

Joanna Działo*

**DZIAŁANIA STABILIZACYJNE
BANKÓW CENTRALNYCH
W OKRESIE KRYZYSÓW EKONOMICZNYCH:
ANALIZA PORÓWNAWCZA
POLITYKI MONETARNEJ
EUROPEJSKIEGO BANKU CENTRALNEGO
I SYSTEMU REZERWY FEDERALNEJ USA**

DOI: 10.26399/meip.4(75).2022.20/j.dzialo

1. WSTĘP

Banki centralne we współczesnej gospodarce są istotnym czynnikiem sukcesu gospodarczego krajów. Nowoczesne funkcje banków centralnych obejmują organizację systemu płatniczego i nadzór nad sektorem bankowym, emisję pieniądza i prowadzenie polityki pieniężnej oraz zarządzanie zadłużeniem państwa. Kluczowa rola banków centralnych w gospodarce opiera się na ich przywileju emisji pieniądza i kształtowania polityki monetarnej, która oddziałuje na stopę inflacji, aktywność gospodarczą i bezrobocie. Biorąc powyższe pod uwagę, oczywiste jest, że działania banków centralnych są szczególnie istotne w okresie kryzysów (szoków) gospodarczych.

Celem opracowania jest analiza i ocena działań stabilizacyjnych prowadzonych przez dwa najpotężniejsze banki centralne na świecie: System Rezerwy Federalnej Stanów Zjednoczonych (FED) i Europejski Bank Centralny (EBC) w odpowiedzi na dwa największe kryzysy gospodarcze ostatnich lat.

* Joanna Działo – dr hab., Uczelnia Łazarskiego, e-mail: joanna.dzialo@lazarski.pl, ORCID: 0000-0001-8132-8101.

Podjęta zostanie dyskusja na temat skuteczności polityki monetarnej prowadzonej przez FED i EBC podczas kryzysu finansowego lat 2007–2008 oraz kryzysu gospodarczego wywołanego przez pandemię COVID-19. Wskazane i ocenione zostaną również różnice między działaniami omawianych banków centralnych w czasie obydwu kryzysów.

2. INSTRUMENTY POLITYKI MONETARNEJ BANKU CENTRALNEGO

Każde państwo dysponuje dwoma podstawowymi rodzajami polityki ekonomicznej: polityką fiskalną i polityką monetarną, a poglądy ekonomistów na rolę każdej z nich podlegały ewolucji na skutek zaistnienia różnych zjawisk ekonomicznych i powstawania nowych teorii ekonomicznych. Np. według J.M. Keynesa i jego zwolenników, w okresie kryzysu gospodarczego polityka fiskalna jest bardziej efektywna niż polityka monetarna. Wynika to z faktu, że polityka pieniężna jest instrumentem pośrednim (wpływa na zagregowany popyt poprzez system finansowy) i dlatego jest mniej efektywna¹. Współcześni ekonomiści są w większości zdania, że interwencja banku centralnego jest z reguły skuteczniejsza niż interwencja rządu. Dzieje się tak, ponieważ ekspansywna polityka fiskalna generuje efekty wypychania i wywołuje deficyt budżetowy. Kiedy rząd zaczyna zwiększać wydatki, aby przeciwdziałać negatywnym skutkom szoku gospodarczego, finansuje je z reguły poprzez deficyt budżetowy. Zwiększenie zadłużenia rządu wywiera presję na wzrost stóp procentowych. W rezultacie, ponieważ kredyt staje się droższy, konsumpcja i inwestycje prywatne spadają (efekt wypychania), co znosi pozytywne skutki ekspansywnej polityki fiskalnej².

Warto jednak zauważyć, że również polityka monetarna, uważana za bardziej efektywną, może napotkać na ograniczenia swojej skuteczności. Limitem takim jest dolna granica nominalnych stóp procentowych³. Gdy nominalne stopy procentowe zbliżają się do zera, bank centralny nie może za ich pomocą zapewnić bodźca do zwiększania zagregowanego popytu i produkcji. Sytuacja ta nazywana jest pułapką płynności. Oznacza ona, że konwencjonalne instrumenty banku centralnego stają się nieefektywne i nie można ich wykorzystać do prowadzenia polityki stabilizacyjnej. Mimo to, nawet po osiągnięciu

¹ R.H. Frank, B.S. Bernanke, *Principles of Macroeconomics*, 3rd edition, McGraw-Hill, 2007, s. 135.

² T. Cargill, *The Financial System, Financial Regulation and Central Bank Policy*, Cambridge University Press, 2017, s. 325.

³ O. Blanchard, *Macroeconomics*, 7th edition, Pearson, 2017, s. 135.

zerowego poziomu stóp procentowych, bank centralny dysponuje pewnymi niekonwencjonalnymi instrumentami, które mogą być wykorzystywane do stymulowania gospodarki. Obejmują one na przykład luzowanie ilościowe czy ujemne nominalne stopy procentowe⁴.

Konwencjonalne instrumenty polityki pieniężnej

Instrumenty polityki pieniężnej używane przez bank centralny do kontrolowania podaży pieniądza i stóp procentowych w normalnych czasach (poza kryzysem) nazywane są konwencjonalnymi. Obecnie w użyciu są cztery takie instrumenty:

- stopa dyskontowa,
- stopa rezerw obowiązkowych,
- operacje otwartego rynku,
- interwencje na rynku walutowym⁵.

Polityka dyskontowa prowadzona przez bank centralny pozwala bankom komercyjnym na krótkoterminowe pożyczanie pieniędzy od banku centralnego w celu zaspokojenia przejściowych niedoborów płynności. Bank centralny ustala wysokość stopy dyskontowej, rodzaj zabezpieczenia i okres zapadalności kredytu, wpływając w ten sposób na stopę procentową dostępną dla zwykłych konsumentów (przedsiębiorstw, gospodarstw domowych)⁶. Na przykład, jeśli bank centralny zamierza prowadzić restrykcyjną politykę monetarną, może podnieść stopę dyskontową lub zacząć wymagać stosowania papierów wartościowych o wyższym ratingu kredytowym jako zabezpieczenia zaciąganych pożyczek. W rezultacie koszty pożyczek/kredytów dla banków komercyjnych rosną i muszą one zareagować rosnącym oprocentowaniem kredytów dla konsumentów, co zmniejszy podaż pieniądza i doprowadzi do spowolnienia w gospodarce. Warto zauważyć, że zazwyczaj stopa dyskontowa jest celowo ustalana na poziomie przewyższającym stopy międzybankowe. W rezultacie banki komercyjne najczęściej pożyczają od siebie nawzajem i stale monitorują wzajemne ryzyko kredytowe. Pożyczka z banku centralnego pozostaje wtedy opcją awaryjną.

Bank centralny może także prowadzić politykę monetarną poprzez zmiany w zakresie rezerw obowiązkowych dla banków komercyjnych. Rezerwy te

⁴ L. Smaghi, *Conventional and unconventional monetary policy*, European Central Bank Articles, 2009, <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2009/html/sp090428.en.html> (dostęp: 17.09.2022).

⁵ F. Mishkin, *Money, banking, and financial markets*, Columbia University, 2019, s. 423.

⁶ N. Herger, *Understanding Central Banks*, Springer Nature Switzerland AG, 2019, s. 74.

są zwykle lokowane w banku centralnym na niskooprocentowanym rachunku. Kiedy bank centralny podnosi stopę rezerw obowiązkowych, banki komercyjne muszą więcej środków przeznaczyć na rezerwy i tym samym mają mniej pieniędzy na akcję kredytową. W rezultacie podaż pieniądza spada, co powoduje wzrost stóp procentowych. Zmiana stopy rezerw obowiązkowych jest potencjalnie ważnym narzędziem wpływającym na mnożnik pieniądza i ogólną stabilność systemu finansowego, ma jednak charakter długookresowy. Wynika to z faktu, że system rezerw obowiązkowych jest systemem opóźnionym i uśrednionym. Ilość pieniędzy, jaką banki komercyjne muszą przechowywać w banku centralnym, obliczana jest z opóźnieniem⁷. Częste zmiany rezerw obowiązkowych są więc trudne do wdrożenia, w konsekwencji czego zmiany te zdarzają się rzadko i nie są wykorzystywane do reagowania na krótkookresowe wahania koniunktury⁸.

Ważnym instrumentem oddziaływania banku centralnego na podaż pieniądza i stopy procentowe są operacje otwartego rynku. W razie potrzeby bank centralny może kupować lub sprzedawać szeroką gamę aktywów finansowych będących przedmiotem obrotu na giełdach papierów wartościowych⁹. Np. zakupy na otwartym rynku zwiększają podaż pieniądza i obniżają stopy procentowe (bank centralny płaci za zakupione papiery wartościowe gotówką, zwiększając jej ilość w obiegu). Sprzedaż na otwartym rynku zmniejsza podaż pieniądza i powoduje wzrost stóp procentowych. I chociaż interwencje otwartego rynku wpływają na bazę monetarną podobnie jak polityka stóp dyskontowych, istnieją znaczne różnice między tymi dwoma instrumentami. Jeśli bank centralny chce zwiększyć podaż pieniądza za pomocą stopy dyskontowej, musi poczekać na popyt na kredyty ze strony banków komercyjnych. Natomiast wykorzystując operacje otwartego rynku, interwencję w gospodarce można przeprowadzić w dowolnym czasie i wielkości. Ponadto, ponieważ bank centralny kupuje papiery wartościowe na giełdach publicznych, wpływ instrumentu operacji otwartego rynku nie jest ograniczony, w przeciwieństwie do polityki dyskontowej, tylko do sektora bankowego.

Innym konwencjonalnym instrumentem polityki pieniężnej są zakupy na rynku walutowym. Dla przykładu, kiedy bank centralny dokonuje zakupu walut obcych, wprowadza do obiegu więcej własnej waluty, podnosząc tym samym podaż pieniądza i rozluźniając politykę pieniężną. Interwencje walutowe

⁷ Np. w Polsce opóźnienie między okresem naliczania a utrzymywania rezerw obowiązkowych wynosi dwa miesiące.

⁸ T. Cargill, *The Financial System...*, *op. cit.*, s. 284–285.

⁹ A.P. Faure, *Central Banking and Monetary Policy: An Introduction*, Quoin Institute Limited, 2015, s. 38.

pozwalają bankowi centralnemu nie tylko wpływać na bazę monetarną i podaż pieniądza, ale także na siłę krajowej waluty w relacji do innych walut. Na przykład, jeśli kraj ma duży udział eksportu w PKB, zbyt silna waluta byłaby niekorzystna, gdyż ograniczałaby eksport. W takiej sytuacji nieznaczne obniżenie wartości waluty krajowej sprawiłoby, że towary produkowane lokalnie byłyby bardziej atrakcyjne cenowo i dostępne dla zagranicznych nabywców, wspierając tym samym eksport i wzrost PKB w kraju¹⁰.

