

Anna Ząbkowicz*

Ewolucja celu władzy monetarnej. Przypadek Rezerwy Federalnej Stanów Zjednoczonych

Bańka spekulacyjna, która urosła w pierwszych latach naszego wieku na amerykańskim rynku nieruchomości wiąże się ściśle z rozwojem rynków finansowych w Stanach Zjednoczonych po 1980 roku i z polityką Komitetu oraz Zarządu Rezerwy Federalnej (Fed)¹⁴³. W latach 80. w USA interesy związane z obrotem akcjami urosły dostatecznie, aby stanowić siłę, z którą musiał liczyć się bank centralny. W latach 90. w okresie niskiej inflacji dla amerykańskiego banku centralnego zadaniem stawało się stabilizowanie rynków aktywów. Obniżki krótkookresowych stóp na przełomie lat 80. i 90. otwierały możliwości odrobienia strat dla banków komercyjnych, ale stanowiły także ulgę dla firm zaangażowanych na rynku akcji. Analiza procesów rozwijających się od połowy lat 90. po dziś dzień uzmysławia pewną regularność w działaniach Fedu. W trakcie pęcznienia baniek cenowych na rynkach akcji i nieruchomości w końcu lat 90. XX w. i w połowie bieżącej dekady polityka pieniężna była bierna, natomiast po załamaniu cen aktywów sprowadzała się do obniżek stóp procentowych i zwiększenia płynności banków.

Z przykładu Rezerwy Federalnej można wyciągnąć wnioski dla polityki stabilnego pieniądza. Wydaje się, że im większa rola rynków finansowych¹⁴⁴ w gospodarce, tym wyraźniej ujawnia się związek między kondycją bankowości komercyjnej oraz

* Autorka jest pracownikiem Instytutu Nauk Ekonomicznych PAN.

¹⁴³ Instytucja prowadząca politykę monetarną w Stanach Zjednoczonych ma strukturę odmienną niż europejskie banki centralne. Rezerwa Federalna (the Fed) stanowi system 12 banków regionalnych, które pośredniczą między bankami komercyjnymi i Zarządem Rezerwy Federalnej. Zarząd i Federalny Komitet ds. Operacji Otwartego Rynku (Federal Open Market Committee) podejmują decyzje, które między innymi mają regulować podaż pieniądza i dostępność kredytu (Downes 1991). W tym sensie spełniają funkcje banku centralnego.

¹⁴⁴ Pod tą nazwą, oprócz rynku kredytu, należy rozumieć obroty papierami udziałowymi (akcje) i papierami dłużnymi (np. obligacje), transakcje walutami i kontraktami na giełdach towarowych, i in.. Często wagę finansów w gospodarce prezentuje się za pomocą „pakietu”, zawierającego transakcje finansowe, ubezpieczeniowe i obrót nieruchomościami (*finance, insurance and real estate* – FIRE).

koniunkturą na rynkach akcji i – jak pokazuje współczesny boom i załamanie na rynku pożyczek hipotecznych – także na rynku nieruchomości.

1. Nadzór i konflikt interesów

Przypadek interesujący z punktu widzenia współczesnego banku centralnego zaczyna się w USA w latach 80. W tej dekadzie bowiem polityka wobec rynków finansowych ujawnia cechy, które okazały się stosunkowo trwałe. Po pierwsze, potwierdził się trend do deregulacji finansów. Po drugie, realne stopy procentowe (krótko- i długoterminowe) utrzymywały się na wysokim, nie notowanym w poprzednich dekadach poziomie, odmierzając nowy rozdział w historii.

Rezerwie Federalnej Stanów Zjednoczonych przyszło realizować cele banku centralnego w trudnych okolicznościach. Z jednej strony, deregulacja na początku lat 80. XX w. sprawiła, że Fed musiał stawić czoła kryzysowi, wywołanemu działalnością oszczędnościowych instytucji Savings&Loan Associations. Z drugiej strony, Fed stanął przed wyzwaniem bezprecedensowej inflacji. Po obu szokach naftowych ceny w USA przyspieszyły w skali nie notowanej od wczesnych lat powojennych. W latach 70. roczne zmiany wskaźnika CPI sięgały 15%. Był to szok po długim okresie stabilnych cen w latach 50. i 60., na który Fed odpowiedział szokową terapią, polegającą przede wszystkim na rekordowych podwyżkach stóp procentowych własnych funduszy. Od pierwszej połowy lat 80. poziom stóp procentowych utrzymywał się (po uwzględnieniu inflacji) średnio na poziomie 6-7 procent, podczas, gdy przed szokiem naftowym w 1973 roku kształtował się na poziomie około 3 procent¹⁴⁵.

Ograniczenie inflacji i utrzymanie stabilnego poziomu cen stało się podstawowym celem Fed. Przez większość lat 80. dyskusje Komitetu Rezerwy Federalnej ds. Otwartego Rynku (Federal Reserve Open Market Committee - FOMC) koncentrowały się na celach monetarnych, ograniczaniu inflacji i – czasami – na aspektach walutowych¹⁴⁶. Jeśli abstrahować od wpływu, jaki wysokie stopy procentowe miały na tempo wzrostu gospodarczego i na zadłużenie gospodarki w tym okresie, mając na uwadze jedynie cel ograniczenia inflacji na rynku dóbr i usług, można stwierdzić, że

¹⁴⁵ G Dumenil., D. Levy, *Costs and Benefits of Neoliberalism: A Class Analysis*, w: *Financialization and the World Economy*, red. G. A. Epstein, E. Elgar, Cheltenham, UK, Northampton MA, 2005, s. 31.

¹⁴⁶ R. Parenteau, *The Late 1990's US Bubble: Financialization in the Extreme*, w: *Financialization and the World Economy*, red. G. A. Epstein, E. Elgar, Cheltenham, UK, Northampton MA, 2005, s. 136.

polityka operowania stopami procentowymi na nowym, realnie wyższym poziomie, zapoczątkowana przez Paula Volckera i kontynuowana do 2001 roku przez Alana Greenspana, odniosła skutek. Tempo wzrostu cen (CPI) po 1982 roku zostało znacznie ograniczone - do około 5% rocznie w latach 80. i około 2,5% rocznie w latach 90.¹⁴⁷

Stawiając czoła bezprecedensowemu zagrożeniu inflacją, Fed nie mógł unikać kwestii nadzoru bankowego. Wspomniany kryzys Savings&Loan Associations na porządku dziennym stawiał stosunkowo nowy problem, jak *deregulować*, nie narażając pieniędzy powierzonych sektorowi bankowemu na nadmierne ryzyko. Zjawiska na rynku akcji, które opiszę niżej, wywołały kwestię, jak daleki zasięg powinna mieć przezorność banku centralnego. W szczególności chodziło o korporacyjnych klientów banków z sektora nie-finansowego, którzy kredytem finansowali zakupy akcji (*leveraged buy-out* - LBO). Próba uregulowania tej sytuacji przez bank centralny, oznaczająca w istocie wyjście poza rynek pieniądza i papierów dłużnych, wywołała ostrą reakcję polityczną, popieraną przez potężnych uczestników rynku akcji.

Dlaczego Paul Volcker podjął wspomnianą próbę? Wiele tłumaczy kontekst. Po 1982 roku, w okresie wysokich realnych stóp procentowych spektakularnie wzrosła kreacja kredytu w gospodarce amerykańskiej. Ten paradoks wiązać należy z równoległe postępującą deregulacją finansową, która wydaje się najbardziej trwałą cechą neoliberalizmu. Dzięki niej, mimo wysokiej *cen*y zwiększyła się *dostępność* kredytu bankowego. Drugą stroną ekspansji kredytu było rosnące zadłużenie sektora publicznego i prywatnego. Po roku 1982 deficyty federalnego budżetu i pożyczki sektora prywatnego wzrosły dramatycznie. Przy tym nie zawsze uświadamiamy sobie proporcje. Przeciętnie każdego roku w ósmej dekadzie ubiegłego wieku pożyczki prywatne były trzykrotnie większe od całego deficytu budżetowego. W narastaniu zadłużenia sektora prywatnego zwracał uwagę wzrost znaczenia kredytu w operacjach korporacji nie-finansowych¹⁴⁸. Udział zadłużenia z tytułu kredytów w rynkowej wartości ich aktywów netto między rokiem 1982 i 1992 gwałtownie rósł aby ustabilizować się na nowym, ponad dwukrotnie wyższym poziomie. W 1992 roku na jednorazowe wywiązanie się ze wszystkich swoich zobowiązań wobec wierzycieli

¹⁴⁷ M.B. Lehman, *The Wall Street Journal Workbook. Real World Economic Applications*, Irwin McGraw-Hill, Boston-Burr-Ridge -Dubuque-Madison-NewYork-San Francisco-St.Louis, 1997, wykres 11- 9.

¹⁴⁸ J. Crotty, *The Neoliberal Paradox: The Impact of Destructive Product Market Competition and 'Modern' Financial Markets on Nonfinancial Corporation Performance in the Neoliberal Era*, w: *Financialization and the World Economy*, red. G. A. Epstein, E. Elgar, Cheltenham, UK, Northampton MA, 2005, s. 84.

korporacje spoza sektora finansów musiałyby poświęcić blisko połowę swojego majątku.

