

BANKOWOŚĆ CENTRALNA

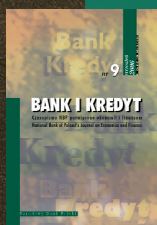
od A do Z

9
wrzesień
2006

Leokadia Oreziak

System Rezerwy Federalnej jako bank centralny Stanów Zjednoczonych

- Geneza i struktura banku centralnego Stanów Zjednoczonych
- Cele polityki pieniężnej
- Instrumenty polityki pieniężnej
- Nadzór nad bankami
- Niezależność i samofinansowanie SRF
- Dotychczasowe efekty polityki pieniężnej Fed





prof. zw. dr hab. Leokadia Oręziak
Szkoła Główna Handlowa,
Katedra Finansów Międzynarodowych

Leokadia Oręziak

System Rezerwy Federalnej jako bank centralny Stanów Zjednoczonych

1. Geneza i struktura banku centralnego Stanów Zjednoczonych

Bankiem centralnym Stanów Zjednoczonych jest System Rezerwy Federalnej – SRF (Federal Reserve System, określany też jako Federal Reserve, a w skrócie jako Fed). Instytucja ta zaczęła funkcjonować w 1914 r. na podstawie ustawy Federal Reserve System Act, którą w grudniu 1913 r. podpisał prezydent Woodrow Wilson. Została zatem ustanowiona znacznie później niż banki centralne takich krajów, jak Szwecja (Riksbank, ustanowiony w 1668 r.) czy Wielka Brytania (Bank of England, ustanowiony w 1694 r.). Bank centralny Stanów Zjednoczonych jest jednak starszy niż np. bank centralny Kanady (Bank of Canada, 1935).

Funkcje SRF są zbliżone do tych, które spełniają banki centralne w innych krajach rozwiniętych. Obecnie najważniejsze zadania SRF to:

- 1) kształtowanie i realizacja polityki pieniężnej (monetarnej);
- 2) nadzór nad funkcjonowaniem banków;

3) utrzymanie stabilności systemu finansowego oraz ograniczenie ryzyka systemowego mogącego wystąpić na rynku finansowym,

4) zapewnienie obsługi finansowej instytucji depozytowych (*depository institutions*) i rządu oraz sprawnego systemu płatniczego w kraju; instytucje depozytowe obejmują: banki komercyjne (*commercial banks*), stowarzyszenia oszczędnościowo-pożyczkowe (*savings and loan associations*), banki oszczędnościowe (*saving banks*) oraz unie kredytowe (*credit unions*); działalność tych instytucji polega zasadniczo na przyjmowaniu depozytów oraz udzielaniu kredytów¹.

Struktura SRF jest dostosowana do federalnego systemu państwowego Stanów Zjednoczonych. Najważniejsze elementy SRF to Rada Gubernatorów (*Board of Governors*), mająca siedzibę w Waszyngtonie oraz Federalny Komitet Operacji Otwartego Rynku (*Federal Open Market Committee – FOMC*). W skład SRF wchodzi także dwanaście Banków Regionalnych Systemu Rezerwy Federalnej (*Federal Reserve Banks*) oraz tzw. banki członkowskie (*Member Banks*).

1.1. Rada Gubernatorów SRF

Rada Gubernatorów jest agencją rządu federalnego i składa się z siedmiu osób powoływanych przez prezydenta Stanów Zjednoczonych i zatwierdzanych następnie przez Senat. Chociaż ma status agencji rządowej, Rada nie musi przedstawiać swych decyzji do zatwierdzenia przez prezydenta bądź jakiegokolwiek gremia rządowe. Członkowie Rady są niezależni od prezydenta i rządu, a ich odwołanie z pełnionych funkcji może nastąpić tylko w ściśle określonych przypadkach.

Pełna kadencja członka Rady wynosi 14 lat. Obowiązuje zasada, że co dwa lata wygasa kadencja jednego członka. Jest to kadencja nieodnawialna. Dana osoba nie może zostać ponownie powołana w skład Rady Gubernatorów, jeżeli sprawowała swą funkcję przez pełną kadencję. Oznacza to, że może

¹ Szerzej na temat instytucji depozytowych zob. Oręziak (2001).

ona ponownie zostać powołana przez prezydenta w skład Rady, jeśli jej poprzedni udział w tym gremium był krótszy od pełnej kadencji.

Na czele Rady stoi prezes (*Chairman of the Board*), określany też jako prezes Rezerwy Federalnej (*Chairman of the Federal Reserve*) albo prezes Fed, oraz wiceprezes Rady (*Vice Chairman of the Board*). Są oni powoływani przez prezydenta spośród członków Rady i zatwierdzani przez Senat. Ich kadencja trwa 4 lata. Mogą zostać ponownie powołani do pełnienia tych funkcji, dopóki nie wygaśnie ich pełna kadencja.

Od czasu ustanowienia SRF jej prezesami były kolejno następujące osoby:

1. Charles S. Hamlin (10 sierpnia 1914 – 9 sierpnia 1916),
2. William P.G. Harding (10 sierpnia 1916 – 9 sierpnia 1922),
3. Daniel R. Crissinger (1 maja 1923 – 15 września 1927),
4. Roy A. Young (4 października 1927 – 31 sierpnia 1930),
5. Eugene Meyer (16 września 1930 – 10 maja 1933),
6. Eugene R. Black (19 maja 1933 – 15 sierpnia 1934),
7. Marrinner S. Eccles (15 listopada 1934 – 31 stycznia 1948),
8. Thomas B. McCabe (15 kwietnia 1948 – 31 marca 1951),
9. William McChesney Martin Jr. (12 kwietnia 1951 – 31 stycznia 1970),
10. Arthur F. Burns (1 stycznia 1970 – 31 stycznia 1978),
11. G. William Miller (8 marca 1978 – 6 sierpnia 1979),
12. Paul A. Volcker (6 sierpnia 1979 – 11 sierpnia 1987),
13. Alan Greenspan (11 sierpnia 1987 – 31 stycznia 2006),
14. Ben Bernanke (od 1 lutego 2006).