Niekonwencjonalne instrumenty polityki pieniężnej

Kiedy gospodarka stoi w obliczu silnego kryzysu gospodarczego i recesji, konwencjonalne instrumenty polityki pieniężnej mogą być niewystarczające do osiągnięcia celów banku centralnego. Przede wszystkim dzieje się tak, gdy nominalna stopa procentowa ustalana przez bank centralny osiąga poziom bliski lub równy zero i nie może być dalej obniżana. W takiej sytuacji konwencjonalna polityka monetarna banku centralnego przestaje być skuteczna. Jeżeli więc bank chce kontynuować działania stabilizacyjne w gospodarce, musi sięgnąć po instrumenty niekonwencjonalne. Istnieją trzy główne niekonwencjonalne instrumenty polityki pieniężnej:

- zakupy aktywów finansowych, tzw. luzowanie ilościowe,
- ujemne oprocentowanie depozytów w banku centralnym,
- zarządzanie oczekiwaniami (*forward guidance*)¹¹.

W czasie kryzysu w gospodarce bank centralny może poszerzyć swój wachlarz instrumentów polityki monetarnej, wykorzystując np. luzowanie ilościowe. Są to działania banku centralnego polegające na zakupach na dużą skalę obligacji rządowych, co powoduje wzrost ich cen i spadek rentowności (oprocentowania). Ponieważ obligacje rządowe uważane są powszechnie za bezpieczne i wolne od ryzyka, ich rentowność oddziałuje na rentowność innych aktywów finansowych w gospodarce. Tym samym, spadek oprocentowania obligacji wpływa na spadek wszystkich innych stóp procentowych w gospodarce (np. oprocentowania kredytów dla przedsiębiorstw). Wraz ze spadkiem stóp procentowych kredyty stają się tańsze i wydatki podmiotów gospodarczych rosną, co prowadzi do ożywienia gospodarczego. Podobnie jak wszystkie inne instrumenty polityki pieniężnej, luzowanie ilościowe wpływa na bazę monetarną, ponieważ kupując różne aktywa, bank centralny przekazuje

¹⁰ G. Rule, *Understanding the central bank balance sheet*, Bank of England Handbook, 2015, s. 17.

¹¹ F. Mishkin, *Money, banking...*, *op. cit.*, s. 428.

pieniądze bankom komercyjnym, funduszom emerytalnym i innym podmiotom rynkowym¹².

Bank centralny ustala niekiedy oprocentowanie depozytów banków komercyjnych poniżej zera (nominalna stopa procentowa jest ujemna). Główną ideą tej polityki jest zmuszenie banków komercyjnych do płacenia za depozyty utrzymywane w banku centralnym, a tym samym zniechęcanie ich do lokowania tam pieniędzy i zachęcanie do kredytowania podmiotów gospodarczych. Chociaż ujemne stopy procentowe od nadwyżek depozytów utrzymywanych w banku centralnym są szeroko stosowane w Europie, istnieją poważne obawy co do skuteczności takiej polityki. Ujemne stopy procentowe niekoniecznie wpływają na liczbę kredytów udzielanych przez banki komercyjne, gdyż w czasie silnego kryzysu trudno jest znaleźć wiarygodnych klientów. Zamiast tego banki komercyjne mogą albo nie reagować na ujemne stopy procentowe, albo wycofać depozyty z banku centralnego i przetrzymać je w formie gotówkowej. Oba te scenariusze nadal oznaczają, że pieniądze będące w dyspozycji banków komercyjnych nie zasila gospodarki, a więc nie przyczynią się do jej stabilizacji w okresie kryzysu¹³.

I wreszcie bank centralny może stosować politykę forward guidance, czyli zarządzania oczekiwaniami. Oznacza ono przekazywanie komunikatów przez bank centralny na temat stanu gospodarki i prawdopodobnego przyszłego przebiegu polityki pieniężnej. Ma to na celu poinformowanie opinii publicznej w danym kraju o zamierzonej polityce pieniężnej banku centralnego. Gdy bank centralny ujawni kierunki przyszłej polityki monetarnej, podmioty gospodarcze będą wykorzystywać te informacje przy podejmowaniu decyzji dotyczących wydatków i inwestycji. Jednocześnie forward guidance stanowi obietnicę banku centralnego, że będzie on realizować zapowiedzianą politykę, dopóki nie zostaną spełnione określone warunki. Na przykład podczas Wielkiej Depresji przełomu lat 20. i 30. XX wieku FED zobowiązał się do utrzymania stopy dyskontowej na poziomie od 0 do 0,25% do czasu ożywienia gospodarki i osiągnięcia celu inflacyjnego. Takie „obietnice” pozwalają bankowi centralnemu wpływać na długoterminową stopę procentową, która może różnić się od stopy krótkoterminowej ze względu na oczekiwania podmiotów gospodarczych. Dla przykładu, jeśli bank centralny poinformuje opinię publiczną, że najważniejsze stopy procentowe pozostaną w określonej

¹² P. Morgan, *The Role and Effectiveness of Unconventional Monetary Policy*, AD Bank Institute Tokyo Working Paper 163, 2009, s. 3.

¹³ Y.N. Lee, *Do negative interest rates work? Economists can't agree on how effective the policy is*, CNBC, 2020, <https://www.cnbc.com/2020/06/12/do-negative-interest-rates-work-economists-cant-agree-on-how-effective-the-policy-is.html> (dostęp: 20.09.2022).

przyszłości na niskim poziomie, banki komercyjne są bardziej skłonne oferować długoterminowe kredyty według niskiej stopy procentowej. Banki wiedzą, że w razie potrzeby mogą pożyczyć pieniądze z banku centralnego po zapowiedzianej niskiej stopie. W rezultacie podmioty gospodarcze mogą otrzymać tanie kredyty na finansowanie swoich wydatków, co stymuluje wzrost gospodarczy. Innymi słowy, stosując forward guidance bank centralny buduje zaufanie do prowadzonej polityki monetarnej i w efekcie wywiera presję na obniżkę długoterminowych stóp procentowych¹⁴.

3. DZIAŁANIA STABILIZACYJNE SYSTEMU REZERWY FEDERALNEJ I EUROPEJSKIEGO BANKU CENTRALNEGO W CZASIE KRYZYSU FINANSOWEGO 2007–2008

System Rezerwy Federalnej i Europejski Bank Centralny to obecnie dwa najpotężniejsze banki centralne na świecie. Wpływ danego banku centralnego na światowy system finansowy zależy od siły ekonomicznej kraju (lub grupy krajów) do którego bank należy oraz od siły emitowanej przez niego waluty. I chociaż Stany Zjednoczone i kraje strefy euro Unii Europejskiej nie należą do najludniejszych gospodarek świata, to pod względem wytwarzanego PKB plasują się w czołówce (odpowiednio 25% i 15% światowego PKB). Ponadto, popularność dolara i euro jest znacznie wyższa niż jakiegokolwiek innej waluty na świecie. Około 75% wszystkich transakcji dokonywanych jest w dolarach lub euro, co znacznie wyprzedza ich najbliższych konkurentów: funta szterlinga (7%) i jena (4,5%). Wreszcie, prawie 60% światowych rezerw walutowych jest utrzymywanych w dolarach, 20% w euro, a tylko 6% w jenach i 5% w funtach szterlingach¹⁵.

Jeśli chodzi o instrumenty polityki pieniężnej, to zarówno FED, jak i EBC wykorzystują przede wszystkim zmiany stóp procentowych do wpływania na sytuację gospodarczą. Ponadto, obydwie banki okresowo przeprowadzają operacje otwartego rynku. Różnica w wykorzystaniu tego instrumentu polega na tym, że w czasach niekryzysowych FED przeprowadza interwencje na otwartym rynku z wykorzystaniem amerykańskich obligacji rządowych, podczas gdy EBC korzysta z szerokiego wachlarza różnych aktywów. EBC stara się polegać na bezpiecznych papierach wartościowych, dlatego wybiera obligacje

¹⁴ P. Morgan, *The Role...*, *op. cit.*, s. 4.

¹⁵ World Bank Open Data 2022, <https://databank.worldbank.org/databases> (dostęp: 20.09.2022).

państwowe i korporacyjne emitowane przez kraje UE oraz firmy o wysokim ratingu kredytowym. Zarówno FED, jak i EBC ustalają także minimalne rezerwy obowiązkowe dla banków komercyjnych oraz prowadzą aktywność typu *forward guidance* ogłaszając nowe decyzje dotyczące polityki pieniężnej na regularnych lub nadzwyczajnych posiedzeniach. W normalnych czasach prezesi FED prezentują cztery aktualizacje polityki pieniężnej rocznie, a prezesi EBC przedstawiają dziesięć aktualizacji¹⁶.

W Stanach Zjednoczonych istnieją dwie kluczowe stopy procentowe ustalane przez FED: stopa funduszy federalnych i stopa dyskontowa. Stopa funduszy federalnych odnosi się do banków, które udzielają sobie nawzajem pożyczek krótkoterminowych (z dnia na dzień, *overnight*) bazując na nadwyżkach posiadanych pieniędzy. Oprócz stopy funduszy federalnych FED ustala również stopę dyskontową, według której banki mogą pożyczać pieniądze *overnight* bezpośrednio z banku centralnego. Ponieważ stopa dyskontowa jest zawsze wyższa niż stopa funduszy federalnych, tym samym FED kontroluje maksymalną stopę, po jakiej banki komercyjne pożyczają sobie nawzajem pieniądze. Żaden bank komercyjny nie chce pożyczać od innego według stopy wyższej niż stopa dyskontowa, ponieważ zawsze istnieje możliwość pożyczania pieniędzy bezpośrednio od banku centralnego¹⁷. W państwach strefy euro Unii Europejskiej bank centralny również ustala dwie stopy procentowe: krańcową stopę kredytu i stopą refinansową. W przeciwieństwie do FED, EBC nie ustala stopy międzybankowej dla pożyczek *overnight*, ponieważ zgodnie z opisaną wyżej logiką będzie ona zawsze niższa niż krańcowa stopa kredytu (europejski odpowiednik stopy dyskontowej FED). Stopa refinansowa jest niższa od krańcowej stopy kredytu i oznacza stopę procentową, jaką banki płacą za pożyczanie pieniędzy od EBC na jeden tydzień. Stopy refinansowej nie ma natomiast wśród instrumentów wykorzystywanych przez FED¹⁸. Omówione konwencjonalne instrumenty polityki pieniężnej są aktywnie wykorzystywane zarówno przez FED, jak i przez EBC. Jeśli chodzi o instrumenty niekonwencjonalne, to w normalnych (niekryzysowych) czasach nie były one praktycznie wykorzystywane, choć należy wspomnieć, że EBC używał czasem ujemnych stóp procentowych od nadwyżek depozytów lokowanych w banku centralnym.