Na rynku akcji w latach 1980-1987 trwała niebywała hossa. Na przykład, na New York Stock Exchange wartość rocznej sprzedaży akcji w odniesieniu do wartości notowanych firm w końcu tego okresu była dwukrotnie wyższa niż na początku¹⁴⁹. Przyczyniło się do tego głównie szaleństwo lewarowanych zakupów akcji w celu dokonania fuzji lub akwizycji (LBO), w czym nie małą rolę zaczęły odgrywać korporacje spoza sektora finansowego. Operacje tego typu przynosiły wysokie zyski i pozwalały odbudować ich poziom po tym, jak w pierwszej połowie lat 80. możliwości zysków z inwestycji produkcyjnych w sektorze przetwórczym osiągnęły najniższy poziom. W drugiej połowie lat 80. nie-finansowe korporacje około jednej piątej dochodów netto (*cash flow*) przeznaczały na zakup akcji, podczas gdy przed 1984 rokiem na zakupy akcji nie przeznaczały prawie nic albo były ich sprzedawcą netto¹⁵⁰.

W rezultacie zjawisk, które zaczęły się rozwijać w opisywanym okresie, szybko rosło znaczenie finansów w gospodarce USA. Stosunek długu publicznego i prywatnego łącznie do PKB zwiększył się z 1,6 w 1981 roku do 2,8 w 2001 roku. Hossa na giełdach trwająca niemal nieprzerwanie od 1980 roku sprawiła, że kapitalizacja rynku akcji, która w okresie powojennym była warta połowę amerykańskiego PKB, obecnie znacznie przekracza wartość produktu globalnego¹⁵¹. Jak wynika z opisu aktywność na obu tych rynkach, tj. zarówno na rynku kredytu jak na rynku akcji, stała się istotną częścią operacji firm, których główny nurt działalności tradycyjnie nie był związany z osiąganiem zysków finansowych. Korporacje nie-finansowe intensywnie zadłużały się w bankach, dużą część środków angażując w fuzje i akwizycje czyli w zakupy akcji.

Troskę Fedu budziło to, że kredyty w istotnej części finansowały zakupy akcji, nie przyczyniając się wiele do wzrostu kapitału firm w sensie urządzeń i budynków. Przez to zobowiązania dłużnicze obciążały istniejący majątek, który wcale nie był bardziej produktywny niż przed boorem lewarowanych zakupów¹⁵². W dodatku, w drugiej połowie dekady boom zaczął się wypalać. Za akwizycję lub fuzję trzeba było płacić coraz wyższą cenę, więc zwrot z inwestycji był coraz mniejszy. Rosła niepewność co do wypłacalności korporacyjnych klientów banków komercyjnych.

¹⁴⁹ Ibidem, s. 92.

¹⁵⁰ Ibidem, s. 98.

¹⁵¹ Ibidem., s.85.

¹⁵² R. Parenteau, op.cit., s.134.

Ta inżynieria finansowa budziła niepokój ze względu na zyskowość banków USA, z których wiele ucierpiało wskutek kryzysu zadłużenia w Ameryce Łacińskiej na początku lat 80. Ale można przypuszczać, że grały rolę również inne istotne względy. Korporacje spoza sektora finansowego stanowią rdzeń gospodarki nawet w USA, czyli w kraju, gdzie sektor finansowy jest wyjątkowo rozwinięty. To właśnie te firmy tworzą większość miejsc pracy, wdrażają większość ważnych technologii (nawet jeżeli nie przyczyniają się do ich wynalezienia), ponoszą większość wydatków na inwestycje i wytwarzają większość zysków. Zadłużenie korporacji nie-finansowych oraz ich zaangażowanie w stosunkowo ryzykowne operacje na rynku akcji może odbić się na zyskowości tego sub-sektora, a ze względu na jego znaczenie w gospodarce – również na wzroście PKB.

Mało znaną odpowiedzią banku centralnego na taki rozwój sytuacji była próba wzmocnienia regulacji pożyczek bankowych, wspierających akwizycje. W 1986 roku Paul Volcker rozważał ograniczenie zdolności pożyczkowej firm przejmujących. Specjalny wymóg odnosić się miał do realnej sytuacji, kiedy firma starająca się przejąć akcje ubiega się o kredyt w celu sfinansowania tej operacji, oferując przy tym w zastaw akcje firmy przejmowanej. Pomysł polegał na nałożeniu na potencjalnego nabywcę obowiązku złożenia odpowiednio dużego depozytu w papierach wartościowych lub gotówce (*margin requirement*). W opisywanej niepewnej sytuacji byłoby to działanie *zapobiegawcze*, które być może schłodziłoby akwizycyjny zapał, uchroniłoby niektóre banki i ich klientów przed złymi pożyczkami i oszczędziłoby bankowi centralnemu interwencji *po fakcie*, polegającej na wstrzyknięciu dodatkowej płynności do systemu bankowego.

Jednak ograniczając zdolność pożyczkową firm przejmujących papiery udziałowe, bank centralny przyczyniłby się chcąc nie chcąc do ograniczenia obrotów akcjami. W istocie była to próba regulowania obrotów na rynku akcji, który nie jest tradycyjną domeną banku centralnego, i jako taka wzbudziła reakcję Sekretarza Skarbu, *nota bene* byłego wysokiego funkcjonariusza jednej z firm na Wall Street¹⁵³.

Robert Parenteau, za którym przytaczam historię tego projektu, tłumaczy gwałtowność reakcji i fiasko tej próby tym, że w ówczesnych okolicznościach interesy

¹⁵³ W wywiadzie Paul Volcker wspominał, że w czasie, gdy on nosił się z tą ideą „Don Regan, ówczesny sekretarz skarbu, poruszył praktycznie każdą rządową agendę, aby pisali do nas, że taki przepis zrujnuje Amerykę. Nawet Departament Stanu pisał do nas. A co u diabła Departament Stanu miał z tym wspólnego?... Myślę, że z czysto politycznych powodów [uregulowanie lewarowanych przejęć] byłoby prawie niemożliwe, nawet gdybym miał więcej przekonania niż wtedy miałem. Intensywność politycznych nacisków czasami przerażała mnie.” (cyt. ibidem, s.135).

pośredników w handlu papierami wartościowymi i giełd z Wall Street okazały się bardziej zbieżne z interesami posiadaczy akcji niż z interesami banków komercyjnych.

W interesach na rynku kredytowym liczy się między innymi względ na wypłacalność. Nawet w okresie, kiedy realne stopy procentowe są wysokie, jak w USA w latach 80., wierzyciele tracą w razie, gdy odsetki nie zostają spłacone. Bank centralny tradycyjnie dzieli z nimi tę troskę i dlatego podejmuje działania, które mają zapobiegać narastaniu należności nieregularnych, wątpliwych i straconych. W tym względzie interesy banków komercyjnych jako wierzycieli zbiegają się z interesami posiadaczy obligacji. Posiadaczami i nabywcami papierów dłużnych są między innymi banki inwestycyjne; niektóre z nich w USA urosły do wielkości Goldman Sachs. Jest to potężna grupa nacisku, o czym świadczy określenie stosowane do największych z nich – Bond Gods.

Banki inwestycyjne są zarazem głównymi graczami na rynku akcji. Ich rola polega między innymi na organizowaniu debiutów giełdowych, organizowaniu i obsłudze fuzji i akwizycji, organizowaniu emisji obligacji korporacyjnych. Ich zarobki zależą nie tyle od wysokości prowizji pobieranych od transakcji, co od wielkości obrotów. W interesie banków inwestycyjnych leży zatem, aby rynek akcji był płynny i aby ceny akcji rosły. Tym samym zainteresowani są emitenci i posiadacze akcji.

Opisany epizod może służyć jako przykład, że interesy grup związanych z dwoma potężnymi i prężnymi rynkami finansowymi w USA - rynkiem kredytu i rynkiem akcji, nie zawsze idą w parze. Próba rozszerzenia regulacji, która perspektywicznie miała chronić interesy banków komercyjnych, groziła ograniczeniem obrotów akcjami, a zatem godziła w interesy banków inwestycyjnych i innych podmiotów aktywnych na giełdach papierów udziałowych. Opisana konfrontacja i fiasko próby może nasuwać wnioski, że w latach 80. w USA interesy związane z obrotem akcjami urosły dostatecznie, aby stanowić siłę, z którą musi się liczyć bank centralny.

2. Zmiana hierarchii celów

Bezpośrednio do napisania tego artykułu zainspirowała mnie pewna obserwacja. Mianowicie, wraz z postępującą w latach 90. integracją rynków finansowych uwaga amerykańskich władz monetarnych przesuwała się od tradycyjnego celu ograniczania inflacji cen dóbr ku powstrzymaniu ryzyka systemowego, jakie może się pojawić na rynkach finansowych, a w szczególności - ku celowi stabilizacji cen niektórych aktywów finansowych.