Obecny prezes Rady Gubernatorów, Ben Bernanke, którego kadencja ma trwać do 2010 r., został mianowany przez prezydenta G.W. Busha. Bernanke zastąpił na tym stanowisku Alana Greenspana, który sprawował swą funkcję przez 18 i pół roku. Tak długie sprawowanie funkcji prezesa Fed przez jedną osobę zdarzyło się kilkakrotnie w historii tej instytucji. Najdłużej, bo niemal 20 lat, pełnił tę funkcję W. McChesney Martin Jr. Kilkakrot-



nie występujący w historii długi okres sprawowania funkcji prezesa przez jedną osobę oznacza, że miała ona poparcie kolejnych prezydentów Stanów Zjednoczonych, bez względu na ich opcję polityczną.

Prezes Rady Gubernatorów uważany jest za drugą, po prezydencie, najbardziej wpływową osobę w Stanach Zjednoczonych. Wynika to głównie z faktu, że ma on kontrolę nad terminarzem spotkań Rady oraz porządkiem jej obrad. Ponadto składa przed Kongresem dwa razy w roku (w lutym i w lipcu) sprawozdania z działalności SRF. Od czasu do czasu prezes Rady Gubernatorów spotyka się z prezydentem Stanów Zjednoczonych, odbywa także regularne spotkania z Sekretarzem Skarbu. Wypowiedzi prezesa Rady Gubernatorów dla prasy są uważnie śledzone nie tylko w Stanach Zjednoczonych, ale są również przedmiotem zainteresowania na całym świecie.

Prezes Rady pełni też wiele obowiązków na arenie międzynarodowej. M.in. jest zastępcą gubernatora w Radzie Gubernatorów Międzynarodowego Funduszu Walutowego oraz jest członkiem Rady Dyrektorów Banku Rozrachunków Międzynarodowych w Bazylei. Jest też członkiem oficjalnych delegacji Stanów Zjednoczonych podczas najważniejszych spotkań międzynarodowych, w tym np. w ramach grupy skupiającej ministrów finansów i gubernatorów banków centralnych siedmiu najbardziej rozwiniętych krajów świata (Grupa Siedmiu, inaczej G-7).

Kadencja członków Rady Gubernatorów, jak wskazano wyżej, wynosi 14 lat, jednak terminy kadencji poszczególnych członków nie są jednakowe, co pozwala na zachowanie ciągłości jej prac mimo zmian dokonujących się w jej składzie. Na uwagę zasługuje także to, że kadencja członków Rady Gubernatorów nie pokrywa się z kadencją prezydenta Stanów Zjednoczonych. Oznacza to, że w praktyce prezydenci tego kraju, rozpoczynając swe urzędowanie, powinni współpracować z Radą w zasadzie w takim składzie, jaki został ustalony przez ich poprzedników. Zważywszy jednak na różne terminy zakończenia kadencji poszczególnych członków Rady, prezydent może mieć pewien wpływ na jej skład, jeśli akurat powołanie nowego członka przypada na czas jego urzędowania.

Rada Gubernatorów utrzymuje bieżące kontakty z rządem. Członkowie Rady często przedstawiają odpowiednim komisjom Kongresu różne kwestie dotyczące gospodarki, polityki pieniężnej, nadzoru bankowego, rynku fi-

nansowego, kredytów konsumenckich. Prezydent, desygnując poszczególne osoby na członków Rady, musi zadbać, aby były w niej właściwie reprezentowane interesy rolnictwa, przemysłu, handlu oraz sektora finansowego. Musi uwzględniać także geograficzny podział kraju, a w szczególności nie może mianować więcej niż jednej osoby z danego okręgu (Federal Reserve district). Działalność Rady Gubernatorów wymaga przeprowadzania wielu pogłębionych analiz dotyczących zarówno sytuacji gospodarki Stanów Zjednoczonych, jak i sytuacji na rynku międzynarodowym. Stąd też Rada realizuje swe zadania, korzystając z pomocy liczного grona specjalistów (ekspertów i doradców) zatrudnionych w jej siedzibie w Waszyngtonie (w 2004 r. było to około 1.800 osób).

Uprawnienia Rady Gubernatorów są bardzo szerokie. Kształtując politykę pieniężną m.in. ustala stopę rezerw obowiązkowych od depozytów posiadanych przez banki, reguluje stopy procentowe oraz określa warunki operacji otwartego rynku realizowanych przez Federalny Komitet Operacji Otwartego Rynku (FOMC). Rada Gubernatorów ma wyłączne uprawnienia do dokonywania zmian stopy rezerw obowiązkowych, które powinny być utrzymywane przez instytucje depozytowe. Rada reguluje i nadzoruje również funkcjonowanie dwunastu Banków Regionalnych wchodzących w skład SRF. Do jej kompetencji należy m.in. zatwierdzanie proponowanych przez te banki zmian stopy dyskontowej. Rada jest również organem uprawnionym do nadzoru nad funkcjonowaniem systemu bankowego w Stanach Zjednoczonych.

Rada Gubernatorów publikuje obszerne informacje o działalności SRF i sytuacji gospodarczej Stanów Zjednoczonych, w tym także szczegółowe statystyki dotyczące tych kwestii. Główne publikacje to kwartalnik „Federal Reserve Bulletin” oraz miesięcznik „Statistical Supplement”. Działalność regulacyjna i nadzorcza SRF jest prezentowana w publikacji „Federal Reserve Regulatory Service”. Na stronie internetowej www.federalreserve.gov można znaleźć informacje na temat bieżącej regulacyjnej i nadzorczej działalności Rady Gubernatorów, w tym oświadczenia składane przez członków Rady w Kongresie, a także ich inne wystąpienia publiczne. W ostatnich latach można obserwować pewien wzrost przejrzystości polityki pieniężnej Fed, co wyraża się publikowaniem oświadczeń po każdym posiedzeniu Rady (od 2000 r.), a także wskazywaniem w tych oświadczeniach przewidywanego kierunku polityki pieniężnej w najbliższym okresie (zob. szerzej: Ip 2005a).