¹⁶ M. Agarwal, *Eight Major Functions of the Central Banks, Economics Discussion*, 2021, <https://www.economicdiscussion.net/banks/central-banking/8-major-functions-of-central-bank-discussed/8375> (dostęp: 20.09.2022).

¹⁷ FED, *Effective Federal Funds Rate and Description*, FRED Economic Data 2021, <https://fred.stlouisfed.org/series/FEDFUNDS> (dostęp: 20.09.2022).

¹⁸ *Key ECB Interest Rates*, ECB Explainers, 2020, https://www.ecb.europa.eu/stats/policy_and_exchange_rates/key_ecb_interest_rates/html/index.en.html (dostęp: 25.09.2022).

Celem takiego działania było zachęcenie banków komercyjnych do wykorzystywania tych środków do kredytowania podmiotów gospodarczych.

Polityka monetarna prowadzona przez obydwie banki centralne uległa gwałtownej zmianie w roku 2007, kiedy to w gospodarce USA rozpoczął się kryzys finansowy, wywołany pęknięciem bańki spekulacyjnej na rynku nieruchomości. Na kilka lat przed kryzysem liczba kredytów mieszkaniowych udzielanych w USA osobom o bardzo niskiej wiarygodności kredytowej (kredyty hipoteczne *subprime*) wzrosła do niespotykanych dotąd rozmiarów. Stało się tak, ponieważ banki znalazły nowy sposób finansowania takich kredytów: emisję specjalnych produktów strukturyzowanych (*collateralized debt obligations, CDO*), które były tworzone w procesie sekurytyzacji długu lub dłużnych papierów wartościowych. Pojawienie się CDO na światowym rynku finansowym stworzyło nowe możliwości w zakresie zarządzania ryzykiem kredytowym, gdyż umożliwiły one strukturyzację, podział i sprzedaż tego ryzyka w transzach, a także jego dywersyfikację oraz rozproszenie w skali globalnej. Powszechnie wykorzystywanymi aktywami bazowymi w CDO były wspomniane kredyty *subprime*, a dzięki sprzedaży CDO na amerykański rynek kredytów *subprime* napływało coraz więcej kapitału. Natomiast ryzyko z tego rynku było transferowane pomiędzy różne instytucje finansowe w skali globalnej¹⁹. Po zakupie CDO inwestorzy nabywali prawo do otrzymania gotówki ze spłaty kredytu hipotecznego, a banki uzyskiwały szybkie przychody z prowizji. Aby zachęcić klientów do zaciągania kredytów hipotecznych, banki stworzyły kredyty hipoteczne o zmiennym oprocentowaniu, które przyciągały pożyczkobiorców początkowo niskim oprocentowaniem, które następnie rosło, często znacząco, już po kilku latach. Dlatego początkowo popyt na nieruchomości rósł gwałtownie, powodując znaczący wzrost ich cen. Generalnie, inwestycje w nieruchomości uważane są za bezpieczne, ponieważ jeśli właściciel kredytu hipotecznego przestaje go spłacać, nieruchomość może zostać przejęta przez bank i sprzedana w celu odzyskania pieniędzy. Okazało się jednak, że taka logika nie sprawdziła się w omawianym okresie, ponieważ rosnące raty kredytów hipotecznych wywołały znaczący spadek popytu na nie, co w dużym stopniu ograniczyło popyt na nieruchomości i doprowadziło do gwałtownego spadku ich ceny (pęknięcie bańki spekulacyjnej). Jednocześnie duża część kredytobiorców zaczęła odczuwać problemy ze spłatą kredytów i stawali się oni niewypłacalni. Nawet jeśli decydowali się na sprzedaż nieruchomości, to

¹⁹ *What Really Caused the Great Recession*, Policy Brief, Berkley University of California, <https://irle.berkeley.edu/files/2018/09/IRLE-What-Really-Caused-the-Great-Recession.pdf> (dostęp: 26.09.2022).

ich ceny były już tak niskie, że cena sprzedaży nie wystarczała na pokrycie hipoteki (spłaty kredytu). Masowa skala niespłaconych kredytów *subprime* oraz głęboka recesja na amerykańskim rynku nieruchomości doprowadziły do załamania emisji CDO. Jednocześnie istniejące produkty CDO zaczęły generować bardzo duże straty, co spowodowało falę bankructw wielu banków, czego głośnym przykładem było bankructwo Lehman Brothers i Merrill Lynch²⁰. Z powodu utraty wartości CDO, sięgającej nawet całości nominalu, instrumenty te zaczęto określać mianem toksycznych odpadów i nośników światowego kryzysu finansowego. Kryzys, który rozpoczął się w sektorze finansowym, szybko przekształcił się w kryzys w gospodarce realnej. Pokazał on jednocześnie, jak silne są powiązania między sferą finansową i realną i z jaką łatwością przenoszą się negatywne zjawiska między tymi sferami. Co więcej, kryzys finansowy uświadomił, jak silnie współczesna gospodarka światowa jest uzależniona od kondycji międzynarodowego systemu finansowego.

Skutki kryzysu finansowego dla sfery realnej były dotkliwe i różnorodne. Bardzo szybko dał się zauważyć spadek aktywności gospodarczej. W I kwartale 2009 r. gospodarka światowa pogrążyła się w recesji. W przypadku niektórych państw spadek PKB (liczony rok do roku) w II kwartale 2009 r. sięgnął 6% (Niemcy, Włochy) a nawet 7% (Japonia). Nastąpiło także dramatyczne zmniejszenie obrotów handlowych w skali międzynarodowej: pomiędzy wrześniem 2008 a lutym 2009 r. wymiana towarowa na świecie zmniejszyła się o prawie 17%. Kolejnym negatywnym następstwem kryzysu w sferze realnej było ograniczanie przez przedsiębiorstwa wydatków inwestycyjnych na skutek załamania popytu, niepewności co do sytuacji gospodarki światowej w przyszłości i niskiego wykorzystania mocy produkcyjnych. Dla przykładu, w krajach strefy euro inwestycje w środki trwałe zmniejszyły się w 2009 r. w porównaniu z rokiem poprzednim o około 14%. Tendencja spadkowa zapoczątkowana w IV kwartale 2008 r. zakończyła się dopiero w drugiej połowie 2010 r.²¹. Jednym z najbardziej groźnych skutków kryzysu był wzrost bezrobocia, które w wielu państwach na świecie osiągnęło niebezpiecznie wysokie poziomy. Według Światowej Organizacji Pracy kryzys spowodował wzrost liczby bezrobotnych o 30 mln od 2007 do 2010 r., a na świecie ponad 210 mln osób aktywnych zawodowo pozostawało w 2010 r. bez pracy²².

²⁰ B. Keeley, P. Love, *From Crisis to Recovery. The Causes, Course and Consequences of the Great Recession*, OECD Insights 2010.

²¹ K. Mitrega-Niestrój, *Skutki światowego kryzysu finansowego w sferze realnej – ujęcie międzynarodowe*, Uniwersytet Ekonomiczny w Katowicach, 2012, s. 160.

²² World Economic Outlook: *Recovery, Risk, and Rebalancing*, International Monetary Fund. Washington, October 2010, s. 4.

Wybuch kryzysu finansowego lat 2007–2008 wywołał szereg działań stabilizacyjnych podjętych przez banki centralne w ramach prowadzonej przez nie polityki monetarnej. Nadzwyczajna sytuacja wymagała nadzwyczajnych środków, dlatego zarówno FED, jak i EBC zaczęły szeroko wykorzystywać niekonwencjonalne instrumenty polityki monetarnej, zwłaszcza, że narzędzia konwencjonalne (stopy procentowe) stały się mało skuteczne, gdy ich poziom zbliżył się do zera na skutek ekspansywnej polityki pieniężnej prowadzonej przez obydwa banki. Pierwsze kroki podjęte przez FED i EBC skupiły się jednak na działaniach konwencjonalnych, czyli przede wszystkim na obniżeniu stóp procentowych. FED przez cały okres trwania kryzysu konsekwentnie obniżał stopę funduszy federalnych i stopę dyskontową. W rezultacie stopa funduszy federalnych spadła z poziomu 5,25% w grudniu 2007 r. praktycznie do poziomu zerowego (0–0,25%) w grudniu 2008 r. Natomiast stopa dyskontowa została obniżona z 5,75% do 0,50%. Przed pęknięciem bańki spekulacyjnej i załamaniem się rynku nieruchomości różnica (*spread*) pomiędzy stopą funduszy federalnych a stopą dyskontową wynosiła co najmniej 100 punktów bazowych, zniechęcając tym samym banki komercyjne do korzystania z tzw. okna dyskontowego (pożyczek w banku centralnym). Jednak, gdy banki zaczęły borykać się z problemami z płynnością (ze względu na niewypłacalność wielu klientów oraz na problemy z zaciąganiem pożyczek pod zastaw CDO na rynku międzybankowym), FED zdecydował się obniżyć *spread* pomiędzy stopą funduszy federalnych a stopą dyskontową do 50 punktów bazowych. Ponadto wydłużona została zapadalność pożyczek udzielonych przez FED bankom komercyjnym z jednodniowej na miesięczną. Działania te miały na celu poprawę płynności banków komercyjnych oraz stymulowanie zagregowanego popytu celem łagodzenia recesji w gospodarce. Podobne działania podjął ECB, który w tym samym czasie dokonał obniżek kluczowych stóp procentowych. Krańcowa stopa kredytu została obniżona z 5,25% w lipcu 2008 r. do 1,75% w maju 2009 r., natomiast główna stopa refinansowa z 4,25% do 1% w tym samym okresie. Terminy zapadalności kredytów pozostały jednak niezmienione²³.