Tradycyjnie rozwój sytuacji na rynku akcji miał niewielkie znaczenie w polityce monetarnej banku centralnego. Przegląd protokołów z posiedzeń Komitetu Rezerwy

Federalnej (FOMC) wskazuje, że obrót papierami udziałowymi był traktowany w dyskusjach na temat tej polityki jako osobliwe poboczne zjawisko¹⁵⁴. Zmiana perspektywy banku centralnego w USA wiąże się z eksplozją pożyczek w celu zakupu i pod zastaw akcji w latach 80. Z powodu owych transakcji zyskowność i płynność banków komercyjnych stała się w większym niż dotychczas stopniu zależna od cen na rynku papierów udziałowych. Dzięki euforii lewarowanych fuzji i akwizycji w latach 80., banki komercyjne z powodzeniem odrabiały straty poniesione na początku dekady w następstwie niewypłacalności swoich latynoamerykańskich dłużników. Jednak, kiedy bańka cenowa na rynku akcji pękła i w październiku 1987 roku doszło do katastrofalnego załamania, banki ponownie doświadczyły dramatycznego spadku stóp zwrotu. To wzbudziło falę bankructw bankowych o wysokości nie notowanej od czasu Wielkiej Depresji. W roku 1990 zaledwie 30% należności było spłacanych regularnie¹⁵⁵. Nastąpił kolejny kryzys wypłacalności, przy czym tym razem znaczącym źródłem destabilizacji był rodzimy rynek kapitałowy.

Fakt ten jest wart komentarza. W podręcznikach finansów można znaleźć opis transmisji impulsów wzbudzonych zmianami stóp procentowych banku centralnego na ceny aktywów¹⁵⁶. Ten epizod historii gospodarczej USA sygnalizuje sytuację odwróconego wpływu. Mianowicie, zmiany cen aktywów mogą dramatycznie oddziaływać na kondycję sektora bankowego. Dzieje się tak, gdy banki komercyjne i inwestycyjne znacznie angażują się w finansowanie na przykład obrotu akcjami czy zakupu nieruchomości.

Znamienne, że w akcji ratunkowej brał udział nie tylko Fed, a podjęte środki służyły ratowaniu (*bail-out*) zarówno płynności systemu bankowego jak brokerów na rynku akcji. O tym, że ranga rynków kapitałowych i walutowych w polityce gospodarczej wzrosła, świadczy nietypowe jak na stosunki amerykańskie, korporatystyczne rozwiązanie instytucjonalne. Mianowicie, prezes Fedu, którym w tym czasie został Alan Greenspan, wszedł w skład Grupy Roboczej ds. Rynków Finansowych, gdzie obok niego zasiadali sekretarz skarbu i przewodniczący komisji nadzorujących wszystkie giełdy (towarowe, papierów wartościowych oraz walut). Powołany w parę miesięcy po październikowym załamaniu organ był nie tylko platformą porozumienia między najwyższymi urzędnikami nadzorującymi rynki finansowe, lecz stanowił także kanał dostępu do nadzoru dla uczestników tych rynków.

¹⁵⁴ Ibidem, s.133.

¹⁵⁵ R. Brenner, *The Boom and the Bubble: The US in the World Economy*, Veso, New York/London, 2002, s. 88.

¹⁵⁶ Z. Polański, *Polityka pieniężna*, w: *System finansowy w Polsce*, red. B. Pietrzak, Z. Polański, B. Woźniak, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa, 2006, s. 138.

Zgodnie z prezydenckim rozporządzeniem misją Grupy Roboczej było „wzmacnianie integralności, efektywności, ładu i konkurencyjności rynków finansowych naszego Narodu oraz podtrzymywanie zaufania inwestorów”. Temu celowi służyło konsultowanie się w uzasadnionych przypadkach „z przedstawicielami różnych giełd, domów clearingowych, samorządnych organów regulacyjnych¹⁵⁷ oraz z ważnymi uczestnikami rynku, aby, kiedy to tylko możliwe, identyfikować rozwiązania pochodzące z sektora prywatnego.”¹⁵⁸

Komitet i Zarząd Rezerwy Federalnej postępowały zgodnie z deklaracją złożoną na krótko przed wybuchem kryzysu, 19 września 1987 roku: „Rezerwa Federalna, w zgodzie z odpowiedzialnością, którą ponosi jako narodowy bank centralny, potwierdziła dzisiaj swoją gotowość, aby służyć jako źródło płynności i wspierać tym samym system ekonomiczny i finansowy.”¹⁵⁹ W październiku 1987 roku krótkookresowe stopy procentowe pod wpływem Fedu zostały natychmiast obniżone (z 7.25% do 6,88%) i były konsekwentnie obniżane w następnych latach, do 1994 roku. Nawiasem mówiąc, była to także odpowiedź na recesję w latach 1990-91 i na ograniczoną zdolność pożyczkodawców do finansowania zadłużonego biznesu¹⁶⁰. Jak z tego wynika, nowy prezes Alan Greenspan koncentrował się na wstrzykiwaniu płynności do systemu „po przejściach”. Zamiast regulacji zapobiegawczych, które można było podjąć zanim doszło do kryzysu giełdowego, Fed przekazał sygnał o zabezpieczeniu i kiedy kryzys stał się faktem, wywiązywał się z obietnicy podtrzymywania płynności.

Wybór Fedu można tłumaczyć następująco. Regulacje, w ogóle niechętnie przyjmowane przez rynki jako działania o charakterze administracyjnym, w tej szczególnej sytuacji - z uwagi na lewarowane zakupy akcji - groziły konfrontacją z uczestnikami rynku akcji, o czym przekonał się poprzednik prezesa Greenspana. Natomiast obniżki krótkookresowych stóp Fedu na przełomie lat 80. i 90. otwierały możliwości odrobienia strat dla banków komercyjnych, ale stanowiły także ulgę dla firm zaangażowanych na rynku akcji. Dla tych ostatnich były zwiastunem wzrostu cen papierów udziałowych. Stosunkowo niskie stopy procentowe i wzrost podaży kredytu

¹⁵⁷ W oryginale “self-regulatory bodies”. Chodzi o instytucje regulujące działalność brokerów, dilerów oraz banków, inne niż Zarząd Rezerwy Federalnej i Komisja ds. Papierów Wartościowych i Giełd (Securities and Exchange Commission - SEC) i nadzorowane przez te ostatnie (J. Downes, *Dictionary of Finance and Investment Terms*, Jordan Elliot Goodman, New York, 1991).

¹⁵⁸ Cyt. za R. Parenteau, op.cit., s. 137.

¹⁵⁹ Cyt. ibidem, s. 136.

¹⁶⁰ R. Brenner, op.cit., s. 88.

pchają w górę ceny aktywów. Banki natomiast mogły poprawić swoje bilanse dzięki znacznie niższemu kosztowi pozyskiwania środków na rynku międzybankowym i stosunkowo wysokiej rentowności papierów skarbowych¹⁶¹. Wreszcie, co istotne, niskie stopy procentowe w tym okresie przyniosły ulgę także realnej gospodarce, o czym świadczy odbudowa po 1993 roku zyskowności w sektorze przetwórczym. W 1996 roku już 97% bankowych należności było spłacanych regularnie¹⁶².

Okoliczności wyżej opisane sugerują, że inne rynki finansowe (poza rynkiem pieniądza), w szczególności rynek akcji, zajmowały uwagę Fedu po 1987 roku znacznie bardziej niż do tej pory. Słowa najczęściej cytowanego szefa banku centralnego wydają się potwierdzać tę obserwację. Tuż przed październikowym załamaniem, we właściwym sobie zawołanym stylu Alan Greenspan na pierwszym posiedzeniu Komitetu Rezerwy Federalnej ds. Otwartego Rynku, któremu po nominacji przewodniczył, wyjął: „Siedzimy tu od rana i nikt nawet nie wspomniął o rynku akcji, który jest całkiem interesujący sam w sobie. Myślę, że jest ważny w tym sensie, że jako ekonomiczna siła – jak uczy nas historia – czasami działa a czasami nie.”¹⁶³. Doświadczenie w 1987 roku tego, jak silnie może oddziaływać rynek akcji sprawiło, że w okresie 1987-1994 Fed działał na rzecz obniżek krótkoterminowych stóp procentowych (przy średnim poziomie wyższym niż w przed 1979 rokiem), co stabilizowało sytuację zarówno na rynku pieniądza jak papierów wartościowych.