Działalność Rady Gubernatorów SRF w dziedzinie polityki pieniężnej jest monitorowana bezpośrednio przez Kongres, m.in. na podstawie przedkładanych przez nią pisemnych raportów, w tym składanego w odstępach półrocznych raportu w sprawie polityki pieniężnej („Monetary Policy Report to the Congress”). Inne obszary działalności SRF poddawane są corocznemu audytowi przez jedną z głównych publicznych firm audytorskich. Ponadto każdego roku instytucja rządowa Government Accountability Office (GAO) przeprowadza przegląd wybranych działań SRF. Sprawozdanie sporządzone przez firmę audytorską oraz wyniki przeglądów dokonywanych przez GAO są publikowane w Raporcie Rocznym Rady Gubernatorów SRF. Raport ten jest przekazywany także Kongresowi.

Z punktu widzenia przejrzystości działań Fed duże znaczenie mają także protokoły z posiedzeń Federalnego Komitetu Operacji Otwartego Rynku – FOMC. Zważywszy, że w kompetencji tego organu są także decyzje mające decydujące znaczenie dla kształtu polityki pieniężnej w Stanach Zjednoczonych, protokoły te są cennym źródłem informacji dla uczestników rynku (o czym szerzej w dalszej części opracowania).

1.2. Banki Regionalne Systemu Rezerwy Federalnej

System Rezerwy Federalnej jest strukturą dwupoziomową: szczebel federalny to scharakteryzowana wyżej Rada Gubernatorów, mająca siedzibę w Waszyngtonie, szczebel regionalny zaś to Banki Regionalne SRF. Banki te na bieżąco realizują na obszarze swego działania politykę pieniężną określoną przez Radę oraz spełniają inne wyznaczone im obowiązki i podlegają nadzorowi Rady. Rada zatwierdza także budżety roczne tych banków.

Każdy z Banków Regionalnych SRF działa na obszarze jednego z dwunastu okręgów (Federal Reserve districts), na które są podzielone Stany Zjednoczone. Okręgi te mają swoje numery oraz identyfikujące je litery. Główne siedziby banków znajdują się w następujących miastach: Boston (1, A), Nowy Jork (2, B), Filadelfia (3, C), Cleveland (4, D), Richmond (5, Kansas), Atlanta (6, Kansas), Chicago (7, G), Saint Louis (8, H), Minneapolis (9, I), Kansas City (10, J), Dallas (11, Francisco) oraz San Francisco (12, L). Nazwa miasta,

w którym mieści się siedziba banku, jest najczęściej używana do identyfikacji danego banku. Banki mogą tworzyć oddziały w swych okręgach. Taka struktura regionalna bankowości centralnej w Stanach Zjednoczonych jest rozwiązaniem kompromisowym między postulatami zgłaszanymi w okresie tworzenia SRF przez zwolenników i przeciwników centralizacji polityki pieniężnej oraz innych obszarów działalności banku centralnego. Bankowość centralna w tym państwie uwzględnia zatem jego federalny charakter, a jednocześnie nie jest nadmiernie zdecentralizowana, gdyż okręgi, w których działają Banki Regionalne SRF, w zasadzie nie pokrywają się z poszczególnymi stanami. W skład okręgów wchodzi bowiem po kilka stanów.

Banki Regionalne SRF są instytucjami o charakterze publiczno-prywatnym. Mają formę spółek akcyjnych, których akcjonariuszami są działające w danym okręgu banki komercyjne, będące jednocześnie członkami SRF (Member Banks). Jako akcjonariusze mają one prawo do otrzymywania dywidendy. Jej wysokość wynosi rocznie 6% nominalnej wartości posiadanych akcji. Akcje takie nie podlegają sprzedaży, nie mogą być przedmiotem także innych transakcji, co istotnie odróżnia je od akcji tradycyjnych spółek akcyjnych. Dywidendy płacone przez Banki Regionalne SRF bankom członkowskim traktowane są jako częściowa rekompensata za brak oprocentowania rezerw, które banki członkowskie muszą utrzymywać na swych rachunkach prowadzonych przez Banki Regionalne SRF.

Jako część SRF Banki Regionalne podlegają nadzorowi Kongresu. Każdy z tych banków ma swoją radę, liczącą 9 dyrektorów. Skład rady powinien odzwierciedlać odpowiednio dla danego okręgu interesy rolnictwa, przemysłu, bankowości i handlu.

Banki Regionalne SRF są podmiotami operacyjnymi, wykonującymi w poszczególnych okręgach Stanów Zjednoczonych zadania wynikające z polityki pieniężnej określonej przez Radę Gubernatorów. Poza obowiązkami związanymi z praktycznym prowadzeniem tej polityki Banki Regionalne SRF realizują inne obowiązki z zakresu bankowości centralnej, m.in. sprawują bieżący nadzór nad bankami komercyjnymi oraz innymi instytucjami depozytowymi działającymi w ich okręgu (tzn. banki będące członkami SRF? o czym mowa niżej) i przeprowadzają operacje z tymi bankami. Wykonują też zadania związane z obiegiem gotówki (emisja nowych banknotów i bilonu oraz wycofywanie z obiegu zniszczonych banknotów i bilonu). Speł-



niąją również wiele funkcji istotnych dla właściwego funkcjonowania systemu bankowego, poczynając od wydawania licencji na prowadzenie działalności bankowej, zatwierdzania fuzji i przejęć w sektorze bankowym aż po działania bieżące (m.in. rozliczanie czeków, udzielanie kredytów bankom komercyjnym działającym w okręgu). Duże znaczenie dla funkcjonowania całego systemu bankowości centralnej w Stanach Zjednoczonych ma zbieranie i przetwarzanie przez Banki Regionalne SRF informacji finansowych i ogólnoekonomicznych oraz prowadzenie prac analitycznych stanowiących podstawę podejmowania decyzji w sprawie polityki pieniężnej.

