3,5	-10,1	-9,1	-5,9
	dług publiczny	71,6	83,0	92,9	106,0
USA	nadwyżka/deficyt	-6,5	-12,8	-10,3	-9,6
	dług publiczny	71,6	85,2	94,4	100,0
Węgry	nadwyżka/deficyt	-3,6	-4,5	-4,3	2,0
	dług publiczny	72,3	78,4	80,2	76,1
Wielka Brytania	nadwyżka/deficyt	-4,9	-10,3	-10,2	-8,5
	dług publiczny	52,0	68,3	75,5	80,8
Włochy	nadwyżka/deficyt	-2,7	-5,3	-4,5	-4,0
	dług publiczny	106,3	116,1	119,0	121,1

Źródło: Międzynarodowy Fundusz Walutowy; metodologia: Government Finance Statistics Manual 2001 r.

Jeszcze na początku 2009 r. spread między rentownościami obligacji greckich i irlandzkich, a niemieckimi bundami wynosił ok. 300bp. Kiedy jednak w październiku 2009 r. nowo wybrany rząd Grecji ogłosił, że deficyt budżetowy na koniec roku wyniesie ok. 12% PKB zamiast spodziewanego 3,7% PKB, rentowności greckich obligacji przekroczyły poziom 7%, co z jednej strony zmusiło grecki rząd w marcu 2010 r. do wystąpienia o pomoc do UE i jednocześnie skłoniło EBC do ogłoszenia programu zakupu obligacji skarbowych niektórych krajów strefy euro. Podobne problemy budżetowe pojawiły się wkrótce (tj. na jesieni 2010 r.) w Portugalii i Irlandii. W czerwcu 2011 r. liderzy UE uzgodnili Drugi Pakiet Pomocowy dla Grecji zawierający m.in. propozycję „dobrowolnego” zmniejszenia o 21% długu greckiego będącego w posiadaniu banków komercyjnych. Propozycja ta zwiększyła jeszcze bardziej obawy banków komercyjnych o wiarygodność kredytową już nie tylko Grecji, ale innych zadłużonych krajów Eurolandu. Banki komercyjne obawiając się, że rządy strefy euro będą – w podobny sposób jak w przypadku Grecji – chciały przerzucić koszty restrukturyzacji długów tych krajów na banki komercyjne, ograniczyły znacząco zakupy tych papierów. Aby przeciwdziałać gwałtownemu wzrostowi rentowności tych papierów, EBC kolejny raz rozpoczął masowe zakupy obligacji włoskich i hiszpańskich. Na jesieni 2011 r. po dokonaniu kolejnego przeglądu gospodarki greckiej liderzy UE uznali, że potrzebna jest większa niż 21% redukcja długu Grecji i ustalili, że banki komercyjne zgodzą się „dobrowolnie” na 50% redukcję tego długu. Włoski premier S. Berlusconi za cenę swojego ustąpienia ze stanowiska premiera przeforsował we włoskim parlamencie uchwalenie programu ostrych cięć budżetowych.