Powołaniem Grupy Roboczej i opisywaną zmianą nastawienia banku centralnego powodowało dążenie, aby nie dopuścić do powtórzenia się katastrofy podobnej tej z 1987 roku. Paradoksalnie, był to dopiero początek okresu destabilizacji. Boom na rynku akcji, w którego finansowaniu przed 1987 rokiem pośredniczyły banki komercyjne i inwestycyjne, przyczynił się do narastania bańki cenowej, a po tym, jak wartość akcji okazała się w dużej mierze iluzją - do kłopotów banków. Fed zareagował działając na rzecz obniżek krótkoterminowych stóp procentowych. Stosunkowo niskie stopy procentowe i wzrost podaży kredytu sprzyjają wzrostowi cen aktywów, w szczególności - akcji. Z kolei wzrost wartości akcji poprawia bilanse pożyczkobiorców. To ośmiela do ekspansji zakupów na kredyt. Rosnący popyt dalej pcha ceny akcji w górę. Opisane wydarzenia zapoczątkowały serię baniek cenowych

¹⁶¹ Narastanie w latach 80. deficytu budżetowego sprawiło, że zasoby obligacji rządowych w bankach znacznie się zwiększyły. Fed na początku lat 90. obniżył koszt swoich funduszy dostatecznie, aby powstała duża różnica (*spread*) między rynkową stopą procentową *overnight* oraz dochodami, jakie zapewniało posiadanie lub sprzedaż papierów skarbowych (R. Parenteau, op. cit., s. 138-139).

¹⁶² R. Brenner, op.cit., s.89.

¹⁶³ cyt. R. Parenteau, op.cit., s. 135.

na rynkach aktywów - na początku lat 90., na przełomie XX i XXI wieku i w drugiej połowie bieżącej dekady, po których następowały okresy znacznego spadku stóp procentowych, zdecydowanie częstsze niż przed 1987 rokiem.

Daleka jestem od przypisywania tej sytuacji wyłącznie określonej polityce monetarnej. Z drugiej strony, nie miejsce tu na szukanie korzeni destabilizacji finansów w realnej gospodarce USA, czym zajmuje się w swoich książkach i artykułach Robert Brenner¹⁶⁴. Ważny z punktu widzenia tematu tego artykułu jest wniosek, że skutki opisanej w poprzednim akapicie polityki Fedu służyły krótkookresowym interesom zarówno na rynku kredytu jak na rynku akcji.

W okresie ograniczonej inflacji uwaga amerykańskiego banku centralnego zaczęła się przesuwac od utrzymania stabilnego poziomu cen dóbr i usług ku sytuacji na rynkach finansowych. Epizodem, który obnaża to przewartościowanie, wydaje się zdecydowana interwencja Fedu na rynkach kredytu i akcji na jesieni 1998 roku. W obliczu kolejnej destabilizacji rynku kapitałowego w USA, związanej z kryzysem rosyjskim w 1998 roku, której bezpośrednią przyczyną stało się ujawnienie ogromnych strat jednego z funduszy hedgingowych, Long-Term Capital Management (LTCM), bank centralny zaangażował się bezpośrednio w ratowanie tej nie-bankowej instytucji. Pod auspicjami Nowojorskiego Banku Rezerwy Federalnej powstało konsorcjum, które zorganizowało wielomiliardową pożyczkę dla LTCM. Interwencję uzasadniano oczywiście negatywnymi reperkusjami dla rynku kredytu, wzbudzonymi panicznym wycofywaniem się kredytodawców funduszu. Prezes Greenspan podkreślił, że ponadto upadek LTCM z dużym prawdopodobieństwem zachwiałyby światowym systemem finansowym¹⁶⁵. W związku z tym Fed trzy razy z rzędu obniżył stopy procentowe w nadziei – jak stwierdzał protokół z telekonferencji Komitetu (FOMC) 15 października - „uspokojenia chwiejnych rynków finansowych i zamortyzowania następstw zaostrzenia warunków finansowych dla postępującej ekspansji.”¹⁶⁶. Podobnie jak po 1987 roku amerykański bank centralny sięgnął po to narzędzie i tym samym skierował sygnał do inwestorów, że sprzyja wzrostowi rynku akcji po to, aby ustabilizować gospodarkę – w pierwszym rzędzie krajową, a przez to i międzynarodową, skłaniającą

¹⁶⁴ R. Brenner, op.cit.; R. Brenner., *The Capitalist Economy, 1945-2000: A Reply to Konings and to Panitch and Gindin*, w: *Varieties of Capitalism, Varieties of Approaches*, red. D. Coates, Palgrave MacMillan, Basingstoke and New York, 2005; R. Brenner, *Uneven development and the long downturn: the advanced capitalist economies from boom to stagnation*, „New Left Review”, No 229, s. 1-265, 1998; R. Brenner, *Competition and Class: A Reply to Foster and Brenner*, „Monthly Review”, vol. 51, nr 7, December, 1999.

¹⁶⁵ R. Brenner, *The Boom...*, op.cit., s. 172.

¹⁶⁶ Cyt. R. Parenteau, op.cit., s. 142.

się wówczas ku kryzysowi. Sygnał widocznie został odebrany, ponieważ sytuacja na rynku akcji momentalnie się poprawiła. W 1998 i 1999 roku indeks NYSE wzrósł znacznie, odpowiednio o 20,5% i 12,5%.

3. Stabilizacja czy gra do jednej bramki?

Opisane wyżej wydarzenia pozwalają sobie uprzytomnić pewne charakterystyczne aspekty stabilizowania rynków finansowych w wykonaniu Fedu. Oprócz sytuacji na rynku pieniądza, motywem interwencji stała się sytuacja na rynkach kapitałowych, co przykład LTCM pokazuje dość wyraźnie. W okresach spadku cen akcji i kryzysu zaufania na rynku kredytu, zarówno w 1998 roku jak wcześniej, następowała reakcja banku centralnego, która polegała na obniżaniu stóp procentowych. Nie ma zatem mowy o działaniu prewencyjnym na rzecz utrzymania stabilności sektora finansowego; polityka Fedu to raczej *łagodzenie skutków destabilizacji* dzięki zwiększeniu płynności *ex post*. Taki charakter wydaje się mieć polityka monetarna przez większą część ostatniej dekady XX w. i obecnie.

Dlaczego prezes Greenspan mógł uczynić z obniżek stóp procentowych „dyżurny” instrument stabilizacji rynków finansowych w niespokojnych czasach, które nastąpiły po krachu w 1987 roku? Zastrzyk płynności może przecież przyczynić się do ekspansji kredytu bankowego, globalnego popytu i w rezultacie - pobudzić inflację. Droga może prowadzić wprost kanałem kredytowym lub bardziej okrężnie - przez rynek akcji. Interwencja na rynku pieniądza na rzecz zwiększenia jego podaży lub obniżenia jego ceny podtrzymuje między innymi ceny akcji, zaś rosnące ceny aktywów napędzają ekspansję kredytu w ogóle, nie tylko pod zastaw. Część wzrostu kredytu zamienia się w popyt konsumpcyjny i inwestycyjny i przyczynia się do wzrostu cen.

Otóż, wzrost cen dóbr i usług w latach 90. w Stanach Zjednoczonych był na tyle umiarkowany, że nie stanowił wyzwania dla polityki monetarnej. Do niskiej inflacji przyczyniły się między innymi procesy w gospodarce realnej: znaczna poprawa produktywności w sektorze przetwórczym, stagnacja płac realnych oraz bardzo powolny wzrost cen produktów przemysłu przetwórczego na świecie. Ponadto, istotną rolę odegrał wzrost realnej wartości dolara po 1995 roku, będący w dużej mierze wynikiem umowy międzynarodowej, tzw. odwróconego Plaza Accord¹⁶⁷. Alan Greenspan w swojej wydanej w 2007 roku książce „Wiek wstrząsów. Przygody w Nowym Świecie” odwołuje się do międzynarodowych czynników jako tych decydujących. W jego oczach inflacja przestała stanowić zagrożenie w USA jakoby

¹⁶⁷ R. Brenner, *The Boom...*, op.cit., s. 235-238.

dzięki temu, że w latach 90. do globalnego rynku dołączyły kraje podlegające transformacji, w tym wielkie gospodarki Indii i Chin, które konkurując niskimi kosztami siły roboczej, wymuszały stabilizację cen¹⁶⁸. Według innych świadectw oraz wypowiedzi samego Greenspana z końca lat 90. argumenty, którymi się wówczas posługiwano, aby udowodnić brak zagrożenia inflacją, były inne i ściśle wiązały się z mitem New Economy. Zarówno o argumentach jak o samym zjawisku piszę niżej.

O ile inflacja na rynku dóbr i usług w ostatnich dekadach przestała być problemem, problem baniek cenowych na rynkach aktywów pojawiał się uporczywie. Jednak, poza epizodem w 1994 roku¹⁶⁹ i paroma odosobnionymi próbami w późniejszych latach, Fed nie podejmował działań, które zapobiegałyby narastaniu baniek lub powodowałyby ich przekłucie. To, dlaczego Zarząd ograniczał się jedynie do łagodzenia skutków takiej gorączki, częściowo wyjaśnia przekonanie jego prezesa, który wyjął: „Po oglądaniu ponad pół wieku baniek spekulacyjnych stwierdzam, że polityka monetarna ani żadna inna nie jest w stanie zapobiec takiej sytuacji, dopóki spekulacyjna gorączka sama nie ustanie.” Prawdopodobnie jednym z czynników takiej taktyki była krytyka podwyżek stóp procentowych przez wzgląd na wzrost gospodarczy, której prominentnym wyrazicielem był między innymi Lester Thurow¹⁷⁰.