Spośród dwunastu Banków Regionalnych SRF na szczególną uwagę zasługuje bank mający siedzibę w Nowym Jorku (Federal Reserve Bank of New York). Jest on głównym elementem SRF, ponieważ:

- skupia najwięcej aktywów całego SRF (około 25%), co wiąże się z faktem, że w okręgu 2B, w którym działa ten bank, mieszczą się siedziby największych amerykańskich banków komercyjnych,
- korzystając ze struktur tego banku, SRF przeprowadza operacje otwartego rynku oraz interwencje na rynku walutowym,
- jako jedyny spośród dwunastu Banków Regionalnych jest bankiem członkowskim Banku Rozrachunków Międzynarodowych w Bazylei,
- zgromadzone są w nim depozyty złota złożone przez banki centralne innych krajów.

1.3. Federalny Komitet Operacji Otwartego Rynku

Federalny Komitet Otwartego Rynku podejmuje decyzje o skali i kierunku operacji otwartego rynku, będących jednym z najważniejszych instrumentów polityki pieniężnej realizowanej przez SRF. Operacje te, wpływając na stan rezerw instytucji depozytowych, są w stanie efektywnie i elastycznie oddziaływać na podaż pieniądza oraz wysokość rynkowych stóp procentowych. Zważywszy na istotną rolę tych operacji jako instrumentu po-

lityki pieniężnej Fed, decyzje podejmowane przez Komitet mają duże znaczenie dla jej kształtu w praktyce.

W skład Komitetu wchodzi siedmiu członków Rady Gubernatorów SRF oraz pięciu z dwunastu prezesów Banków Regionalnych SRF. Prezes Banku Rezerw Federalnych w Nowym Jorku jest stałym członkiem Komitetu, natomiast pozostali prezesi pełnią w nim swe funkcje przez rok na zasadzie rotacji. Na czele Komitetu stoi prezes Rady Gubernatorów SRF. Komitet odbywa spotkania zazwyczaj osiem razy w roku, na ogół co 6 tygodni. W trakcie tych spotkań Komitet określa kierunek polityki pieniężnej na podstawie dokonanego przez siebie przeglądu bieżącej sytuacji gospodarczej kraju oraz rysujących się zagrożeń dla stabilności cen i wzrostu gospodarczego.

Przez długi czas po ustanowieniu Komitetu protokoły z jego posiedzeń miały charakter poufny. Przykładowo protokoły za lata 1936–1960 zostały udostępnione publicznie dopiero w 1964 r. Przez kilkadziesiąt lat jedynie raz w roku publikowane były bardzo krótkie (około 1–2 stron tekstu) sprawozdania z działań Komitetu w dziedzinie polityki pieniężnej (Records of Policy Actions). Sprawozdania te w połowie lat 60. stały się obszerniejsze (osiągnęły objętość około 5 stron z jednego posiedzenia). W 1967 r. podjęto decyzję, że sprawozdanie takie będzie publikowane po 90 dniach od posiedzenia. W 1975 r. okres ten skrócono do 45 dni. Od 1993 r. Komitet publikuje jeden dokument – protokół z posiedzeń (Minutes of the FOMC Meeting), będący połączeniem stosowanego uprzednio sprawozdania i protokołu. W grudniu 2004 r. Komitet podjął decyzję, że protokoły te będą publikowane po trzech tygodniach od zakończenia każdego posiedzenia, co oznaczało skrócenie obowiązującego od 1993 r. okresu w zasadzie o połowę. Mimo dużego znaczenia terminów publikacji protokołów największą wagę ma ich zawartość. Uczestnicy rynku mogą bowiem znaleźć w nich nie tylko wyjaśnienie przyczyn podejmowanych przez Komitet decyzji, ale także jego ocenę ryzyka związanego z przyszłą sytuacją pieniężną i makroekonomiczną. Pełny zapis przebiegu posiedzeń Komitetu jest publikowany po pięciu latach od ich odbicia (zob. szerzej: Danker, Luecke 2005).

Protokoły nie są jedynym źródłem publicznej informacji o decyzjach Komitetu. W tym samym dniu, w którym Komitet podejmuje decyzję, publikowane jest oświadczenie w tej sprawie. Ponadto Przewodniczący tego organu składa co pół roku Kongresowi sprawozdanie ze swej działalności oraz,



podobnie jak inni członkowie Komitetu, wielokrotnie w ciągu roku wypowiada się publicznie w różnych kwestiach dotyczących polityki pieniężnej.

1.4. Banki członkowskie Systemu Rezerwy Federalnej

Działające w Stanach Zjednoczonych banki komercyjne można podzielić na trzy grupy w zależności od tego, jaka instytucja rządowa wydaje im zezwolenie na prowadzenie działalności oraz czy są one członkami SRF. Pierwsza to tzw. banki krajowe (*national banks*), czyli banki działające na podstawie zezwolenia wydawanego przez rząd federalny, a konkretnie przez będący częścią Ministerstwa Skarbu (Department of the Treasury) specjalny urząd – Urząd Kontroli Pieniężnej (Office of the Comptroller of the Currency – OCC). Są one członkami SRF z mocy prawa. Druga grupa banków to banki działające na podstawie zezwolenia wydanego przez władze stanowe. Banki te z kolei dzielą się na dwie grupy: banki członkowskie SRF (*state member banks*) oraz banki, które nie należą do SRF (*state nonmember banks*). Banki stanowe nie mają obowiązku należenia do SRF. Banki spełniające wymogi określone przez Radę Gubernatorów SRF mogą jednak zdecydować się na członkostwo w systemie. W marcu 2004 r. spośród istniejących w Stanach Zjednoczonych około 7.700 banków komercyjnych 2.900 było bankami członkowskimi SRF, z czego około 2.000 były to banki krajowe, a około 900 banki stanowe.