4. Eksplozja pieniądza banku centralnego

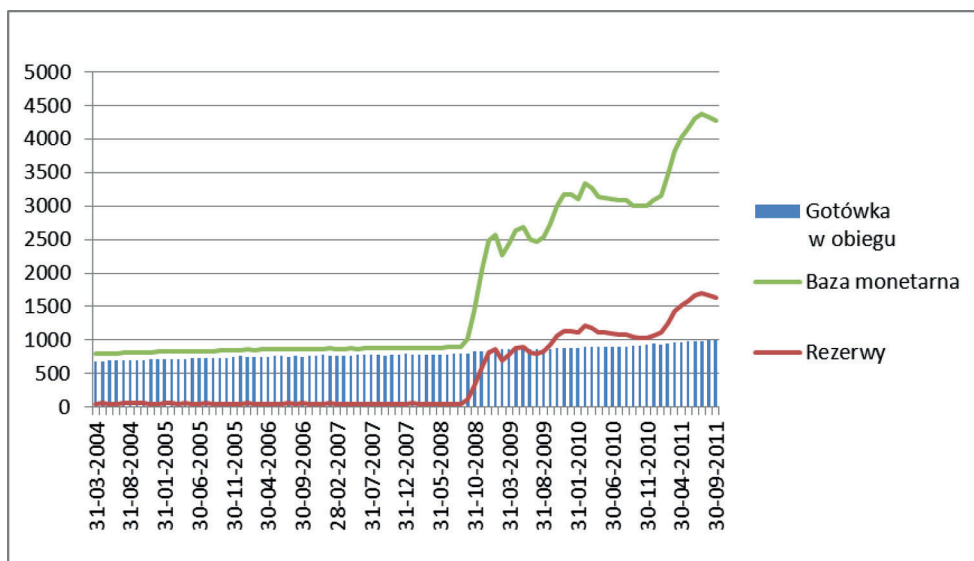
Skutkiem powyższych działań nastąpiła w stosunkowo krótkim czasie eksplozja bazy monetarnej w FED, EBC i Banku Anglii. W okresie od września 2008 r. do maja 2009 r. bilans FED zwiększył się z 900 mld USD do ponad 2 bln USD (rys. 2). Znacząco zwiększyła się też baza monetarna EBC z ok. 1,4 bln euro do 1,8 bln euro (rys. 3).

Gotówka była zawsze dominującym komponentem pieniądza rezerwowego banku centralnego. Drugim elementem tego agregatu pieniężnego są rezerwy płynne banków, tj. środki na rachunkach bieżących służące dokonywaniu bieżących rozliczeń klientów i rozliczeń własnych banków. Te banki centralne, które wykorzystywały instrument polityki pieniężnej w postaci rezerwy obowiązkowej, wymagały od banków komercyjnych utrzymywania odpowiedniego minimalnego poziomu środków na rachunkach bieżących, tj. rezerwy obowiązkowej. Ponieważ oprocentowanie środków na rachunku

rezerwy obowiązkowej było zbliżone do stopy podstawowej banku centralnego – były to zatem środki tzw. risk free – stąd banki komercyjne starały się minimalizować ich stan, chcąc uzyskać ze swoich wolnych środków wyższą stopę zwrotu niż stopa wolna od ryzyka.

Kryzys zaufania do systemu bankowego na świecie w latach 2008–2009 zmienił to podejście. O ile do roku 2007 departamenty odpowiedzialne w bankach komercyjnych za ryzyko finansowe były potrzebne bardziej do argumentowania, że ryzyko podejmowane przy dalszych zakupach kredytów hipotecznych było uzasadnione, to upadek banku *Lehman Brothers* całkowicie zmienił to podejście⁴. Dlatego ich reakcja na politykę „ilościowego poluzowania” była niewspółmierna do oczekiwań banków centralnych.

Banki centralne oczekiwały, że banki komercyjne – starając się minimalizować swoje płynne środki w banku centralnym – będą inwestować dostarczone „wolne środki” z banku centralnego w nową akcję kredytową.



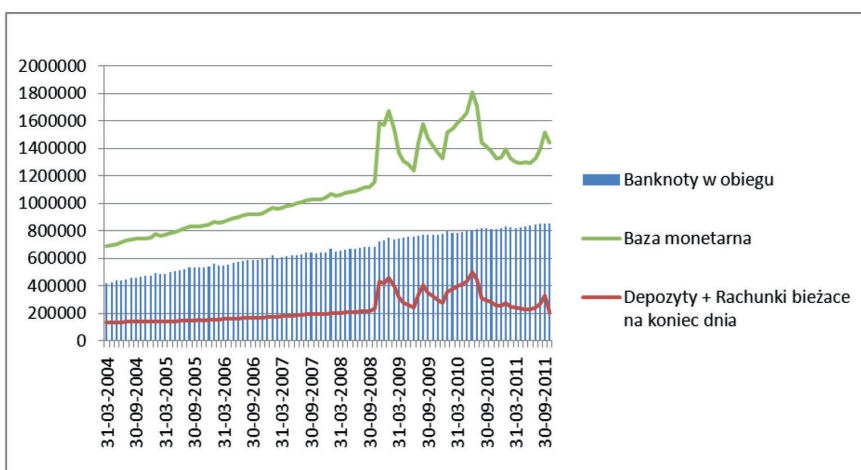
Wykres 2. Beza monetarna – USA (w mld USD)

Źródło: obliczenia własne na podstawie danych Fed.