Większość ostatniej dekady XX wieku w Stanach Zjednoczonych to szybki wzrost gospodarki i okres doskonały do robienia interesów finansowych. W latach 90. banki komercyjne w USA osiągały najwyższe stopy zwrotu w okresie powojennym. Wartość pakietów w posiadaniu akcjonariuszy biła rekordy. Roczne obroty na NYSE w latach 1994-2001 rosły nieprzerwanie¹⁷¹. W rezultacie, stopy zysków finansowych korporacji znacznie przewyższały stopy zysku korporacji spoza tego sektora¹⁷². Stąd coraz większe zaangażowanie na rynku kredytu i na rynku akcji firm, których główny nurt

¹⁶⁸ Ta część tekstu jest referowana za „Gazetą Wyborczą” z 18.09.2007.

¹⁶⁹ W 1994 roku Fed podjął próbę przekłucia bańki na rynku akcji, podnosząc stopy procentowe o 3 punkty procentowe, a jego prezes wyrażał w tym okresie publicznie swoje zaniepokojenie. Jednak od podwyżek szybko odstąpiono między innymi dlatego, iż stały się jedną z przyczyn wybuchu kryzysu walutowego w Meksyku w końcu 1994 roku, który zagroził zyskom zaangażowanych tam funduszy i banków amerykańskich.

¹⁷⁰ W tym czasie Lester Thurow pisał: „(...) podnosząc stopy procentowe w 1994 roku Fed zamordował słabe ożywienie gospodarki amerykańskiej (...) i spowolnił ożywienie ledwo widoczne w pozostałych krajach uprzemysłowionych (...). (L. C., Thurow, *The Future of Capitalism*, William Morrow and Company, Inc. New York, 1996, s. 191).

¹⁷¹ J. Crotty, op.cit., s. 92.

¹⁷² G. Dumenil, D.Levy, op.cit., s. 38.

działalności tradycyjnie nie był związany z osiąganiem zysków finansowych. Procesy te doczekały się ciekawych opracowań pod nazwą *financialization*¹⁷³.

Robert Brenner w inżynierii finansowej, uprawianej przez nie-finansowe korporacje, upatruje głównej przyczyny narastania od 1998 roku bańki cenowej¹⁷⁴. Symptomatyczne, że mimo gwałtownego wzrostu ich wartości, podmioty te niechętnie finansowały się na giełdzie za pomocą emisji nowych akcji. Wolały zaciągać kredyty, kupować za nie akcje i raczej maksymalizować wartość dla akcjonariuszy niż „staromodnie” obniżać koszty. Przyczyny tego zachowania mają charakter instytucjonalny. Wiążą się z upowszechnieniem tzw. *stock options*, czyli uzależnieniem rosnącej części pensji menedżerów (ale także pracowników) od wzrostu wartości akcji firmy, jak również z konkretnymi przepisami rachunkowymi i ulgami podatkowymi. Natomiast skutkiem tych zachowań było imponujące zwiększenie wartości bez większego związku z rzeczywistym wytwarzaniem dóbr i usług. Proporcja między kapitalizacją rynkową i produktem nie-finansowych korporacji pomiędzy rokiem 1994 i 2000 wyniosła 3:1 wobec 1,3:1 na początku okresu, i była daleko większa niż w okresie podobnej euforii w latach 80.¹⁷⁵

Inni autorzy wiążą powstanie nowej, rekordowej bańki cenowej ze stadnym zachowaniem inwestorów finansowych. Analiza insidera pokazuje, że nie kierują się oni bynajmniej racjonalnością, którą przypisuje im ortodoksyjna teoria. Robert Parenteau, główny ekonomista i specjalista do spraw strategii inwestycyjnej Allianz Global Investors tak opisuje dynamikę zjawiska¹⁷⁶. Utrzymująca się hossa i długotrwały wzrost gospodarki, przerywane stosunkowo krótkimi okresami spadku cen akcji i łagodnymi recesjami, obniżają oceny ryzyka i wzmacniają oczekiwania zysków. Gospodarstwa domowe inwestują w te akcje, które uważa się za najlepiej rokujące odnośnie do przyszłych dochodów. Chociaż gospodarstwa domowe są stosunkowo najgorzej poinformowanym inwestorami, ceny wybieranych przez nie akcji rosną, a fundusze hedgingowe z rozmysłem wskakują na falę, wzbudzoną przez indywidualnych inwestorów. Wiedzą, że skłonność tych ostatnich do podążania za trendem sprawi, iż ceny będą dalej rosły. Instytucjonalni inwestorzy, obserwując wzrost cen daleko większy niż uzasadniony analizą fundamentalną, czują, że odstają w wyścigu, stopniowo ignorują lub rewidują wyniki modeli fundamentalnych i w końcu

¹⁷³ G. R. Krippner, *The financialization of the American Economy*, “Socio-Economic Review” nr 3, 2005, s. 173-208; *Financialization and the World Economy*, red. G. A. Epstein, E. Elgar, Cheltenham, UK, Northampton MA, USA, 2005.

¹⁷⁴ R. Brenner, *The Boom...*, op.cit., s. 144-152.

¹⁷⁵ Ibidem, s. 182.

¹⁷⁶ R. Parenteau, op.cit., s. 114-126.

przyłączają się do pozostałych uczestników rynku, podtrzymując samospełniającą się (do czasu) przepowiednię. Ceny akcji rosną bez większego związku z analizą fundamentalną. Spekulacyjne zachowania są nagradzane i nasilają się.

Jak wynika z powyższego opisu, w drugiej połowie lat 90. potężne interesy ekonomiczne i szerokie kręgi wyborców były zaangażowane w spekulację na wzrost cen akcji. Powszechne oczekiwania wzrostu dochodów z tego tytułu to oczywiście rezultat ekstrapolacji trendu, ale to także wynik – o czym pisze między innymi Parenteau – świadomej kampanii zaciemniania (*obfuscation*) faktycznych dochodów przez rzesze wysoko opłacanych analityków i specjalistów do spraw inwestycji. Dowodem na to jest ujawnienie na początku bieżącej dekady skandalicznych nadużyć i przestępstw księgowych firm takich jak Yahoo, Enron czy Worldcom. Psychologiczny mechanizm takich zachowań został błyskotliwie opisany przez Johna K. Galbraitha: „Ci, którzy zaangażowali się w spekulację, doświadczają wzrostu bogactwa... Nikt nie chce wierzyć, że jest to dzieło szczęśliwego przypadku a nie zasługi; wszyscy chcą myśleć, że to rezultat ich wyjątkowej przenikliwości lub intuicji.(...) euforia jest chroniona i podtrzymywana wolą tych, którzy się zaangażowali, aby usprawiedliwić okoliczności, które czynią z nich bogaczy. I w równej mierze jest chroniona wola, aby ignorować, wyklinać lub potępiać tych, którzy wyrażają wątpliwości.”¹⁷⁷

Wydaje się, że szef Fedu poważnie brał pod uwagę nastroje inwestorów, przez niektórych specjalistów określane wręcz jako „mania”¹⁷⁸. Cytowana jest wypowiedź Greenspana z 1999 roku: „Aby z wyprzedzeniem zdiagnozować bańkę, trzeba osądu, który setki tysięcy poinformowanych inwestorów uważają za gruntownie fałszywy. Gra wbrew trendowi zwykle przynosi w najlepszym razie niepewny rezultat.”¹⁷⁹. Poniżej przedstawię kontekst tej wypowiedzi, zjawisko, które zyskało miano New Economy i podzieliło ekonomistów na entuzjastów i sceptyków. Interpretacja tego fenomenu, dokonana przez dwóch autorów, Roberta Brennera¹⁸⁰ i Roberta Parenteau¹⁸¹, choć opowiada się po jednej tylko (sceptycznej) stronie, wydaje się warta przytoczenia ze względu na solidną podbudowę statystyczną i pobudzającą do rozważań obserwację. Mianowicie, nasuwać może raczej szokujący wniosek, że w obliczu kolejnej „manii” inwestycyjnej bank centralny pod przewodnictwem Greenspana stał się jeszcze jednym

¹⁷⁷ Cyt. ibidem, s.127-128.

¹⁷⁸ To określenie wchodzi do języka ekonomii od czasu publikacji w 1988 roku książki Charlesa Kindlebergera *Manias, Panics, and Crashes: A History of Financial Crises*, Basic Books, New York.

¹⁷⁹ R. Brenner, *The Boom...*, op.cit., s. 179.

¹⁸⁰ Ibidem.

¹⁸¹ R. Parenteau, op.cit.

rider on the wave - obok szarych obywateli, funduszy hedgingowych, inwestorów instytucjonalnych i potężnych nie-finansowych korporacji.

Ocena ówczesnego etapu rozwoju amerykańskiej gospodarki, która uzasadniała popularne przekonanie, że stanowi on nową jakość, nowy sposób gospodarowania (New Economy), polegała w skrócie na następującym rozumowaniu. Innowacje w wysokich technologiach prowadzą na przełomie wieków do rewolucyjnego wzrostu produktywności, który uzasadnia wzrost wartości firm, i to nie tylko z sektora technologii, mediów i telekomunikacji (TMT). Wdrożenia takich supernowoczesnych technologii jak mikroprocesory, lasery itp., podnoszą potencjalne stopy zwrotu i uzasadniają szybki wzrost cen akcji. Oczekiwania większych zysków i wzrostu wartości aktywów skłaniają do większych inwestycji i konsumpcji. Z kolei wyższe inwestycje przyczyniają się do dalszego wzrostu produktywności i „koło pomyślności” (*virtuous circle*) zamyka się.