2. Cele polityki pieniężnej

Polityka pieniężna to działania podejmowane przez bank centralny w celu oddziaływania na dostępność i koszt pieniądza w gospodarce. Zgodnie z postanowieniami Federal Reserve Act, celem polityki pieniężnej SRF jest efektywne wspieranie pełnego zatrudnienia, stabilnych cen oraz umiarkowanych długoterminowych stóp procentowych. Stabilne ceny są tu traktowane jako niezbędny warunek osiągnięcia trwałego wysokiego wzrostu gospodarczego, sprzyjającego wzrostowi zatrudnienia. Stabilność cen warunkuje

także efektywną alokację zasobów w gospodarce, przyczyniając się w ten sposób do wzrostu poziomu życia. Sprzyja również zwiększaniu oszczędności i inwestycji, dzięki ograniczeniu związanego z inflacją ryzyka erozji wartości aktywów finansowych. Stabilność cen ma daleko idące skutki dla gospodarki. Dzięki zmniejszeniu niepewności przedsiębiorstwa mogą efektywniej wykorzystać swoje zasoby, podjąć działania innowacyjne i zwiększyć wydajność pracy.

Cel polityki pieniężnej banku centralnego Stanów Zjednoczonych jest uregulowany odmiennie niż w przypadku Europejskiego Systemu Banków Centralnych (ESBC). Głównym celem ESBC, określonym w art. 105 Traktatu ustanawiającego Wspólnotę Europejską (TWE), jest utrzymanie stabilności cen. Bez uszczerbku dla stabilności cen ESBC wspiera ogólną politykę gospodarczą we Wspólnocie, czyli innymi słowy wspiera wzrost gospodarczy. Oznacza to, że priorytetowym celem polityki pieniężnej musi być stabilność cen, a ESBC praktycznie nie ma dylematu, który z wymienionych celów jest ważniejszy. W TWE określono to wyraźnie i jednoznacznie. Cel polityki pieniężnej Fed jest zdefiniowany mniej jasno, gdyż w Federal Reserve Act nie wskazuje się, który z elementów składających się na definicję celu jest ważniejszy. Wprawdzie wiadomo, że stabilność cen w długim okresie sprzyja wzrostowi gospodarczemu i zatrudnieniu, ale w krótkim okresie mogą wystąpić trudności z pogodzeniem tych celów. Może się zdarzyć, że tendencja do wzrostu cen występuje mimo słabej koniunktury. Sytuacja taka może mieć miejsce np. w przypadku wzrostu cen energii. Zwalczanie inflacji może wówczas tylko pogorszyć bieżącą koniunkturę. Z kolei działania na rzecz przyspieszenia wzrostu gospodarczego i poprawy sytuacji w dziedzinie zatrudnienia mogą przyczynić się do nasilenia inflacji. Zarząd SRF musi zatem sam rozstrzygnąć dylemat, czy polityka pieniężna powinna być nastawiona na ograniczenie inflacji, czy złagodzenie problemów na rynku pracy poprzez wsparcie wzrostu gospodarczego. W przypadku ESBC wiadomo, że w pierwszej kolejności trzeba dbać o stabilność cen.

Dotychczas Fed nie stosował żadnego formalnego celu liczbowego dotyczącego poziomu stopy inflacji (*inflation target*), którego osiągnięciu miałyby służyć polityka pieniężna. Od końca lat 80. niektóre kraje rozwinięte zaczęły właśnie taki cel stosować (m.in. Nowa Zelandia, Kanada, Wielka Brytania, Australia, Szwecja). Zaletą tego rozwiązania jest większa przejrzystość polityki pieniężnej, gdyż jej skuteczność może być oceniona na podstawie te-

W oświadczeniu, które w dniach 15–16 lutego 2006 r. prezes Fed Ben Bernanke złożył w Kongresie Stanów Zjednoczonych, wskazał, że głównym czynnikiem utrzymania inflacji na niskim poziomie jest zaufanie społeczeństwa i inwestorów do przyszłej stabilności cen. Utrzymanie oczekiwań społecznych, że inflacja będzie niska i stabilna, jest najważniejszym elementem wysiłków podejmowanych przez Fed w celu wspierania stabilności cen (Bernanke 2006).

Najważniejsze instrumenty polityki pieniężnej prowadzonej przez System Rezerwy Federalnej to operacje otwartego rynku, stopa dyskontowa oraz stopa rezerw obowiązkowych. Rada Gubernatorów SRF podejmuje decyzje w sprawie stopy dyskontowej oraz stopy rezerw obowiązkowych, a Federalny Komitet Operacji Otwartego Rynku – decyzje w sprawie operacji otwartego rynku. Za pomocą tych trzech instrumentów Fed wpływa na podaż pieniądza w gospodarce.

Operacje otwartego rynku (*open market operations*) odgrywają szczególną rolę wśród tych instrumentów, gdyż w praktyce najsilniej wpływają na popyt oraz podaż środków finansowych, które instytucje depozytowe utrzy-

mują na swych rachunkach w Bankach Regionalnych SRF, a w rezultacie oddziałują na wysokość stopy procentowej dotyczącej tzw. funduszy federalnych (*federal funds rate*). Stopa ta to oprocentowanie stosowane przez instytucje depozytowe, pożyczające sobie nawzajem w ramach operacji *overnight* (o bardzo krótkich terminach) środki, które gromadzą na swych rachunkach w Bankach Regionalnych SRF, czyli przy pożyczaniu wskazanych funduszy federalnych. Największe znaczenie w tym mechanizmie ma ogłaszanie przez Federalny Komitet Otwartego Rynku celu Fed, jeśli chodzi o pożądany czy inaczej zamierzony poziom tej stopy (*target for the federal funds rate lub intended federal funds rate*). To właśnie ta stopa jest główną stopą procentową SRF, a informacje o jej zmianach są przedmiotem uwagi w całym świecie.