⁴ Jak bardzo instrumentalnie zarządy banków komercyjnych traktowały pionierzy odpowiedzialni za ryzyko finansowe, ilustruje „spowiedź” managera jednego z międzynarodowych banków komercyjnych w 2008 r., który opisuje przypadki, że w materiałach dotyczących projektów biznesowych przedkładanych zarządowi banku zagadnienia związane z ryzykiem finansowym stanowiły zaledwie małą część całej prezentacji i zazwyczaj kończyły się konkluzją, że ryzyka finansowe są mitygowane. Por. „Confessions of the risk manager” – Economist 9.08 2008 r.

Tymczasem banki komercyjne zaczęły wykazywać bardzo dużą awersję do ryzyka. Ograniczały zakupy papierów komercyjnych i kredytów, inwestując swoje płynne aktywa albo w obligacje rządowe krajów o największej wiarygodności, albo w operacje otwartego rynku – jako lokaty w bankach centralnych. Te ostatnie zwiększały bazę monetarną.

W strefie euro baza monetarna zwiększała się w omawianym okresie wolniej niż w USA z uwagi na rozbieżność poglądów między poszczególnymi krajami co do wpływu polityki „ilościowego poluzowania” na ilość pieniądza w całej gospodarce i związane z tym oczekiwania inflacyjne.



Wykres 3. Baza monetarna – Strefa Euro (w mln EUR)

Źródło: obliczenia własne na podstawie danych EBC.

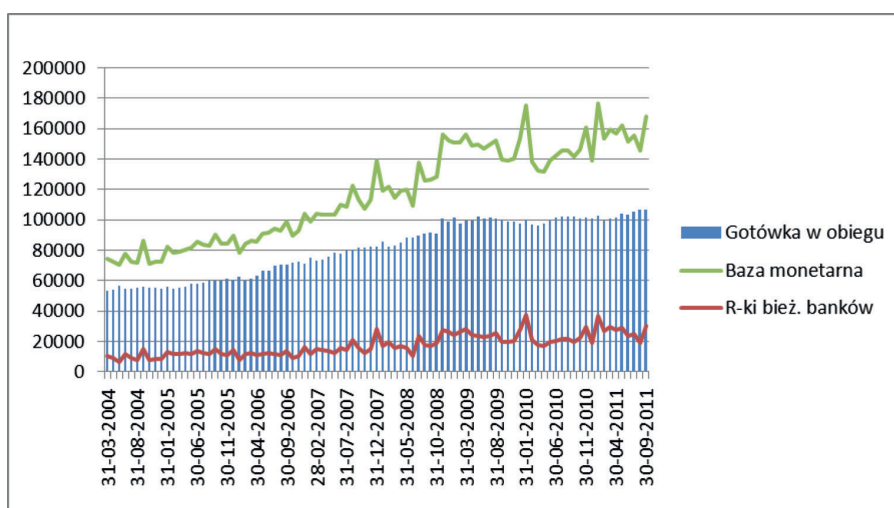
W polityce pieniężnej FED widać wyraźnie, że ten bank centralny jest zdeterminowany do kontynuowania polityki poluzowania ilościowego tak długo, jak to jest konieczne dla pobudzenia wzrostu gospodarczego i stabilizowania sytuacji w systemie bankowym. Na wykresie ilustrującym przyrosty bazy monetarnej FED wyraźnie widoczne jest, że w okresie od września 2008 r. do połowy 2009 r. nastąpił ponaddwukrotny wzrost pieniądza rezerwowego. Kolejna fala poluzowania ilościowego (QE2) ma miejsce od końca 2010 roku.