Zdaniem obu cytowanym autorów, szef Fedu podzielał ideologię, pod którą podpisaliby się wszyscy stratedzy z Wall Street, która była na rękę korporacjom, brokerom i bankom inwestycyjnym¹⁸². Ideologię - a nie nowy sposób „robienia interesów i tworzenia wartości” (jak to ujmował Greenspan, cyt. Brenner 2002, s.179), ponieważ cała koncepcyjna nadbudowa New Economy ignorowała podstawowy fakt. Mianowicie, dochody i zyski w gospodarce rosły, ale nieporównanie wolniej niż ceny akcji. W sektorze TMT, w samym sercu Nowej Gospodarki, w najgorętszym okresie boomu gospodarczego, tj. między listopadem 1998 i marcem 2000, wartość akcji wzrosła ponad 6-krotnie, chociaż dochody zaledwie podwoiły się. Indeks zysków całego sektora korporacyjnego od połowy lat 80. rósł wolniej niż indeks cen akcji na NYSE (jeśli przyjąć 1995=100), a po 1998 roku ten ostatni oderwał się zupełnie od stagnujących zysków. Jak obrazowo ujął to Brenner: „Usankcjonowana wzrostem cen udziałów w firmach IT bańka poszybowała, ciągnąc za sobą gospodarkę, ale zyski pozostawiając w tyle.”¹⁸³. Stopa inwestycji w drugiej połowie lat 90. osiągnęła wielkość rekordową jak na okres powojenny, co przypisuje się przede wszystkim optymistycznym sygnałom co do przyszłych wzrostów wartości akcji¹⁸⁴. Ceny akcji zaś rosły, bo *oczekiwania* przyszłych zysków rosły niewspółmiernie do zysków rzeczywiście realizowanych.

Tak zwana Nowa Gospodarka była wyobrażeniem opartym na bardzo kruchych przesłankach. Budowanie optymistycznych oczekiwań co do całej gospodarki na

¹⁸² R. Brenner, *The Boom...*, op.cit., s. 178; R. Parenteau, op.cit., s. 142.

¹⁸³ R. Brenner, *The Boom...*, op.cit., s. 186.

¹⁸⁴ R. Parenteau, op.cit., s. 127.

notowaniach „flagowych” firm New Economy wydaje się szczególnie karkołomne, jeśli wziąć pod uwagę kolejne liczby¹⁸⁵. Firmy internetowe, nawet w gospodarce tak rozwiniętej jak gospodarka amerykańska, stanowią margines. Kapitalizacja rynkowa tych firm wówczas wynosiła raptem 8% całości. W dodatku, sukces w tym biznesie odnosili tylko nieliczni. Na przykład, z grupy 242 firm internetowych badanej przez OECD w trzecim kwartale 1999 roku, zaledwie 37 osiągało zyski, a pozostałe przynosiły straty.

Robert Parenteau wyraża opinię, że Nowa Gospodarka była mitem, który w uszach chętnych słuchaczy miał nie tylko uzasadnić okoliczności, w których wielu doszło do bogactwa, ale także sankcjonować politykę Fedu. Wzrost produktywności to jeden z argumentów, na których oparto oficjalne stanowisko, że nie należy obawiać się nadmiernego wzrostu popytu, a tym samym - prowadzić antyinflacyjnej polityki wysokich stóp procentowych¹⁸⁶. Inżynieria finansowa korporacji, księgowość zaciemniająca faktyczne dochody i w końcu enuncjacje prezesa Rezerwy Federalnej pomagały odsunąć prawdę na daleki plan.

W rezultacie, opisywane zjawiska i zachowania doprowadziły do uformowania się na przełomie wieków rekordowej bańki spekulacyjnej na rynku akcji. W okresie narastania bańki, to jest od lutego 1995 roku do stycznia 2001 roku, Fed ani nie podwyższał stóp procentowych w sposób znaczący, ani nie próbował zapobiegać inflacji cen akcji w żaden inny sposób, np. podwyższając wskaźnik rezerw obowiązkowych czy nakładając ograniczenia w korzystaniu z kredytu. Tolerował tym samym spadek kosztu długoterminowych pożyczek. Wykazywał też bierność wobec umacniania się dolara w latach 1995-2001, choć ów trend wzmagał zainteresowanie zagranicznych inwestorów amerykańskimi papierami wartościowymi¹⁸⁷. Zachowania te podtrzymywały w inwestorach przekonanie, że Greenspan nie pozwoli, aby ceny akcji spadły poniżej pewnego poziomu i w razie kryzysu dostarczy płynności systemowi finansowemu (tzw. *Greenspan Put*). W roku 2000 jeden z analityków Merrill Lynch trafnie ujął tę politykę, pisząc: „...jeśli rynek idzie w górę o 20 procent w ciągu roku, a potem spada o 20 procent, Fed prawdopodobnie zareaguje na 20-procentowy spadek, a nie na 20-procentowy wzrost, który prowadzi do załamania.”¹⁸⁸. Reakcje Fedu na sytuację na rynku papierów udziałowych cechowało nie tyle dążenie do stabilizacji,

¹⁸⁵ R. Brenner, *The Boom...*, op.cit., s. 186.

¹⁸⁶ R. Parenteau, op.cit., s. 142.

¹⁸⁷ Specyfika sytuacji dolara wówczas polegała na tym, że jego aprecjacja została niejako postanowiona w porozumieniu z Bankiem Japonii z 1995 roku.

¹⁸⁸ Cyt. R. Parenteau, op.cit., s. 143.

które charakteryzuje łagodzenie wahań w obydwu kierunkach, co asymetryczna polityka monetarna, reagująca jedynie na odchylenia cen w dół.

Rzeczywiście, kiedy bańka cenowa pękła, Fed zaaplikował gospodarce zastrzyk wzmacniający, wielokrotnie obniżając między styczniem 2001 i listopadem 2002 stopy procentowe (*the target Federal funds rate*). Zyski sektora finansowego zostały uratowane dzięki ożywieniu gospodarki, które nastąpiło w 2002 i 2003 roku. Kwitł biznes związany ze spadającymi stopami procentowymi – transakcje powiązane z hipoteką, obrót papierami wartościowymi i usługi z nim związane (*underwriting*). Zyski banków i firm pośredniczących w sekurytyzacji rosły dynamicznie. Jednak inwestycje i stopy zysku zadłużonych nie-finansowych korporacji gwałtownie spadły¹⁸⁹. Bańka, narastająca od 1998 roku i załamanie na rynku akcji przyczyniły się do recesji w 2001 roku i – po raz pierwszy od dziesiętków lat – stworzyły poważne zagrożenie deflacją¹⁹⁰.

Znany z przeszłości scenariusz odtwarza się obecnie na naszych oczach. Recesja w USA na początku bieżącej dekady trwała stosunkowo krótko, gdyż niskie stopy procentowe doprowadziły do wzrostu popytu konsumpcyjnego i rozkwitu usług bankowych i handlowych w oparciu o szybko rosnące ceny nieruchomości. Dzięki tym ostatnim gospodarstwa domowe obroniły się przed ograniczeniem konsumpcji po roku 2001 zaciągając kredyty pod zastaw domów w tempie znacznie wyższym niż w drugiej połowie lat 90., odpowiednio zwiększając swoje zadłużenie w bankach. Działania Fedu na rzecz obniżek stopy procentowej (realnie do poziomu najniższego w okresie powojennym) stworzyły grunt pod nową bańkę cenową – tym razem na rynku domów i mieszkań, która pękła latem 2007 roku¹⁹¹. Paul Krugman tak skomentował ten okres: „W zwyczajach cen domów kryło się jeszcze mniej sensu niż w bańce *dot-com* – mam

¹⁸⁹ R. Brenner, *The Boom...*, op.cit., s. 308.

¹⁹⁰ W tym wyjątkowym okresie w USA ożyła dyskusja na temat „pułapki płynności”, w którą spadające ceny mogą wpędzić gospodarkę, jeśli dostosowania nominalnych stóp procentowych w dół nie wystarczą, aby realna stopa procentowa utrzymywała się na możliwym do udźwignięcia poziomie. W rzeczywistości polityka bliskich zeru nominalnych stóp procentowych (*nominal interest rates at or close to its natural lower bound of zero*) funduszy Fedu nie poprawiła sytuacji w realnym, nie-finansowym rdzeniu gospodarki, bowiem o ciężarze obsługi zadłużenia, które narosło wskutek opisywanych procesów w poprzednich latach, zdecydowała jego skala. Interesujące wnioski pod wpływem epizodu „zero interest bound” przedstawia Paul Krugman (P. Krugman, *Is Fiscal Policy Poised for a Comeback?*, “Oxford Review of Economic Policy”, Vol. 21, No.4, Winter, 2005, s. 530-536).