Zmiany oprocentowania funduszy federalnych wpływają z kolei na inne krótkoterminowe stopy procentowe, długoterminowe stopy procentowe, kurs dolara wobec innych walut, podaż pieniądza i kredytu. Ostatecznie zmiany te skutkują zmianami poziomu cen dóbr i usług, produkcji i zatrudnienia.

Cele Federalnego Komitetu Otwartego Rynku w odniesieniu do operacji otwartego rynku podlegały ewolucji w minionych dziesięcioleciach. W latach 80. Komitet zaczął coraz większą wagę przywiązywać do osiągnięcia w wyniku tych operacji określonego poziomu stopy oprocentowania funduszy federalnych. Od 1995 r. cel w postaci tej stopy jest przez Komitet wyrażnie i jednoznacznie formułowany i podawany do wiadomości publicznej. Od lutego 2000 r. w oświadczeniu publikowanym po każdym posiedzeniu Komitetu podaje się jego ocenę ryzyka realizacji długoterminowych celów w postaci stabilności cen oraz trwałego wzrostu gospodarczego. W oświadczeniu tym określa się także, jaki może być kierunek polityki pieniężnej w najbliższej przyszłości. Przykładowo, podnosząc 28 marca 2006 r. stopę oprocentowania funduszy federalnych, czyli podwyższając swój cel dla tej stopy (do 4,75%, tj. o 0,25% – 25 punktów bazowych), Komitet stwierdził, że może być potrzebne dalsze zacieśnienie tej polityki, by ograniczyć to ryzyko (FOMC 2006). W ten sposób uczestnicy rynku otrzymali informację ułatwiającą przewidywanie sytuacji gospodarczej w Stanach Zjednoczonych w perspektywie następnych miesięcy.



Należy dodać, że wprowadzanym przez Komitet zmianom oprocentowania funduszy federalnych towarzyszą na ogół zmiany stopy dyskontowej, dokonywane przez Radę Gubernatorów SRF.

Z technicznego punktu widzenia operacje otwartego rynku to zakup i sprzedaż określonych rodzajów papierów wartościowych, najczęściej skarbowych papierów dłużnych (*U.S. Treasury securities*) na otwartym rynku w celu oddziaływania na podaż pieniądza poprzez wpływ na rezerwy banków znajdujące się na rachunkach w Bankach Regionalnych SRF, a w rezultacie także na krótkoterminowe stopy procentowe. Wszystkie operacje otwartego rynku w Stanach Zjednoczonych są prowadzone przez Open Market Desk (OMD) w Banku Rezerw Federalnych w Nowym Jorku. OMD stosuje dwa rodzaje operacji: transakcje z odkupem (*repurchase agreements*), mające przejściowe skutki dla podaży pieniądza, oraz transakcje definitywne (*outright transactions*), trwale wpływające na tę podaż. Transakcje te zawierane są z upoważnionymi instytucjami pośredniczącymi (określanymi jako *Fed's primary dealers*).

Pierwszy rodzaj transakcji ma zastosowanie wtedy, gdy bank centralny chce złagodzić przejściowe wahania podaży pieniądza. W takiej sytuacji Fed udziela pożyczki, zapisując w dniu zawarcia transakcji określoną kwotę na rachunku instytucji pośredniczącej i otrzymując w zamian zabezpieczenie w postaci papierów wartościowych (transakcja określana w skrócie jako *repo*). Po upływie okresu, na jaki transakcja została zawarta, Fed zwraca papiery wartościowe, otrzymując w zamian zwrot pożyczonej kwoty oraz odsetki od niej. Okresy, na jakie mogą być zwierane tego rodzaju transakcje, wahają się od 1 dnia (*overnight repo*) do 65 dni. W praktyce najczęściej występują transakcje jednodniowe oraz 14-dniowe. Tego rodzaju operacje zwiększają podaż pieniądza jedynie przejściowo, gdyż rezerwy banków rosną tylko w okresie trwania transakcji. Z kolei odsetki płacone Fed z tytułu udzielonej pożyczki nieznacznie wpływają na zmniejszenie tych rezerw (przykładowo przy oprocentowaniu rocznym w wysokości 4,0% pożyczka jednodniowa kosztowałaby $0,040/365 = 0,00011\%$).

W celu przejściowego ograniczenia podaży pieniądza Fed może przeprowadzać transakcje odwrotne do wyżej przedstawionych (*reverse repo*). W tym przypadku Fed przekazuje instytucjom pośredniczącym skarbowe papiery wartościowe w zamian za określone kwoty pobrane z ich rachunków.

W dniu wygaśnięcia transakcji Fed zwraca te kwoty wraz z odsetkami i otrzymuje z powrotem otrzymane papiery wartościowe. Przekazane odsetki mają znikomy wpływ na zwiększenie podaży pieniądza.

Poza powyższymi transakcjami (*repo*, *reverse repo*) w praktyce mogą występować także transakcje o charakterze definitywnym, co oznacza, że wpływają one na podaż pieniądza nie przejściowo, ale trwale. Mogą polegać na zakupie przez Fed skarbowych papierów wartościowych na rynku wtórnym od upoważnionych instytucji pośredniczących lub sprzedaży takich papierów wartościowych. Zakup, poprzez zwiększenie rezerw banków, wpływa na wzrost podaży pieniądza, a ich sprzedaż daje odwrotne efekty.