Aby wzmocnić skuteczność prowadzonych obniżek stóp procentowych, obydwa banki centralne oferowały bankom komercyjnym także inne, dodatkowe pożyczki. Wynikało to z faktu, że pożyczki zaciągane w banku centralnym przy wykorzystaniu stopy dyskontowej mogą być postrzegane jako przejaw niekorzystnej sytuacji finansowej banku, który je zaciąga. Jeżeli bank komercyjny decyduje się skorzystać ze stopy dyskontowej, to bank centralny,

²³ F. Mishkin, *Money, banking...*, op. cit., s. 6–11.

pożyczając pieniądze bankowi komercyjnemu, pełni rolę pożyczkodawcy ostatniej instancji. W konsekwencji pożyczanie za pośrednictwem takiego kredytu sugeruje, że bank komercyjny jest niestabilny finansowo. Dlatego banki komercyjne starały się unikać korzystania z tego instrumentu nawet wtedy, gdy stał się on bardziej atrakcyjny po obniżeniu spreadu między stopą funduszy federalnych a stopą dyskontową. W tej sytuacji, aby zachęcić banki do zaciągania pożyczek i niezmnieszenia liczby udzielanych kredytów w okresie niedoboru finansowania, FED uruchomił nowy instrument pod nazwą Term Auction Facility (TAF). Instrument ten funkcjonował od grudnia 2007 r. do marca 2010 r. Za pośrednictwem TAF banki komercyjne mogły zaciągać pożyczki według stopy procentowej niższej niż stopa dyskontowa. Co dwa tygodnie FED określał kwotę, jaką chciał pożyczyć w danym dniu oraz ustalał minimalną stopę procentową, po jakiej był gotów pożyczyć pieniądze bankom komercyjnym. Banki licytowały sumę pieniędzy, którą chciały pożyczyć oraz oprocentowanie, które były gotowe zapłacić. Następnie FED sortował oferty według proponowanej stopy procentowej. Zaczynając od najwyższej stopy procentowej i przechodząc stopniowo do coraz niższych stóp proponowanych przez banki, FED dodawał kwoty, które banki chciały pożyczyć, dopóki żądana przez banki suma pieniędzy nie zrównała się z kwotą, którą FED przeznaczył na pożyczki. Pobrane oprocentowanie było równe najniższej stawce oferowanej przez te banki, których oferty zostały przyjęte. W ten sposób FED zasilal banki w środki finansowe, aby przepływ pieniędzy i kredytów w całym systemie bankowym pozostał niezakłócony. Saldo pożyczek udzielonych za pośrednictwem TAF osiągnęło najwyższy poziom w marcu 2009 r., sięgając 400 miliardów dolarów. Oprócz TAF, FED zaproponował także kredyty dla niebankowych instytucji finansowych. Aby promować inwestycje w fundusze inwestycyjne, FED stworzył oparty na aktywach instrument na rzecz płynności na rynku papierów wartościowych (AMLF). W ramach tego instrumentu wypłacono długoterminowe pożyczki na łączną kwotę 217 miliardów dolarów; wszystkie zostały w pełni spłacone do 2010 r. Podobne działania podjął również Europejski Bank Centralny, choć w strefie euro zostały one wykorzystane znacznie później niż w USA. W październiku 2014 r. EBC ogłosił stosowanie długoterminowych operacji refinansujących (LTRO) z terminem zapadalności od trzech do sześciu miesięcy i niskim oprocentowaniem (około 1%). Za pomocą tych operacji EBC udzielał bankom komercyjnym kredytów według korzystnych stóp procentowych i na dłuższe terminy. Operacje LTRO były warunkowe. Banki komercyjne mogły uzyskać tani kredyt z EBC, jeżeli pozyskane środki finansowe przekazały konsumentom i firmom w postaci tanich kredytów. Pozwoliło to utrzymać koszty kredytowania na niskim poziomie

i dawało bodziec do wzrostu konsumpcji i inwestycji. Ponadto EBC obniżył swoje wymagania dotyczące ryzyka kredytowego aktywów przyjmowanych jako zabezpieczenie wszystkich operacji i kredytów refinansujących. Polityka ta pozwoliła bankom komercyjnym na wykorzystanie szerszej puli różnych aktywów jako zabezpieczenia do pozyskania finansowania z banku centralnego²⁴.

W okresie kryzysu finansowego, gdy instrumenty konwencjonalne tracą swoją efektywność (pułapka płynności), banki centralne mogą wykorzystywać tzw. luzowanie ilościowe. Tak też się stało w przypadku działań podjętych przez FED i EBC. System Rezerwy Federalnej przeprowadził na dużą skalę skup aktywów: krótko- i długoterminowych obligacji rządowych, aby obniżyć stopy procentowe w gospodarce. Ponieważ rynek mieszkaniowy został szczególnie dotknięty kryzysem, luzowanie ilościowe FED obejmowało również zakupy papierów wartościowych zabezpieczonych hipoteką (MBS). Kupując MBS, FED skutecznie obniżył oprocentowanie kredytów hipotecznych, umożliwiając właścicielom nieruchomości refinansowanie kredytów i zachęcając konsumentów do kupowania nowych domów. Luzowanie ilościowe w USA zakończyło się dopiero w 2015 r. i pochłonęło ok. 2,5 biliona dolarów²⁵. Europejski Bank Centralny nie przeprowadził podczas kryzysu finansowego klasycznego luzowania ilościowego. Zamiast tego, począwszy od lipca 2009 r. EBC przeprowadził niewielką interwencję na rynku listów zastawnych zakończoną w czerwcu 2010 r., a łączne wydatki na ten cel sięgnęły 60 mld euro. Warto jednak wspomnieć, że ECB przeprowadził luzowanie ilościowe później, w ramach Programu Rynku Papierów Wartościowych (SMP) w 2010 r. i Programu Zakupu Aktywów (APP) w 2014 r. Można przyjąć, że niektóre zapisy tych programów dotyczyły skutków kryzysu finansowego lat 2007–2008, jednak koncentrowały się one głównie na innych kwestiach. W szczególności program SMP był odpowiedzią na europejski kryzys zadłużeniowy, a APP na problemy związane z deflacją w strefie euro²⁶.

Kolejnym działaniem podjętym przez banki centralne w czasie kryzysu finansowego 2007–2008 było pośrednictwo w obsłudze procesu upadłości

²⁴ M. Yglesias, *The Fed and the 2008 financial crisis*, Vox Journal, 2015, <https://www.vox.com/2014/6/20/18079946/fed-vs-crisis> (dostęp: 27.09.2022).

²⁵ *The Federal Reserve System Purposes and Function*, Federal Reserve System Publication, 2016, https://www.federalreserve.gov/aboutthefed/files/pf_complete.pdf (dostęp: 27.09.2022).

²⁶ *The ECB's response to the financial crisis*, ECB Monthly Bulletin, October 2010, https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/art1_mb201010en_pp59-74en.pdf (dostęp: 27.09.2022).

instytucji finansowych. Najczęściej sprowadzało się ono do skupowania przez bank centralny toksycznych aktywów²⁷. Np. w USA w marcu 2008 r. okazało się, że Bear Stearns, amerykański bank inwestycyjny, jest bliski upadłości. Bank J.P. Morgan Chase and Co zdecydował się na dokonanie przejęcia banku, jednak był gotów przejąć jedynie „zdrową” część Bear Stearns, a nie jego toksyczne aktywa. W tej sytuacji FED zadział jako pośrednik w procesie przejęcia, kupując wszystkie toksyczne aktywa Bear Stearns za 30 miliardów dolarów poprzez pożyczkę bez terminu zapadalności udzieloną JP Morganowi. Należy jednak wspomnieć, że działania takie nie były podejmowane automatycznie, w każdej tego typu sytuacji. Np. FED nie zdecydował się na interwencję w przypadku Lehman Brothers, pozwalając na bankructwo tej instytucji finansowej. Z kolei Europejski Bank Centralny nie był zaangażowany w nabywanie aktywów upadłych instytucji finansowych. Podmioty, które upadły podczas kryzysu finansowego w Europie, zostały przejęte przez większych konkurentów, w razie potrzeby z pomocą krajowych banków centralnych (np. Fortis został przejęty przez BNP Paribas i rząd Holandii)²⁸.

W okresie kryzysu finansowego FED znacznie wzmocnił prowadzone działania nadzorcze nad sektorem bankowym (*forward guidance*). W trosce o zaufanie rynku w zakresie wypłacalności wiodących instytucji bankowych, w lutym 2009 r. FED ogłosił, że 19 największych amerykańskich banków zostanie objętych programem nadzoru oceny kapitału (SCAP). W ramach tego programu System Rezerwy Federalnej, we współpracy z Kontrolerem Nadzoru Finansowego (OCC) i Federalną Korporacją Ubezpieczeń Depozytów (FDIC), przeprowadził w bankach specjalne testy warunków skrajnych. Służyły one do oceny, w jakim stopniu badane banki są zdolne poradzić sobie z szokami finansowymi i gospodarczymi. Wyniki takich testów pomagają instytucjom nadzorczym rozpoznawać i eliminować słabe punkty banków komercyjnych na wczesnym etapie procesu nadzorczego. Wyniki testów zostały ogłoszone w maju 2009 r. i wskazywały na potrzebę dokapitalizowania banków i stabilizacji systemu finansowego. Europejski Bank Centralny nie rozszerzył swoich praktyk nadzorczych w czasie kryzysu finansowego, jednak sam kryzys wywołał szeroką dyskusję na temat regulacji zarządzania ryzykiem bankowym²⁹.

²⁷ Toksyczne aktywa to aktywa finansowe, których ryzyko inwestycyjne zostało istotnie niedoszacowane. Przeważnie są to papiery wartościowe oraz pożyczki obciążone wysokim ryzykiem kredytowym lub płynności, którego realizacja może skutkować poważnym pogorszeniem sytuacji finansowej posiadacza aktywów i w efekcie jego upadłością.

²⁸ *The Federal Reserve...*, *op. cit.*

²⁹ *Ibidem.*

Oprocentowanie rezerw nadwyżkowych (dobrowolnych) banków komercyjnych to jeszcze jeden instrument wykorzystywany do stabilizacji systemu finansowego w okresie kryzysu lat 2007–2008. Np. w Stanach Zjednoczonych przed rokiem 2008 FED nie płacił bankom komercyjnym odsetek od nadwyżek rezerw ponad rezerwę obowiązkową. Znaczy to, że środki finansowe przeznaczone na nadwyżkowe rezerwy nie przynosiły żadnych odsetek i tym samym banki nie były zachęcane do ich przechowywania w FED. Sytuacja zmieniła się w październiku 2008 r., kiedy została wprowadzona stopa procentowa od nadwyżkowych rezerw (IOER). Początkowo poziom stopy IOER wahał się między 0,75% a 1%, a w grudniu 2008 r. IOER została obniżona do 0,25% i utrzymał się na tym poziomie do końca 2015 r. Oznaczało to, że FED zaczął wypłacać odsetki od nadwyżek pieniędzy, które banki komercyjne chciały ulokować na depozycie w banku centralnym. Tym samym System Rezerwy Federalnej zapewnił bankom komercyjnym bezpieczną przystań do przechowywania środków (najczęściej *overnight*, jednodniowych) bez obawy, że ich depozytor będzie kolejnym bankiem, który upadnie. W rezultacie większość banków każdego wieczoru zostawiała pieniądze na depozycie w Systemie Rezerwy Federalnej i zarabiała stopę IOER. Rezultatem wprowadzenia stopy IOER była stabilizacja polityki pieniężnej poprzez lepsze zarządzanie płynnością banków. Ponadto FED pozyskiwał w ten sposób dodatkowe środki, które mogły być wykorzystane do zapewnienia płynności innym programom rynku pieniężnego prowadzonym przez FED. Jeśli chodzi o Europejski Bank Centralny, to w przeciwieństwie do FED, mógł on płać odsetki od nadwyżek rezerw od momentu jego utworzenia w 1999 r. W czasie kryzysu finansowego EBC obniżył tę stopę z 3% w 2007 r. do 0,25% w 2009 r., zgodnie z prowadzoną ekspansywną polityką monetarną, która przejawiała się redukcją wszystkich podstawowych stóp procentowych w strefie euro³⁰.