¹⁹¹ Zainteresowanych profesjonalną analizą procesów na rynkach finansowych, zarówno przed jak i po tym wydarzeniu, wypada odesłać do lektury artykułu A. Sławińskiego, *Przyczyny i konsekwencje kryzysu na rynku papierów wartościowych emitowanych przez fundusze sekurytyzacyjne*, „Bank i Kredyt”, nr 8-9, 2007.

na myśli to, że nie stały za nimi nawet wspinałe nowe technologie, które usprawiedliwiałyby twierdzenie, że stare zasady już nie obowiązują – ale z jakichś powodów szalone ceny zostały zaakceptowane przez rynki finansowe. I kiedy bańka pękła, mnóstwo inwestycji z kategorią AAA okazało się bez wartości (*junk*).¹⁹² We wrześniu 2007 wobec dramatycznego braku płynności Fed zareagował pierwszą po latach obniżką stopy dyskontowej, po której nastąpiła seria dalszych. W ciągu niecałych pięciu miesięcy główna stopa Fed spadła z 5.25 procent do blisko 2 procent. Tak jakby aktualny prezes Fedu, Ben Bernanke, podzielał ocenę Alana Greenspana, że zachowanie rynków finansowych jest w wielu aspektach identyczne jak to obserwowane w 1998 r. i przed krachem w 1987.

Podsumujmy. Różnorodne przyczyny zewnętrzne w stosunku do polityki monetarnej Fedu, niektóre z nich związane ze szczególną pozycją gospodarki Stanów Zjednoczonych, składają się na to, że utrzymuje się stabilny poziom cen dóbr i usług. Jednak opisane zjawiska na rynkach aktywów w USA, dynamicznie rozwijające się w latach 80., 90. i obecnie, stwarzają potencjalne zagrożenie. Inflacja cen zabezpieczeń kredytowych (np. akcji i nieruchomości) może przerodzić się w inflację na rynku dóbr. Rosnące ceny aktywów sprzyjają ekspansji kredytu pod zastaw nabywanych aktywów. Jeśli bank centralny nie próbuje – jak w USA - regulować tej ekspansji za pomocą reguł ostrożnościowych¹⁹³, rośnie popyt sektora prywatnego i publicznego oraz presja na wzrost cen dóbr. Jednym słowem, przykład amerykański pokazuje, że zapobieganie wzrostowi cen dóbr może być trudne, jeśli z kompetencji banku centralnego (jak w Polsce) wyłączone są rynki aktywów finansowych. Z drugiej strony, pęknięcie bańki cenowej na rynku aktywów może niespodziewanie przerodzić się w zagrożenie *deflacją* na rynku dóbr, jak pokazuje doświadczenie USA z pierwszych lat bieżącej dekady. Zatem stabilizowanie rynków finansowych jawi się jako istotny warunek, aby w rozwiniętej gospodarce rynkowej unikać niepożądaną inflacji i deflacji na rynku dóbr i usług. Im większa rola rynków finansowych w gospodarce, tym bardziej oczywista staje się potrzeba stabilizacji tych rynków przez bank centralny.

Jednak Fed w swoich działaniach stabilizacyjnych nie jest konsekwentny. Mówiąc kolokwialnie, gra do jednej bramki, starając się złagodzić każdorazowe załamanie na

¹⁹² P. Krugman, *Innovating the Way to Financial Crisis*, "The New York Times", 8 December, 2007, s. 2.

¹⁹³ Według ostatnich doniesień pod wpływem bieżącego kryzysu na rynkach finansowych prezydencka Grupa Robocza opracowała propozycje zaostrzenia przepisów, szczególnie tych dotyczących produktów opartych na kredytach, i wzmocnienia nadzoru, między innymi nad maklerami udzielającymi kredytów hipotecznych.

rynkach finansowych i zachowując się biernie w okresie wzrostu cen aktywów. Można zadać pytanie: O co zatem chodzi w tej polityce?

4. Giełdowy keynesizm

Regularność, dostrzegana w postępowaniu Fedu, ma uzasadnienie znacznie głębsze niż efemeryczna ideologia New Economy. Wydaje się, że nad potrzebą stabilizacji rynków finansowych coraz wyraźniej zaczyna górować cel utrzymania wzrostu gospodarki, przy czym *prosperity* nigdy dotąd nie opierała się na rynkach finansowych tak mocno.

Przyspieszenie wzrostu w latach 90. tłumaczyć można, podobnie jak Robert Brenner, zmianami w realnej gospodarce¹⁹⁴, przy czym należy dostrzegać jakościową różnicę między okresem 1993-1997 i okresem po 1998 roku. Od końca 1993 roku gospodarka USA rozwijała się szybciej niż w ciągu poprzedzających dwudziestu lat. U podstaw wzrostu produkcji, inwestycji i produktywności, malejącej inflacji i stosunkowo niskiego bezrobocia leżała poprawa zyskowności działalności gospodarczej. Wzrost stóp zysku miał swój początek w sektorze przetwórczym między rokiem 1985 i 1995, a potem rozprzestrzenił się na inne rodzaje działalności poza rolniczej. Około 1997 roku wyczerpały się dotychczasowe źródła wzrostu. Sektor przetwórczy, którego międzynarodowe interesy przyniosły straty w tym czasie z powodu zwyżkującego dolara i kryzysu w Azji Wschodniej, nie dynamizował już gospodarki jak poprzednio. Od 1998 roku przyspieszenie inwestycyjne należy przypisywać w coraz większej mierze efektowi majątkowemu rosnących cen akcji i bańce cenowej. Boom gospodarczy w latach 1998-2000 był napędzany przez energiczny rynek akcji, „odżywiany” kredytem bankowym, przy spadku krajowych oszczędności. U progu XXI wieku to raczej zyski finansowe a nie zyski w przetwórstwie stały się motoryczną siłą gospodarki.

Ten kontekst wyjaśnia, dlaczego w 1998 roku Alan Greenspan nie miał wielkiego wyboru. Silnik boomu gospodarczego w USA słabł, to znaczy spadała zyskowność i tempo wzrostu eksportu w sektorze przetwórczym, a żadna z gospodarek poza amerykańską, nawet w tych krajach, które uniknęły skutków ówczesnych kryzysów walutowych, nie miała mocy lokomotywy wzrostu.. Polityka wysokich stóp procentowych czy inne sposoby ograniczania kredytu spowodowałyby prawdopodobnie „korektę”, która skończyć się mogła recesją gospodarki amerykańskiej i groźnymi międzynarodowymi reperkusjami. Dlatego prezes Rezerwy

¹⁹⁴ R. Brenner, *The Boom...*, op.cit., s. 238-242.

Federalnej wolał odwoływać się do technologicznego przełomu i organizacyjnych innowacji Nowej Ekonomii, a przez to – utwierdzać oczekiwania dalszego długotrwałego wzrostu produktywności, które z kolei przekładały się na oczekiwania wzrostu wartości akcji. Wzrost wartości akcji, podobnie jak wzrost cen nieruchomości podtrzymywany ekspansją kredytową – bez względu na swoje źródła i nawet wtedy, gdy odrywa się od gospodarczych fundamentów – zapewnia ożywienie gospodarki przynajmniej w krótkim okresie. Po prysnięciu mitu New Economy i bańki spekulacyjnej z przełomu wieków nie próbowano już nawet woalować za pomocą nowych koncepcji faktu, że wzrost gospodarki USA zdany jest na dynamiczny rozwój transakcji i zysków finansowych.

Bańka na rynkach aktywów w USA oddziałuje na gospodarkę realną trzema kanałami. Wzrost cen aktywów zwiększa majątek ich posiadaczy. Po pierwsze, korporacje skłania to do większych wydatków inwestycyjnych, bowiem rosną ich możliwości pozyskiwania funduszy. Mianowicie, dzięki wysokim cenom akcji maleją koszty sprzedaży na giełdzie lub nowych emisji, a pod zastaw akcji łatwiej uzyskać kredyt w banku. Po drugie, gospodarstwa domowe, wyżej oceniając swój majątek złożony z akcji lub domów, ograniczają własne oszczędności i zwiększają wydatki na konsumpcję, często zadłużając się w bankach. Na przykład, w sytuacji wzrostu cen nieruchomości mieszkalnych działa mechanizm (tzw. *mortgage equity withdrawal*), który przystępnie opisał Andrzej Sławiński: „Gdy cena naszego domu rośnie, zaciągamy kredyt pod zastaw jego aktualnej wartości. Jednocześnie spłacamy kredyt, który zaciągnęliśmy wcześniej na zakup domu. To, co nam zostaje, przeznaczamy na zakup łodzi motorowej większej niż ta, którą ma sąsiad.”¹⁹⁵. Z tego rodzaju operacji na kredytach hipotecznych w 2003 roku pochodziło co najmniej 4 procent dochodów do dyspozycji amerykańskich konsumentów¹⁹⁶. Dzięki wzrostowi popytu inwestycyjnego i konsumpcyjnego gospodarka nie tylko szybciej się rozwija, ale bardziej chłonie produkcję zagranicy. O ile dwa opisane kanały transmisji między rynkami aktywów i realną gospodarką pobudzają wzrost produktu krajowego w USA, to ten trzeci kanał, tj. zwiększenie importu i deficytu handlowego, podtrzymuje wzrost produktu krajowego za granicą. W każdym przypadku występuje deficyt dochodu w stosunku do wydatków, który jest pokrywany kredytem bankowym na zakupy inwestycyjne, konsumpcyjnym kredytem bankowym albo zadłużeniem wobec zagranicy. Krótko mówiąc, bańka cenowa działa na wzrost gospodarczy dzięki temu, że pobudza

¹⁹⁵ A.Sławiński, *Bąble małe i duże*, „Rzeczpospolita” z dn. 22 lutego, 2008.