3.2. Stopa dyskontowa

Stopa dyskontowa (*discount rate*) jest to oprocentowanie pobierane od banków oraz innych instytucji depozytowych od pożyczek, które zaciągają one w Bankach Regionalnych SRF w ramach przeznaczonych dla nich programów kredytowych, określanych potocznie jako „okno dyskontowe” (*discount window*). Dostępne są trzy takie programy kredytowania: pierwszorzędny kredyt (*primary credit*), drugorzędny kredyt (*secondary credit*) oraz kredyt sezonowy (*seasonal credit*). W odniesieniu do każdego z tych kredytów stosowane jest odrębne oprocentowanie, a każdy kredyt musi być w pełni zabezpieczony. Fed nie wprowadza limitów kwotowych udzielanych przez siebie kredytów.

Kredyt pierwszorzędny, będący głównym kredytem Fed w ramach okna dyskontowego, jest udzielany na bardzo krótkie terminowy (zazwyczaj jednodniowy – *overnight*). Jest on dostępny dla instytucji depozytowych charakteryzujących się zdrową sytuacją finansową. Przy ocenie tej sytuacji bierze się pod uwagę dane pozyskiwane w trakcie sprawowania nadzoru bankowego. Najmniejsze instytucje depozytowe mogą go otrzymać na okres do kilku tygodni, o ile nie są one w stanie zaciągnąć na rynku podobnego kredytu na rozsądnych warunkach. Zasadniczo kredyty pierwszorzędne udzielane są według formuły „bez zadawania pytań” (*„no questions asked”*),



co oznacza, że instytucja ubiegająca się o taki kredyt podaje jedynie informacje niezbędne do przeprowadzenia całej transakcji. Niemal we wszystkich przypadkach podaje się informacje o kwocie potrzebnego kredytu i proponowanym terminie spłaty. Formalności administracyjne są tu zatem ograniczone do minimum. W praktyce jednak może się okazać konieczne dostarczenie dodatkowych informacji, jeśli powstaną wątpliwości, na jaki cel kredyt ma być wykorzystany, bądź co do sytuacji finansowej instytucji ubiegającej się o kredyt.

Kredyt pierwszorzędny ułatwia pozyskanie funduszy wtedy, gdy występuje krótkookresowy niedostatek płynności w systemie bankowym. Instytucjom depozytowym nie stawia się jednak wymogu, by przed zwróceniem się o kredyt do Fed najpierw poszukiwały środków finansowych na rynku. Poszukiwanie takich środków na rynku powinno bowiem leżeć w ich interesie, zważywszy na fakt, że oprocentowanie stosowane przez Fed jest na ogół wyższe od rynkowego. Fed kieruje się tu filozofią, że ze względu na oprocentowanie kredytu pierwszorzędnej instytucji depozytowej nie będą często używać go jako źródła finansowania. Jeśli już zdecydują się na niego, to tylko na bardzo krótki okres i tylko jako uzupełnienie środków finansowych. Okazjonalne korzystanie z oferowanego przez Fed kredytu pierwszorzędnego traktowane jest przez nadzór bankowy jako zjawisko normalne. Niepokój władz nadzorczych, a w rezultacie także bliższe zainteresowanie się przez nie daną instytucją depozytową, może wywołać częste korzystanie przez nią z tego relatywnie drogiego źródła funduszy, jakim jest kredyt pierwszorzędny.

Instytucje depozytowe, które nie kwalifikują się do uzyskania kredytu pierwszorzędnego, mogą otrzymać kredyt określany jako drugorzędny i przeznaczyć go na poprawę swej płynności (jest to wtedy kredyt krótkoterminowy, zazwyczaj jednodniowy) lub na rozwiązanie jakichś poważniejszych problemów finansowych. W takim przypadku korzystanie z niego wiąże się ze spełnieniem dodatkowych wymagań określonych przez nadzór bankowy. Z kolei kredytem sezonowym mogą być zainteresowane mniejsze instytucje depozytowe, np. banki finansujące rolnictwo lub budownictwo, charakteryzujące się zmiennym zapotrzebowaniem na środki finansowe w trakcie roku.

Stopę dyskontową stosowaną w odniesieniu do kredytów pierwszorzędnych ustala Rada Gubernatorów SRF na poziomie wyższym o 100 punktów bazowych niż określony przez Federalny Komitet Operacji Otwartego Rynku poziom oprocentowania funduszy federalnych. Różnica ta, której wielkość może się zmieniać w zależności od poziomu stopy dyskontowej określanej przez Radę Gubernatorów, ma skłaniać większość instytucji depozytowych do pozyskiwania regularnego finansowania z innych źródeł niż „okno dyskontowe Fed”. Podobną praktykę stosują banki centralne wielu innych krajów rozwiniętych, pobierających wyższe oprocentowanie od udzielanych przez siebie kredytów niż oprocentowanie występujące na rynku.

Ze względu na podstawowe znaczenie kredytów pierwszorzędnych w systemie kredytowania zapewnianym bankom przez Fed ich oprocentowanie (*primary credit rate*) utożsamia się z pojęciem stosowanej przez Fed stopy dyskontowej, podawanej jako główna stopa dyskontowa. Oprocentowanie kredytów drugorzędnych jest natomiast wyższe niż kredytów pierwszorzędnych (na ogół o 50 punktów bazowych). Z kolei stosowane przez Fed oprocentowanie kredytów sezonowych stanowi średnią wybranych rynkowych stóp procentowych. Stopy dyskontowe wszystkich trzech rodzajów kredytów ustala Rada Gubernatorów SRF. Są one jednakowe dla całego obszaru Stanów Zjednoczonych. Pewne różnice mogą występować jedynie w dniach bezpośrednio poprzedzających decyzję o zmianie tych stóp.