4. POLITYKA PIENIĘŻNA FED I EBC

W CZASIE PANDEMICZNEGO KRYZYSU GOSPODARCZEGO

Pandemia Covid-19, która rozpoczęła się w grudniu 2019 r. w Chinach, wywołała największą globalną recesję gospodarczą w nowożytnej historii świata. W związku z pandemią wiele rządów wprowadziło radykalne ograniczenia aktywności społecznej i gospodarczej oraz bariery w podróżowaniu.

³⁰ *The ECB's response..., op. cit.*

Spadła konsumpcja, na czym najbardziej ucierpiał sektor usług, w tym branży takie jak turystyka, transport i gastronomia. Ponadto zamykanie przedsiębiorstw (*lockdowns*) spowodowało ograniczenia produkcji oraz zaburzenia w funkcjonowaniu globalnych łańcuchów dostaw, utrudniając utrzymanie produkcji nawet tam, gdzie jeszcze nie obowiązywały restrykcje. Tym samym kryzys spowodowany pandemią COVID-19 miał charakter zarówno popytowy, jak i podażowy, co zwiększało jego skalę i utrudniało zwalczanie negatywnych skutków. Pandemia spowodowała spadek światowego PKB o 3,2% i spadek bilansu handlowego o 5,3%. Najbardziej ucierpiały Stany Zjednoczone; PKB w USA spadł o 3,4%, a stopa bezrobocia osiągnęła poziom 8,1% w 2020 r.³¹ Pandemia wpłynęła negatywnie również na rynki finansowe. W I kwartale 2020 r. giełdy na całym świecie straciły łącznie ponad 20% wartości, notując najgorsze wyniki od czasu globalnego kryzysu finansowego z lat 2007–2008. Wahania były widoczne również na rynku walutowym, gdzie obserwowano spadek wartości wielu walut. Najsilniej ucierpiały rynki wschodzące, z których w I kwartale 2020 r. wycofano ponad 80 mld USD³².

Aby przeciwdziałać negatywnym skutkom kryzysu pandemicznego, FED wykorzystał wszystkie dostępne konwencjonalne i kilka niekonwencjonalnych instrumentów polityki pieniężnej. Podstawowym celem tych działań było obniżenie stóp procentowych i zapewnienie płynności rynkowi poprzez dostęp do kredytów w przystępnej cenie. FED zwołał nawet dwa nieplanowane posiedzenia 3 i 15 marca 2020 r., na których zapowiedział obniżenie stopy funduszy federalnych z przedziału 1,5–1,75% do przedziału 1–1,25%, a następnie do 0–0,25%. Tym samym, po raz drugi w historii USA, stopa funduszy federalnych osiągnęła dolną (zerową) granicę i pozostała niezmienną przez cały okres trwania pandemii. Dodatkowo FED obniżył stopę dyskontową o 150 punktów bazowych, zbliżając ją do górnej granicy stopy funduszy federalnych, 0,25%. Zazwyczaj stopa dyskontowa jest ustalana na poziomie wyższym niż stopa funduszy federalnych, aby zniechęcać banki do zaciągania pożyczek z banku centralnego. Jednak w czasie kryzysu gospodarczego COVID-19 FED ustalił stopę dyskontową poniżej stopy funduszy federalnych, dążąc do zapewnienia bankom dostępu do płynności na pokrycie nieoczekiwanych niedoborów pieniądza i dzięki temu niewycofywania oferty

³¹ Fred, 2022, <https://fred.stlouisfed.org/series/UNRATE#0>. Fred (dostęp: 28.09.2022).

³² M. Weiss, J. Jackson, A.B. Schwarzenberg, R.M. Nelson, K.M. Sutter, M.D. Sutherland, *Global Economic Effects of COVID-19*, Washington, D.C.: Congressional Research Service, 2021, <https://sgp.fas.org/crs/row/R46270.pdf> (dostęp: 28.09.2022).

kredytów z rynku. Dodatkowo FED przedłużył termin zapadalności pożyczek udzielonych bankom z normalnego *overnight* do trzech miesięcy³³.

Oprócz udzielania kredytów uczestnikom rynku krajowego, FED ustanowił linie swapowe³⁴ amerykańskich papierów skarbowych na dolary z głównymi bankami centralnymi (np. EBC, Bank of Japan). Tym samym FED gwarantował, że nie dojdzie do wyprzedaży amerykańskich obligacji skarbowych na rynkach zagranicznych, a zagraniczne banki komercyjne w razie zagrożenia utraty płynności otrzymają wsparcie w dolarach. Ponieważ swapy są realizowane z bankami centralnymi, nie występuje ryzyko kredytowe dla FED, gdyż zagraniczne banki centralne powinny absorbować ewentualne straty lokalnych banków komercyjnych. Zastosowanie przez FED linii swapowych wzmocniło status dolara jako waluty rezerwowej³⁵.

Kolejną zmianą w polityce monetarnej, ogłoszoną przez FED 15 marca 2020 r., było zmniejszenie stopy rezerw obowiązkowych banków komercyjnych do zera. *De facto* FED wyeliminował obowiązek utrzymywania rezerw obowiązkowych, co było motywowane nieadekwatnością regulacji w zakresie rezerw obowiązkowych do porządku finansowego w USA w okresie pandemii. Wymogi dotyczące rezerw obowiązkowych są z założenia wprowadzane, aby zapewnić bankom komercyjnym bufor płynności. Ponieważ jednak w czasie pandemii Bank Rezerwy Federalnej zapewnił bankom różne opcje kredytowe, decydenci z FED doszli do wniosku, że rezerwy obowiązkowe są instrumentem zbędnym³⁶. Ponadto, konieczność utrzymywania rezerw obowiązkowych zmniejsza podaż pieniądza w gospodarce, co w konsekwencji prowadzi do spowolnienia gospodarczego, które w okresie kryzysu pandemicznego byłoby zjawiskiem wyjątkowo niepożądanym.

Ponieważ działania podjęte przez FED w ramach konwencjonalnej polityki monetarnej okazały się zbyt słabe, aby poradzić sobie skutecznie z konsekwencjami szoków popytowych i podażyowych, zastosowano również luzowanie ilościowe na szeroką skalę. Podobnie jak w czasie kryzysu finansowego

³³ M. Labonte, *The Federal Reserve's Response to COVID-19: Policy Issues*, "Congressional Research Service", 2021, <https://crsreports.congress.gov/product/pdf/R/R46411> (dostęp: 29.09.2022).

³⁴ Linia swapowa dla pary walut to umowa o wzajemnej wymianie walut między dwoma bankami centralnymi. Na jej podstawie bank centralny może uzyskać środki pieniężne (płynność) w walucie obcej od banku centralnego, który jest emitentem tej waluty.

³⁵ M. Weiss, M. Labonte, J. Jackson, *COVID-19: Federal Reserve Support for Foreign Central Banks*, Congressional Research Service, 2020, IF11498, <https://crsreports.congress.gov/product/details?prodcode=IF11498> (dostęp: 30.09.2022).

³⁶ *Reserve Requirements*, Policy Tools 2020, <https://www.federalreserve.gov/monetary-policy/reservereq.htm> (dostęp: 1.10.2022).

2007–2008, FED dokonał masowych zakupów amerykańskich papierów skarbowych i papierów wartościowych zabezpieczonych hipoteką, wywierając presję na długoterminowe stopy procentowe w gospodarce. Wybrano te dwa rodzaje aktywów, ponieważ są to najbardziej płynne i bezpieczne papiery wartościowe na rynku. W rezultacie wartość tych papierów wartościowych w bilansie FED wzrosła z 3,8 bln dolarów 16 marca 2020 r. do 7,2 bln dolarów 16 marca 2021 r. Tym samym wartość ekspansji monetarnej FED w czasie pandemii COVID-19 była wyższa o 4,5 bln dolarów (o 60%) w porównaniu do ekspansji monetarnej po kryzysie finansowym lat 2007–2008³⁷.

Oprócz zmian stóp procentowych i podaży pieniądza System Rezerwy Federalnej starał się także wpływać na oczekiwania podmiotów gospodarczych, prowadząc regularne *forward guidance*. Dlatego FED na bieżąco aktualizował i ogłaszał swoją wizję przyszłej polityki pieniężnej podczas zwyczajnych i nadzwyczajnych posiedzeń, wywierając presję na obniżenie długoterminowych stóp procentowych³⁸. Np. w komunikacie prasowym z 5 listopada 2020 r. FED obiecał, że wszystkie kluczowe stopy procentowe pozostaną na niskim poziomie do czasu, gdy sytuacja na rynku pracy osiągnie poziom bliski maksymalnemu zatrudnieniu, a inflacja wzrośnie do 2% i będzie wykazywała tendencję do umiarkowanego przekroczenia tego poziomu przez pewien czas.

Pomoc Systemu Rezerwy Federalnej skierowana została także do niebankowych instytucji finansowych i innych podmiotów gospodarczych. W marcu 2020 r. FED stworzył dziewięć tymczasowych programów pomocowych. Programy były zróżnicowane, niektóre z nich miały na celu bezpośrednio wsparcie podmiotów, inne obejmowały interwencje na rynkach papierów wartościowych. Dla przykładu, program „Primary Market Corporate Credit Facility” miał na celu zapewnić płynność na rynku obligacji korporacyjnych. W związku z tym FED dokonywał zakupu nowo wyemitowanych wierzytelności korporacyjnych od firm działających w Stanach Zjednoczonych. Program funkcjonował od 23 marca 2020 do 31 grudnia 2020 r. Inny program, Municipal Liquidity Facility, oferował pożyczki dla władz lokalnych w formie skupu długu samorządowego (krótkoterminowych obligacji komunalnych), aby pomóc władzom ograniczyć niedobory płynności spowodowane spadkiem

³⁷ *Federal Reserve Actions to Support the Flow of Credit to Households and Businesses*, FED Press Release, 2020, <https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/monetary20200315b.htm> (dostęp: 1.10.2022).