Gwałtowne – ale dwukierunkowe – zmiany w bazie monetarnej EBC świadczą o tym, że EBC próbuje osiągać zbyt wiele celów na raz. Z jednej strony utrzymująca się wysoka – powyżej celu EBC – inflacja powinna skłaniać ten bank do ograniczania ilości pieniądza w gospodarce. Z drugiej zaś strony kryzys zadłużeniowy w krajach strefy euro spowodował, że EBC rozpoczął w 2011 roku zakupy na rynku wtórnym papierów skarbowych Grecji, Włoch,

Hiszpanii czy Portugalii (krajów z grupy PIIGS). Miało to zapobiegać rosnącym rentownościom obligacji skarbowych tych krajów. Brak efektów z zakresie zmniejszania deficytów budżetowych skutkowało wzrostem ryzyka niewypłacalności tych krajów i – mimo działań EBC – rosnącymi rentownościami ich papierów wartościowych.

5. Działania NBP w czasie kryzysu

W Polsce skutki światowego kryzysu bankowego były znacznie mniej odczuwalne niż w strefie euro. Dlatego poluzowanie w polityce pieniężnej NBP nie wystąpiło w takiej skali jak w USA czy strefie euro. Dla zapewnienia jednak odpowiedniego stopnia płynności w systemie bankowym NBP przygotował i wdrożył w październiku 2008 r. „Pakiet zaufania”, tj. zestaw instrumentów finansowych zwiększających nie tylko płynność złotową, ale też – poprzez operacje swapowe – płynność walutową (USD, EUR i CHF). Wprowadzenie operacji swapowych spowodowane było obawami banku centralnego o płynność walutową banków działających w Polsce. Bowiem gross kredytów mieszkaniowych udzielanych przed 2008 r. denominowanych było w CHF lub EUR. Jednak o ile operacje NBP zasilające banki w płynność złotową przeprowadzane były w dużych ilościach, bo część banków komercyjnych wołała nadwyżkowe środki lokować jako 1-dniowe depozyty w banku centralnym, to transakcje swapowe przeprowadzone zostały tylko w ograniczonym zakresie.



Wykres 4. Baza monetarna – Polska (w mln PLN)

Źródło: obliczenia własne na podstawie danych NBP.

6. Konkluzje

W obliczu kryzysu bankowego główne banki centralne świata starały się prowadzić aktywną politykę pieniężną, która poprzez dostarczanie płynnych zasobów bankom komercyjnym pozwalała przetrwać temu systemowi okres finansowych turbulencji. Jednak skala tej aktywności była wyraźnie inna w polityce pieniężnej FED i EBC. Amerykański bank centralny i Bank Anglii od początku kryzysu stawiają to zadanie na pierwszym miejscu, nawet jeżeli „drukowanie pieniądza” skutkować będzie przejściowo wyższą inflacją. Europejski Bank Centralny, będąc pod naciskiem Niemiec, prowadził mniej aktywną politykę w tym zakresie. Szczególne kontrowersje w gronie krajów UE wzbudzał zakup obligacji skarbowych krajów PIIGS przez EBC. Dlatego dopiero pod koniec 2011 r. EBC zwiększył skalę zakupów tych papierów. Ponieważ skala opóźnień w mechanizmach transmisji impulsów polityki pieniężnej na procesy gospodarcze wynosi ok. 2 lat, to można oczekiwać, że dopiero pod koniec tego roku lub w roku przyszłym ujawnią się efekty tych działań.

Bibliografia

1. Jurowski A., Zegadło P., *Globalny kryzys finansowy – geneza i przebieg*, NBP, 2009.
2. Ward V., *Gracze*, Wyd. Kurhaus, 2010.
3. Wood John H., *Bagehot's Lender of Last Resort. a Hollow Hallowed Tradition*, London 2003.
4. *Confessions of the risk manager*, Economist, 9.08 2008 r.
5. Informacje serwisów Bloomberg i Reuters.
6. Dane statystyczne: MFW, FED, EBC i NBP.

The activities of central banks in an era of financial turbulence

Summary

Author focuses on the action of the most important Central Banks in the world facing the financial crises, which started with the bankruptcy of the US investment bank Lehman Brothers. European, British and American banks lowered the rate of interest and started the policy of easy money. These activities stabilized the situation on the money markets and prevented the risk of lack of flows. The scale of the intervention differed. FED and Bank of England were the most generous. ECB tried to find compromise between assisting the commercial banks and assisting Greece. Polish National Bank also acted but focused on prevention measures as in Poland there was enough liquidity in the recent years. Only in 2013 the results of the activity will be able to assess.