¹⁹⁶ R.Brenner, *The Capitalist Economy...*, op.cit., s. 305.

skłonność sektora prywatnego do wydatków przekraczających jego dochody (tzw. *deficit spending*).

Amerykański bank centralny, przyczyniając się do tego, aby przy wysokiej skłonności do wydatków kredyt w gospodarce był dostępny i tani, odgrywa nową rolę, określaną przez niektórych jako „giełdowy keynesizm” (*stock market Keynesianism*)¹⁹⁷. Ten współczesny sposób podtrzymywania wzrostu popytu inwestycyjnego lub konsumpcyjnego polega na stałym wzroście rynków aktywów, na przykład akcji i nieruchomości. Stymulatorem wzrostu nie jest już keynesistowski deficyt publiczny, lecz deficyt sektora prywatnego, to jest wydatki prywatnych firm i gospodarstw domowych przekraczające dochody tych grup podmiotów. Efekt majątkowy rosnącej wartości aktywów i łagodna polityka monetarna umożliwia wzrost zadłużenia korporacji lub konsumentów i zwiększenie wydatków sektora prywatnego ponad jego dochody. W latach 90. w USA nadwyżka sektora prywatnego z początku dekady o wielkości około 5 procent PKB przekształciła się w deficyt, który w 2000 roku stanowił 6 procent PKB, gdy w tym samym czasie ograniczano deficyt budżetowy. Można zatem powiedzieć, że gospodarka USA nadal była pobudzana za pomocą deficytu – podobnie jak w drugiej połowie lat 70. – tylko że jego źródłem obecnie jest gwałtowny wzrost raczej prywatnego niż publicznego zadłużenia, które w różnych okresach zdawało się „zabezpieczone” stałym wzrostem cen na giełdach akcji i rynku nieruchomości.

* * *

Zgodnie z mandatem Fedu, oprócz stabilizacji cen jego polityka powinna także uwzględniać „maksymalne zatrudnienie” oraz „umiarkowane długookresowe stopy procentowe”¹⁹⁸. W Stanach Zjednoczonych w sposób bardziej oczywisty niż gdzie indziej bank centralny przejął stymulacyjną rolę rządów, za pomocą polityki monetarnej pobudzając przede wszystkim wydatki sektora prywatnego. W warunkach amerykańskich obniżanie stóp procentowych sprzyja silnym grupom interesów i zarazem idzie w parze z ożywianiem koniunktury. Fed, godząc się na pojawianie i utrzymywanie baniek na rynkach aktywów i w bilansie płatniczym, nadmuchiwanym dzięki zadłużeniu, zapewnia zyski bankom i brokerom, ale jednocześnie podtrzymuje wzrost gospodarki amerykańskiej, a gigantyczny popyt amerykańskich konsumentów

¹⁹⁷ R. Brenner, *The Boom...*, op.cit., s.175-176.

¹⁹⁸ The Federal Reserve System. *Purposes @ Functions*, Board of Governors of the Federal Reserve System, Washington D.C., 1994, s. 17.

tworzy możliwości zbytu i zatrudnienia w różnych członach gospodarki światowej. W świetle przedstawionych faktów można by zaryzykować konkluzję, iż w polityce Fedu od bez mała dwudziestu lat chodzi nie tyle o ograniczanie inflacji, ani nawet - stabilizację rynków finansowych, lecz o podtrzymywanie (bardzo chwiejnego) wzrostu gospodarczego.

Bibliografia

- Brenner R., *The Boom and the Bubble: The US in the World Economy*, Verso, New York/London, 2002.
- Brenner R., *The Capitalist Economy, 1945-2000: A Reply to Konings and to Panitch and Gindin*, w: *Varieties of Capitalism, Varieties of Approaches*, red. David Coates, Palgrave MacMillan, Basingstoke and New York, 2005.
- Brenner R., *Uneven development and the long downturn: the advanced capitalist economies from boom to stagnation*, "New Left Review", No. 229, s. 1-265, 1998.
- Brenner R., *Competition and Class: A Reply to Foster and Brenner*, "Monthly Review", vol. 51, nr 7, December, 1999.
- Crotty J., *The Neoliberal Paradox: The Impact of Destructive Product Market Competition and 'Modern' Financial Markets on Nonfinancial Corporation Performance in the Neoliberal Era*, w: *Financialization and the World Economy*, red. Gerald A. Epstein, Edward Elgar, Cheltenham, UK, Northampton MA, 2005.
- Downes J., *Dictionary of Finance and Investment Terms*, Jordan Elliot Goodman, New York, 1991.
- Dumenil G., Levy D., *Costs and Benefits of Neoliberalism: A Class Analysis*, w: *Financialization and the World Economy*, red. Gerald A. Epstein, Edward Elgar, Cheltenham, UK, Northampton MA, 2005.
- Financialization and the World Economy*, red. Gerald A. Epstein, Edward Elgar, Cheltenham, UK, Northampton MA, USA, 2005.
- Krippner G.R., *The financialization of the American Economy*, "Socio-Economic Review" nr 3, 2005, s. 173-208.
- Krugman P., *Is Fiscal Policy Poised for a Comeback?*, "Oxford Review of Economic Policy", Vol. 21 (Fiscal Policy), No.4, Winter, 2005, s. 530-536.
- Krugman P., *Innovating the Way to Financial Crisis*, "The New York Times", 8 December, 2007.
- Lehman M.B., *The Wall Street Journal Workbook. Real World Economic Applications*, Irwin McGraw-Hill, Boston - Burr - Ridge - Dubuque - Madison - New York - San Francisco - St. Louis, 1997.
- Parenteau R., *The Late 1990's US Bubble: Financialization in the Extreme*, w: *Financialization and the World Economy*, red. Gerald A. Epstein (Edward Elgar, Cheltenham, UK, Northampton MA, 2005.
- Polański Z., *Polityka pieniężna*, w: *System finansowy w Polsce*, red. B. Pietrzak, Z. Polański, B. Woźniak, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa, 2006.

Sławiński A., *Przyczyny i konsekwencje kryzysu na rynku papierów wartościowych emitowanych przez fundusze sekurytyzacyjne*, „Bank i Kredyt”, nr 8-9, 2007, s. 12-17.

Sławiński A., *Bąble małe i duże*, „Rzeczpospolita” z dn. 22 lutego, 2008.

The Federal Reserve System. *Purposes @ Functions*, Board of Governors of the Federal Reserve System, Washington D.C., 1994.

Thurow, L. C., *The Future of Capitalism*, William Morrow and Company, Inc. New York, 1996.

Walsh C.E., *Monetary Theory and Policy*, MIT Press, Cambridge, 1998.

Streszczenie

Analiza przypadku Rezerwy Federalnej Stanów Zjednoczonych stwarza historyczny kontekst dla faktów, które spowodowały narastanie międzynarodowego kryzysu finansowego w drugiej połowie obecnej dekady. Zarazem z przykładu Fedu można wyciągnąć wnioski dla polityki stabilnego pieniądza. Wydaje się, że im większa rola rynków finansowych w gospodarce, tym wyraźniej ujawnia się związek między kondycją bankowości komercyjnej oraz koniunkturą na rynkach akcji i – jak pokazuje współczesny boom i załamanie na rynku pożyczek hipotecznych – także na rynku nieruchomości. Wydaje się także, iż w polityce amerykańskiego banku centralnego od bez mała dwudziestu lat faktycznie chodzi nie tyle o ograniczanie inflacji, ani nawet o stabilizację rynków finansowych, co o podtrzymywanie wzrostu gospodarczego.

Słowa kluczowe: FED, ceny aktywów finansowych, wzrost gospodarczy

Evolution of Monetary Policy Objective. US Federal Reserve Case**Abstract**

The analysis of the US Federal Reserve case provides a historical context for facts caused unfolding financial crisis in the second half of current decade. The example of Fed also gives conclusions for the policy of stable currency. It appears that the more significant the role of financial markets in economy is, the more apparent the relation between the shape of commercial banking and stock market situation is. Moreover, as proved by the current boom and bust in mortgage market, the relation concerns real estate market as well. However, it seems that the policy of the US Central Bank pursued for almost the past twenty years has been targeted not at curbing inflation, neither at financial markets stability, but at sustaining the economic growth.

Key words: FED, financial assets prices, economic growth