³⁸ D. Skidmore, J. Cheng, T. Powell, D. Wessel, *What's the Fed doing in response to the COVID-19 crisis? What more could it do?*, The Hutchins Centre on Fiscal and Monetary Policy, 2020, <https://www.brookings.edu/research/fed-response-to-covid19> (dostęp: 1.10.2022).

wpływów z podatków. Ten program funkcjonował od 26 maja 2020 do 31 grudnia 2020 r. Natomiast Paycheck Protection Program Lending Facility miał za zadanie pomóc przedsiębiorstwom utrzymać zatrudnienie w czasie kryzysu COVID-19. FED udzielał krótkoterminowych pożyczek małym i średnim przedsiębiorstwom, które mogły otrzymać dwuipółkrotność średnich miesięcznych kosztów wynagrodzeń. Takie pożyczki miały dwa lata zapadalności i oprocentowanie na poziomie 1%. Program funkcjonował od 9 kwietnia 2020 do 30 czerwca 2021 r.³⁹

W przeciwieństwie do działań podjętych przez FED, polityka monetarna Europejskiego Banku Centralnego w reakcji na szok gospodarczy wywołany pandemią COVID-19 była skoncentrowana na operacjach zakupu aktywów i refinansowania. Decyzja ta była jednak wymuszona brakiem możliwości stosowania przez EBC konwencjonalnych instrumentów polityki pieniężnej (zmiany stóp procentowych). Wszystkie kluczowe stopy procentowe kontrolowane przez EBC osiągnęły swoje dolne granice już przed rozpoczęciem kryzysu pandemicznego. W związku z tym po rozpoczęciu kryzysu EBC nie mógł ich wykorzystać do prowadzenia polityki monetarnej. Ostatnia zmiana stóp procentowych EBC miała miejsce 18 grudnia 2019 r. W okresie kryzysu stopy procentowe EBC kształtowały się następująco: stopa podstawowych operacji refinansujących 0%, krańcowa stopa kredytowa 0,25%, stopa depozytowa -0,5%⁴⁰. W rezultacie podczas pandemii EBC zaczął aktywnie wykorzystywać instrumenty niekonwencjonalne (luzowanie ilościowe), nabywając aktywa finansowe w ramach dwóch programów: Programu Zakupu Aktywów (APP) i Pandemicznego Programu Awaryjnego Zakupu Aktywów (PEPP). APP był jednym z niekonwencjonalnych narzędzi polityki pieniężnej, które EBC zaczął stosować już w 2014 r. w odpowiedzi na przedłużający się okres niskiej inflacji. Z czasem zakupy aktywów w ramach APP stopniowo malały: z 60 mld euro miesięcznie w 2015 r. do prawie zera w 2019 r. Jednak w związku z nowym szokiem gospodarczym wywołanym pandemią EBC przedłużył program do końca 2020 r. z kwotą limitu wydatków równą 20 mld euro⁴¹. Program awaryjnego zakupu aktywów (PEPP) został ogłoszony w marcu

³⁹ H.4.1. *Statistical Release*, FED 2021, <https://www.federalreserve.gov/releases/H41/20210325/> (dostęp: 21.10.2022).

⁴⁰ *The euro area bank lending survey – first quarter of 2021*, ECB surveys, 2021, https://www.ecb.europa.eu/stats/ecb_surveys/bank_lending_survey/html/ecb_blsurvey2021q1~5ab71bda59.en.html (dostęp: 21.10.2022).

⁴¹ P. Hernández de Cos, *The European Central Bank's monetary policy: response to the pandemic crisis and future challenges*, Banco de España Eurosisistema 2021, s. 3, <https://www.bis.org/review/r210304g.pdf> (dostęp: 21.10.2022).

2020 r. i obejmował wszystkie kategorie aktywów kwalifikujących się do APP, a więc papiery wartościowe sektora prywatnego i publicznego. Początkowo pula środków na zakup aktywów została ustalona na poziomie 750 mld euro z terminem realizacji wyznaczonym na koniec 2020 r. PEPP został jednak przedłużony i powiększony dwukrotnie: w czerwcu i grudniu 2020 r. Ostateczny termin realizacji PEPP upłynął w marcu 2022 r., a całkowita wielkość zakupów wyniosła 1850 mld euro. Główną różnicą pomiędzy PEPP a APP, poza rozmiarem programu, jest większa elastyczność tego pierwszego. W ramach programu awaryjnego skupu aktywów EBC może kupować papiery komercyjne o dłuższym terminie zapadalności i koncentrować się na tych krajach strefy euro, gdzie warunki finansowania są bardziej opłacalne⁴².

Oprócz luzowania ilościowego, EBC stosował również zróżnicowane linie kredytowe. Np. bardziej korzystne warunki kredytowania były stosowane do ukierunkowanych dłuższych operacji refinansujących (TLTRO). W ramach takich operacji EBC zapewniał finansowanie bankom komercyjnym, którego oprocentowanie było uzależnione od liczby kredytów udzielanych firmom i konsumentom (z wyłączeniem kredytów hipotecznych) przez banki uczestniczące w programie. Stopa procentowa TLTRO została ustalona o 0,5% poniżej stopy depozytowej, a więc na poziomie -1% . Stosując taką politykę, EBC starał się wspierać małe i średnie przedsiębiorstwa zmagające się z kryzysem pandemicznym. Ponieważ kredyty TLTRO były warunkowe (banki mogły otrzymać tani kredyt tylko wtedy, gdy spełniły określone warunki, ujemne nominalne stopy procentowe nie stanowiły dla ECB problemu. Miarą popularności instrumentu TLTRO może być przeprowadzone badanie ankietowe, w którym 72% ankietowanych banków stwierdziło, że w okresie II kwartał 2020 – I kwartał 2021 r. korzystało z programu TLTRO do udzielania kredytów⁴³. Oprócz stosowania TLTRO, głównego instrumentu kredytowego, EBC zapewniał również finansowanie bankom za pomocą dłuższych operacji refinansujących (LTRO), które następnie zostały przekształcone w pandemiczne awaryjne długoterminowe operacje refinansujące (PELTRO). W ramach tych dwóch programów EBC oferował kredyty długoterminowe z okresem zapadalności do trzech lat. Oprocentowanie takich kredytów początkowo było równe stopie depozytowej, a następnie skorygowane, w rezultacie czego

⁴² *Pandemic emergency purchase programme (PEPP)*, ECB Monetary Policy Instruments, 2021, <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/pepp/html/index.en.html> (dostęp: 22.10.2022).

⁴³ *The euro area bank lending survey – first quarter of 2021*, ECB surveys, 2021, https://www.ecb.europa.eu/stats/ecb_surveys/bank_lending_survey/html/ecb.blssurvey2021q1~5ab71bda59.en.html (dostęp: 23.10.2022).

w roku 2020 oprocentowanie kredytów oferowanych w ramach tych programów było równe krańcowej stopie kredytu pomniejszonej o 0,25%. I choć oprocentowanie tych kredytów było ujemne (-0,25%), to jednak wyższe niż stopa depozytowa (-0,50%). Oznaczało to, że banki komercyjne nie mogły spekulować długoterminowymi pożyczkami, lokując pożyczone pieniądze na depozycie w banku centralnym, gdyż było to nieopłacalne⁴⁴.

Europejski Bank Centralny, podobnie jak FED, stale przedstawiał wytyczne dotyczące swojej przyszłej polityki podczas zwyczajnych i nadzwyczajnych posiedzeń oraz komunikatów prasowych (*forward guidance*). Np. w marcu 2020 r. EBC ogłosił, że rezygnuje z wszystkich celów polityki monetarnej przedstawionych w 2019 r. Zamiast tego w oficjalnym komunikacie prasowym Christine Lagarde, prezes ECB, zapewniła opinię publiczną, że podwyżka stóp procentowych nastąpi tylko wtedy, gdy prognozowana inflacja zbliży się do celu inflacyjnego 2%⁴⁵.

5. OCENA POLITYKI PIENIĘŻNEJ SYSTEMU REZERWY FEDERALNEJ I EUROPEJSKIEGO BANKU CENTRALNEGO W CZASIE KRYZYSU FINANSOWEGO I KRYZYSU PANDEMICZNEGO

Biorąc pod uwagę fakt, że podstawowe przyczyny kryzysów z lat 2007 i 2020 różniły się znacząco, nie jest niespodzianką, że następujące w ich następstwie procesy recesyjne i późniejsze procesy wzrostowe w gospodarkach miały odmienny charakter. Np. w najgorszym kwartale pandemii COVID-19 gospodarka USA straciła ponad 30% produkcji w porównaniu z okresem bazowym, podczas gdy maksymalny kwartalny spadek PKB w czasie kryzysu finansowego wyniósł 8%. Natomiast powrót gospodarki USA do poziomu PKB sprzed kryzysu po pandemii przebiegał szybciej (4 kwartały) niż po kryzysie finansowym (7 kwartałów). Jeśli chodzi o stopę bezrobocia, to w kwietniu 2020 r. bezrobocie w USA osiągnęło 15%, co jest drugim rekordowym wynikiem w historii tego kraju po Wielkim Kryzysie lat 30. XX w. (24%).

⁴⁴ P. Aguilar, O. Arce, S. Hurtado, J. Martínez-Martín, G. Nuño, C. Thomas, *The ECB monetary response to the COVID-19 crisis*, Banco de Espana Eurosistema, Documentos Ocasionales, no. 2026, 2021, <https://www.bde.es/f/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/PublicacionesSeriadas/DocumentosOcasionales/20/Files/do2026e.pdf> (dostęp: 23.10.2022).

⁴⁵ *ECB announces package of temporary collateral easing measures*, ECB Press Releases, 2021, <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2020/html/ecb.pr200407~2472a8ccda.en.html> (dostęp: 23.10.2022).

Według stanu na marzec 2021 r. stopa bezrobocia była już jednak znacznie niższa (6%), choć nie osiągnęła jeszcze poziomu z okresu sprzed pandemii. Z kolei na początku kryzysu finansowego bezrobocie w USA zaczęło rosnąć i trend ten utrzymywał się przez kolejny rok (wzrost z 5,4% w kwietniu 2008 r. do 10,1% we wrześniu 2009 r.)⁴⁶. W trakcie obu kryzysów, w następstwie spadku agregatowego popytu, ceny przez pewien czas także spadały. Podczas kryzysu COVID-19 spadek wskaźnika cen konsumpcyjnych (CPI) był niewielki (około 1%) i szybki (4–5 miesięcy). W trakcie kryzysu finansowego ceny energii pozostały względnie stabilne, podczas gdy wskaźnik CPI spadł o prawie 4% i nie zwiększył się przez około rok. Ten przedłużający się spadek cen towarów konsumpcyjnych można wytłumaczyć dramatycznym załamaniem się popytu w sektorze mieszkaniowym, który jest jednym z kluczowych składników koszyka CPI.

Podobnie jak w okresie kryzysu finansowego w latach 2007–2008, jedną z głównych reakcji Systemu Rezerwy Federalnej na kryzys pandemiczny w 2020 r. było wykorzystanie konwencjonalnej polityki monetarnej, czyli obniżenie stóp procentowych. Różnica polegała jednak na tym, że w czasie kryzysu finansowego FED miał znacznie większą przestrzeń do wpływania na gospodarkę za pomocą stóp procentowych. Na przykład w latach 2007–2009 FED obniżył stopę dyskontową o 6 punktów procentowych, podczas gdy w 2020 r. tylko o 3 punkty. Było to spowodowane wyjściowym wyższym poziomem stóp procentowych w okresie kryzysu finansowego 2007–2008, stąd FED miał wtedy większe możliwości wykorzystywania polityki konwencjonalnej niż w okresie pandemii. W obu jednak sytuacjach podjęte działania doprowadziły ostatecznie do osiągnięcia dolnego pułapu stóp procentowych, co oznaczało nieskuteczność prowadzenia dalszych działań konwencjonalnych i konieczność wdrożenia polityki niekonwencjonalnej. Należy także zwrócić uwagę, że podczas obu analizowanych kryzysów rozpiętość między stopą dyskontową a stopą funduszy federalnych była celowo minimalizowana, aby promować wśród banków komercyjnych bezpośrednie pożyczki z FED. Oprocentowanie nadwyżek rezerw (IOER) utrzymywało się na poziomie niższym lub równym stopie funduszy federalnych od czasu jej wprowadzenia w 2008 r. Na koniec marca 2021 r. stopa IOER wynosiła 0,1%. Została podniesiona dopiero w czerwcu 2022 r. (do poziomu 1,65%), co było wynikiem zmian warunków gospodarczych i geopolitycznych (rosnąca inflacja, wojna w Ukrainie).

⁴⁶ P. Carlsson-Szlezak, P. Swartz, M. Reeves, *Why the global economy is recovering faster than expected*, Harvard Business Review, Economics and Society, 2020, <https://hbr.org/2020/11/why-the-global-economy-is-recovering-faster-than-expected> (dostęp: 24.10.2022).

Porównując niekonwencjonalną politykę monetarną prowadzoną przez FED w czasie obydwu kryzysów stwierdzić można, że luzowanie ilościowe przeprowadzone podczas pandemii COVID-19 było znacznie silniejsze niż w czasie kryzysu finansowego. FED kupował amerykańskie obligacje skarbowe i papiery wartościowe zabezpieczone hipoteką (MBS). W czasie analizowanych kryzysów największa miesięczna zmiana wartości obligacji Skarbu USA w Systemie Rezerwy Federalnej nastąpiła w marcu 2020 r.: wzrost o 1131 mld USD. Dla porównania, w kwietniu 2009 r. wzrost ten wyniósł jedynie 68 mld USD. Podsumowując, po wybuchu pandemii koronawirusa FED kupił amerykańskie obligacje skarbowe za kwotę 2121 miliardów dolarów, a po bankructwie Lehman Brothers (wydarzenie to uważane jest za początek kryzysu finansowego) za 289 mld USD. Znaczy to, że w kryzysie pandemicznym nastąpił wzrost wartości operacji luzowania ilościowego aż o 634% w porównaniu do okresu kryzysu finansowego.

Podobnie jak Stany Zjednoczone, kraje strefy euro Unii Europejskiej doświadczyły silniejszego spadku PKB w 2020 r. niż w 2008 r. Jednak po 15% spadku produkcji w strefie euro w drugim kwartale 2020 r. nastąpiło szybkie odbicie i wzrost PKB w trzecim kwartale 2020 r. o 13%. Strefa euro doświadczyła również wzrostu bezrobocia podczas pandemii. Od marca 2020 r. stopa bezrobocia stale rosła, osiągając swój szczyt (8,7%) w sierpniu 2020 r. Natomiast począwszy od marca 2021 r. bezrobocie w strefie euro zaczęło spadać. Z kolei podczas kryzysu finansowego sytuacja na rynku pracy była trudniejsza, gdyż bezrobocie osiągnęło 10% we wrześniu 2009 r. i wzrosło o dodatkowe 2% w czasie kryzysu zadłużeniowego w strefie euro, który rozpoczął się w 2010 r.⁴⁷ Wskaźnik CPI w strefie euro pozostał względnie stabilny podczas kryzysu COVID-19, co znaczy, że kraje strefy nie doświadczyły znacznej deflacji. W konsekwencji EBC nie zdołał osiągnąć celu inflacyjnego na poziomie 2%.

W odpowiedzi na sytuację kryzysową spowodowaną pandemią koronawirusa Europejski Bank Centralny nie zastosował konwencjonalnych działań i nie obniżył żadnych stóp procentowych w 2020 roku. Decyzja ta była konsekwencją wcześniejszych działań EBC, także tych podejmowanych w okresie kryzysu finansowego 2007–2008. W czasie kryzysu finansowego krańcowa stopa kredytu i stopa refinansowa zostały obniżone o 3 punkty procentowe. Następnie Europa stanęła w obliczu kolejnego szoku gospodarczego (kryzys zadłużeniowy), który zmusił EBC do sprowadzenia

⁴⁷ Kryzys zadłużeniowy to kryzys wywołany wysokim długiem publicznym w państwach członkowskich strefy euro, będący częścią globalnego kryzysu finansowego.

kluczowych stóp procentowych praktycznie do zera. W sytuacji, gdy strefa euro zmagala się z deflacją i recesją, EBC nie mógł podnieść stóp procentowych i tym samym stworzyć poduszki bezpieczeństwa przed kolejnym potencjalnym kryzysem. Począwszy od 2014 r. EBC stosował ujemną stopę depozytową, zachęcając banki do dostarczania nadwyżki środków konsumentom i przedsiębiorstwom w formie pożyczek zamiast gromadzenia ich w formie depozytów w banku centralnym.

Ponieważ EBC nie mógł stymulować gospodarki poprzez stopy procentowe, zmuszony został do zrewidowania swojego podejścia do luzowania ilościowego. O ile podczas kryzysu finansowego EBC prawie nie kupował aktywów, o tyle sytuacja zmieniła się podczas kryzysu pandemicznego. W 2020 r. EBC kupował papiery wartościowe o wartości około 100 mld euro dziennie. Pomimo to, w przeciwieństwie do FED, w swojej polityce stymulacyjnej prowadzonej w 2020 r. EBC skupiał się głównie na refinansowaniu, a nie na luzowaniu ilościowym. Np. wzrost wartości aktywów ECB w maju 2020 r. o 600 miliardów euro tylko w 25% spowodowany był luzowaniem ilościowym. W przypadku FED, największy wzrost aktywów w kwietniu 2020 r. (o 1627 mld dolarów) aż w 70% wynikał ze stosowania luzowania ilościowego.

6. WNIOSKI

Analiza przeprowadzona w niniejszym opracowaniu pozwala stwierdzić, że banki centralne odgrywają istotną rolę we współczesnych gospodarkach. Przy właściwym wykorzystaniu instrumentów monetarnych banki centralne mogą utrzymać wzrost gospodarczy pomimo różnych szoków ekonomicznych. Przeprowadzona analiza wykazała, że zarówno FED, jak i EBC wykazały się wysoką efektywnością w procesie zwalczania skutków kryzysów, stosowały jednak różne instrumenty polityki pieniężnej w czasie kryzysu finansowego i w czasie kryzysu pandemicznego.

Po początkowych obniżkach stóp procentowych w reakcji na kryzys finansowy 2007–2008 FED rozpoczął intensywne luzowanie ilościowe, dokonując zakupu na dużą skalę długu publicznego i papierów wartościowych zabezpieczonych hipoteką i wydając na ten cel prawie 2 biliony dolarów. W przeciwieństwie do FED, EBC starał się ograniczyć luzowanie ilościowe, koncentrując się na bardziej konwencjonalnych instrumentach, takich jak tanie pożyczki. Na zakup aktywów EBC wydał tylko 60 mld euro, wszystko na zakup zabezpieczonych obligacji.

Podsumowując, działania w zakresie polityki pieniężnej prowadzone przez FED w czasie kryzysu finansowego były bardziej inwazyjne niż te podejmowane przez EBC, zwłaszcza w zakresie skupu aktywów finansowych na dużą skalę. Generalnie jednak obydwa banki centralne w dużym zakresie wspierały system finansowy i sferę realną swoich gospodarek.

Podczas kryzysu pandemicznego sytuacja uległa zmianie i w 2020 r. obydwa banki centralne aktywnie wykorzystywały swoje możliwości wpływania na stopy procentowe poprzez zakupy aktywów finansowych. Należy podkreślić, że mimo faktu, iż EBC wchodził w kryzys pandemiczny z bardziej ograniczonymi możliwościami oddziaływania na gospodarkę przy wykorzystaniu stóp procentowych⁴⁸, to jednak dokonał dość umiarkowanych zakupów aktywów, czyli nie był także nadmiernie aktywny, jeśli chodzi o stosowanie luzowania ilościowego. Ponownie więc, podobnie jak podczas kryzysu finansowego, EBC był bardziej skoncentrowany na oferowaniu ułatwień kredytowych dla podmiotów gospodarczych niż jego amerykański odpowiednik. Jeśli natomiast porównać ofertę obydwu banków centralnych w zakresie tanich kredytów, to warto zauważyć, że EBC wykazał się większą inwencją. Wprowadził on ukierunkowane długoterminowe operacje refinansujące i aktywnie próbował wpływać na stopy procentowe bez „drukowania” nowego pieniądza (np. poprzez ułatwienia w zakresie zabezpieczeń kredytów).

Zważywszy na kształtowanie się podstawowych wskaźników makroekonomicznych w USA i strefie euro (zob. sekcja 5 niniejszego opracowania), widać wyraźnie, że pod względem powrotu na ścieżkę wzrostu gospodarczego oraz osiągnięcia docelowego poziomu inflacji, gospodarka Stanów Zjednoczonych znacznie wyprzedziła strefę euro zarówno podczas kryzysu finansowego, jak i kryzysu COVID-19. Wskaźnikiem, który okazał się korzystniejszy w strefie euro, była stopa bezrobocia, ale tylko w czasie pandemii. Mogło to być jednak w dużej mierze zasługą rządów państw strefy euro, które dotowały niektóre wydatki na wynagrodzenia, ograniczając tym samym zwolnienia pracowników. W świetle tych danych wydaje się więc, że System Rezerwy Federalnej pełnił rolę stabilizacyjną w gospodarce skuteczniej niż Europejski Bank Centralny. Przemawia za takim wnioskiem także porównanie kwot przeznaczonych przez FED i ECB na realizację ekspansywnej polityki monetarnej; wzrost sumy bilansowej FED był znacznie wyższy niż wzrost sumy bilansowej EBC.

⁴⁸ W 2019, jeszcze przed wybuchem pandemii COVID-19, kluczowe stopy procentowe EBC osiągnęły już dolną granicę (zbliżyły się do zera).

BIBLIOGRAFIA

- Agarwal M., *Eight Major Functions of the Central Banks, Economics Discussion*, 2021, <https://www.economicdiscussion.net/banks/central-banking/8-major-functions-of-central-bank-discussed/8375>.
- Aguiar P., Arce O., Hurtado S., Martínez-Martín J., Nuño G., Thomas C., *The ECB monetary response to the COVID-19 crisis*, Banco de España Eurosistema, Documentos Ocasionales, no. 2026, 2020, <https://www.bde.es/f/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/PublicacionesSeriadadas/DocumentosOcasionales/20/Files/do2026e.pdf>.
- Blanchard O., *Macroeconomics*, 7th edition, Boston: Pearson, 2017.
- Cargill T., *The Financial System, Financial Regulation and Central Bank Policy*, London: Cambridge University Press, 2017.
- Carlsson-Szlezak P., Swartz P., Reeves M., *Why the global economy is recovering faster than expected*, Harvard Business Review, Economics and Society, 2020, <https://hbr.org/2020/11/why-the-global-economy-is-recovering-faster-than-expected>.
- ECB announces package of temporary collateral easing measures*, ECB Press Releases, 2021, <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2020/html/ecb.pr200407~2472a8ccda.en.html>.
- Effective Federal Funds Rate and Description*, FRED Economic Data, 2021, <https://fred.stlouisfed.org/series/FEDFUNDS>.
- Faure A.P., *Central Banking and Monetary Policy: An Introduction*, 1st edition, Quoin Institute Limited, 2015.
- Federal Reserve Actions to Support the Flow of Credit to Households and Businesses*, FED Press Release, 2020, <https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/monetary20200315b.htm>.
- Frank R.H., Bernanke B.S., *Principles of Macroeconomics*, 3rd edition, Boston: McGraw-Hill, 2007.
- Fred, 2022, <https://fred.stlouisfed.org/series/UNRATE#0>.
- Hernández de Cos P., *The European Central Bank's monetary policy: response to the pandemic crisis and future challenges*, Banco de España Eurosistema, 2021, <https://www.bis.org/review/r210304g.pdf>.
- H.4.1. Statistical Release*, Federal Reserve, 2021, <https://www.federalreserve.gov/releases/H41/20210325/>.
- Keeley B., Love P., *From Crisis to Recovery, The Causes, Course and Consequences of the Great Recession*, OECD Insights, 2010, <https://www.oecd.org/insights/46156144.pdf>.

- Key ECB Interest Rates*, ECB Explainers, 2020, https://www.ecb.europa.eu/stats/policy_and_exchange_rates/key_ecb_interest_rates/html/index.en.html.
- Labonte M., *The Federal Reserve's Response to COVID-19: Policy Issues*, Congressional Research Service, 2021, <https://crsreports.congress.gov/product/pdf/R/R46411>.
- Lee Y.N., *Do negative interest rates work? Economists can't agree on how effective the policy is*, CNBC, 2020 <https://www.cnbc.com/2020/06/12/do-negative-interest-rates-work-economists-cant-agree-on-how-effective-the-policy-is.html>.
- Mishkin F., *Money, banking, and financial markets*, Columbia University, Pearson: Global Edition, 2019.
- Mitrega-Niestrój K., *Skutki światowego kryzysu finansowego w sferze realnej – ujęcie międzynarodowe*, Uniwersytet Ekonomiczny w Katowicach, 2012.
- Morgan P., *The Role and Effectiveness of Unconventional Monetary Policy*, ADBI Working Paper 163, Tokyo: AD Bank Institute, 2009, <http://www.adbi.org/workingpaper/2009/11/11/3366.role.unconventional.monetary.policy>.
- Pandemic emergency purchase programme (PEPP)*, ECB Monetary Policy Instruments, 2021, <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/pepp/html/index.en.html>.
- Reserve Requirements*, FED Policy Tools, 2020, <https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/reservereq.htm>.
- Rule G., *Understanding the central bank balance sheet*, London: Bank of England Handbook, 2015.
- Skidmore D., Cheng J., Powell T., Wessel D., *What's the Fed doing in response to the COVID-19 crisis? What more could it do?*, The Hutchins Centre on Fiscal and Monetary Policy, 2020, <https://www.brookings.edu/research/fed-response-to-covid19>.
- Smaghi L., *Conventional and unconventional monetary policy*, European Central Bank Articles, 2009, <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2009/html/sp090428.en.html>.
- The ECB's response to the financial crisis*, ECB Monthly Bulletin, October 2010, https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/art1_mb201010en_pp59-74en.pdf.
- The euro area bank lending survey – first quarter of 2021*, ECB surveys, 2021, https://www.ecb.europa.eu/stats/ecb_surveys/bank_lending_survey/html/ecb.blssurvey2021q1~5ab71bda59.en.html.

- The Federal Reserve System Purposes and Function*, Federal Reserve System Publication, 2016, https://www.federalreserve.gov/aboutthefed/files/pf_complete.pdf.
- Weiss M., Labonte M., Jackson J., *COVID-19: Federal Reserve Support for Foreign Central Banks*, Congressional Research Service, 2020, <https://crsreports.congress.gov/product/details?prodcode=IF11498>.
- Weiss M., Jackson J., Schwarzenberg A.B., Nelson R.M., Sutter K.M., Sutherland M.D., *Global Economic Effects of COVID-19*. Washington, D.C.: Congressional Research Service, 2021.
- What Really Caused the Great Recession*, Policy Brief, Berkley University of California, 2018, <https://irle.berkeley.edu/files/2018/09/IRLE-What-Really-Caused-the-Great-Recession.pdf>.
- World Bank Open Data 2022, <https://databank.worldbank.org/databases>.
- World Economic Outlook: Recovery, Risk, and Rebalancing*, International Monetary Fund. Washington, October 2010.
- Yglesias M., *The Fed and the 2008 financial crisis*, Vox Journal, 2015, <https://www.vox.com/2014/6/20/18079946/fed-vs-crisis>.

DZIAŁANIA STABILIZACYJNE BANKÓW CENTRALNYCH W OKRESIE KRYZYSÓW EKONOMICZNYCH: ANALIZA PORÓWNAWCZA POLITYKI MONETARNEJ EUROPEJSKIEGO BANKU CENTRALNEGO I SYSTEMU REZERWY FEDERALNEJ USA

Streszczenie

Celem opracowania jest analiza i ocena działań stabilizacyjnych prowadzonych przez dwa najpotężniejsze banki centralne na świecie: System Rezerwy Federalnej Stanów Zjednoczonych (FED) i Europejski Bank Centralny (EBC) w odpowiedzi na dwa największe kryzysy gospodarcze ostatnich lat. Podjęta została dyskusja na temat skuteczności polityki monetarnej prowadzonej przez FED i EBC podczas kryzysu finansowego lat 2007–2008 oraz kryzysu gospodarczego wywołanego przez pandemię COVID-19. Wskazane i ocenione zostały różnice między działaniami analizowanych banków centralnych w czasie obydwu kryzysów. Wyniki analiz wskazują, że polityka monetarna prowadzona na poziomie narodowym w przez obydwa banki centralne odegrała kluczową rolę w łagodzeniu społeczno-gospodarczych skutków obydwóch kryzysów gospodarczych. Zarówno FED, jak i EBC wykazały się

wysoką efektywnością w procesie zwalczania skutków kryzysów, stosowały jednak różne narzędzia monetarne. Działania prowadzone przez FED w czasie kryzysu finansowego były bardziej inwazyjne niż te podejmowane przez EBC, zwłaszcza w zakresie skupu aktywów finansowych na dużą skalę. Generalnie jednak obydwa banki centralne w dużym stopniu wspierały system finansowy i sferę realną swoich gospodarek. Podczas kryzysu pandemicznego sytuacja uległa zmianie i w 2020 r. obydwa banki centralne aktywnie wykorzystywały swoje możliwości wpływania na stopy procentowe poprzez zakupy aktywów finansowych. Ponownie jednak EBC był bardziej skoncentrowany na oferowaniu ułatwień kredytowych dla podmiotów gospodarczych niż jego amerykański odpowiednik. Pod względem powrotu na ścieżkę wzrostu gospodarczego oraz osiągnięcia docelowego poziomu inflacji gospodarka Stanów Zjednoczonych znacznie wyprzedziła strefę euro zarówno podczas kryzysu finansowego, jak i kryzysu COVID-19, co może wskazywać na wyższą skuteczność działań stabilizacyjnych FED w porównaniu do EBC.

Słowa kluczowe: bank centralny, konwencjonalne i niekonwencjonalne instrumenty polityki monetarnej, kryzys gospodarczy, polityka stabilizacyjna banku centralnego

STABILIZATION POLICY OF CENTRAL BANKS DURING ECONOMIC CRISES: A COMPARATIVE ANALYSIS OF THE MONETARY POLICY OF THE EUROPEAN CENTRAL BANK AND THE US FEDERAL RESERVE SYSTEM

Abstract

The aim of the paper is to analyze and evaluate the stabilization activities carried out by the two most powerful central banks in the world: the US Federal Reserve System (FED) and the European Central Bank (ECB) in response to the two largest economic crises of recent years. A discussion was launched on the effectiveness of the monetary policy pursued by the FED and the ECB during the financial crisis of 2007–2008 and the economic crisis caused by the COVID-19 pandemic. Differences between the actions of the analyzed central banks during both crises were indicated and assessed. The results of the analyzes indicate that the monetary policy conducted at the national level by both central banks played a key role in mitigating the socio-economic effects of both economic crises. Both the FED and the ECB

showed high efficiency in the process of combating the effects of crises, but they used different monetary tools. The actions taken by the FED during the financial crisis were more invasive than those taken by the ECB, especially in large-scale financial asset purchases. Generally, however, both central banks largely supported the financial system and the real economy of their economies. During the pandemic crisis, the situation changed and in 2020 both central banks actively used their ability to influence interest rates by purchasing financial assets. Again, however, the ECB was more focused on offering credit facilities to businesses than its US counterpart. In terms of returning to the path of economic growth and achieving the target inflation level, the US economy significantly outperformed the euro area during both the financial crisis and the COVID-19 crisis, which may indicate a higher effectiveness of the FED's stabilization measures compared to the ECB.

Keywords: central bank, conventional and unconventional instruments of monetary policy, economic crisis, stabilization policy of the central bank

Cytuj jako:

Działo J., *Działania stabilizacyjne banków centralnych w okresie kryzysów ekonomicznych: analiza porównawcza polityki monetarnej Europejskiego Banku Centralnego i Systemu Rezerwy Federalnej USA*, „Myśl Ekonomiczna i Polityczna” 2022, nr 4(75), s. 9–38. DOI: 10.26399/meip.4(75).2022.20/j.dzialo

Cite as:

Działo J. (2022). ‘Stabilization policy of central banks during economic crises: A comparative analysis of the monetary policy of the European Central Bank and the US Federal Reserve System’. *Myśl Ekonomiczna i Polityczna* 4(75), 9–38. DOI: 10.26399/meip.4(75).2022.20/j.dzialo