Jak wskazano, dokonywanym przez Federalny Komitet Otwartego Rynku zmianom celu dotyczącego oprocentowania funduszy federalnych towarzyszą decyzje Rady Gubernatorów SRF o zmianie stopy dyskontowej. Np. podwyżce oprocentowania funduszy federalnych dokonanej 28 marca 2006 r. towarzyszyła podwyżka stopy dyskontowej (*primary credit rate*) o 0,25% (o 25 punktów bazowych), po której osiągnęła ona poziom 5,75%. W całym okresie istnienia Fed ta pierwszorzędna stopa dyskontowa najwyższy poziom, wynoszący 14%, miała w 1981 r., najniższy zaś, wynoszący 0,75%, od 7 listopada 2002 r. do 8 stycznia 2003 r. Warto podkreślić, że przez bardzo długi czas (od 1914 r. do 17 sierpnia 1979 r.) stopa dyskontowa nie przekraczała 10%, a przez większość tego okresu kształtowała się najczęściej w przedziale od 2% do 6%. Można zauważyć, że poziom tej stopy obowiązujący od 9 stycznia 2003 r. także mieści się w tym przedziale².

² Zob. dane dotyczące lat 1914–2006 np. na stronie: minneapolisfed.org/Research/data/us/disco.cfm



3.3. Rezerwy obowiązkowe

Rezerwy obowiązkowe (*reserve requirements*) to kwota funduszy, które banki powinny utrzymywać jako rezerwę. Część tej rezerwy stanowią środki znajdujące się na rachunku danego banku w Banku Regionalnym Fed. Od kwot utrzymywanych jako rezerwy obowiązkowe bankom nie należą się odsetki. Obowiązek utrzymywania rezerw dotyczy wszystkich banków komercyjnych, bez względu na to, czy są one bankami członkowskimi SRF, czy nie. Ponadto obowiązkiem tym są objęte także inne instytucje bankowe, w tym: banki oszczędnościowe, stowarzyszenia oszczędnościowo-pożyczkowe, unie kredytowe, działające w stanach Zjednoczonych oddziały i agencje banków zagranicznych. Bank członkowski SRF musi utrzymywać taką rezerwę bezpośrednio w jednym z Banków Regionalnych SRF, pozostałe banki mogą zaś utrzymywać ją bezpośrednio w Banku Regionalnym bądź w innej upoważnionej instytucji.

Rada Gubernatorów SRF jest jedynym podmiotem uprawnionym do określania wysokości stopy rezerw obowiązkowych (*reserve ratio*), czyli odsetka mającego zastosowanie w odniesieniu do danego rodzaju depozytów w celu wyliczenia ogólnej kwoty, która powinna być odłożona jako rezerwa. Wysokość stopy rezerw obowiązkowych zależy od rodzaju depozytu. Od 27 grudnia 1990 r. depozyty terminowe (*non-personal time deposits*) oraz eurowalutowe (*eurocurrency liabilities*) objęte są stopą wynoszącą zero procent. W odniesieniu do pozostałych depozytów stosuje się natomiast stopę rezerw uzależnioną od zdefiniowanego w określony sposób poziomu tzw. transakcji netto na danym rachunku. Zgodnie ze stanem obowiązującym od 22 grudnia 2005 r. stopa rezerw obowiązkowych jest równa: 0%, jeśli ten poziom wynosi od 0 do 7,8 mln USD, 3%, gdy poziom wynosi 7,8 do 48,3 mln USD oraz 10% w przypadku poziomu wyższego od 48,3 mln USD. Obecna wysokość tych progów jest wynikiem ich corocznej waloryzacji zgodnie z ustawami przyjętymi na początku lat 80. (ustawa Monetary Control Act z 1980 r. oraz ustawa Garn-St Germain Act z 1982 r.). Wtedy progi te były znacznie niższe niż obecnie (wynosiły odpowiednio 2 mln USD oraz 25 mln USD).

4. Nadzór nad bankami

Na kształt i zasady nadzoru bankowego sprawowanego obecnie w Stanach Zjednoczonych istotny wpływ miały niekorzystne doświadczenia historyczne, a w szczególności fakt, że w następstwie Wielkiego Kryzysu, który wybuchł w 1929 r., w Stanach Zjednoczonych upadło około 40% banków. Nie bez znaczenia były tu także negatywne zjawiska, które pojawiły się w amerykańskim systemie bankowym po koniec lat 80. ubiegłego wieku i które spowodowały poważne pogorszenie się sytuacji wielu banków.

Główną rolę w nadzorze nad systemem bankowym w Stanach Zjednoczonych odgrywa Rada Gubernatorów SRF. Rada nadzoruje banki stanowe, będące członkami SRF, firmy mające banki w swych strukturach kapitałowych (*bank holding companies*), zagraniczną działalność banków członkowskich. Wraz z Bankami Regionalnymi SRF Rada nadzoruje około 900 stanowych banków będących członkami SRF oraz 5.000 firm mających banki w swych strukturach. Istniejąca od 1863 r. agencja rządowa – Urząd Kontroli Pieniężnej (*Office of the Comptroller of the Currency*) nadzoruje funkcjonowanie banków krajowych, zaś Federalna Korporacja Ubezpieczenia Depozytów (*Federal Deposit Insurance Corporation*) sprawuje nadzór nad bankami stanowymi, które nie są członkami SRF. Korporacja została utworzona po fali bankructw banków w okresie Wielkiego Kryzysu, kiedy rzesza deponentów straciła swe oszczędności. System gwarantowania depozytów zaczął funkcjonować od 1934 r. Obecnie w przypadku upadłości banku Korporacja gwarantuje wypłatę depozytu do wysokości 100 tys. dolarów.

Działalność nadzorcza prowadzona jest zarówno poprzez badanie sytuacji na miejscu w danej instytucji, jak i poprzez analizę otrzymywanych od niej sprawozdań i informacji z różnych źródeł. Działalność ta w pierwszej kolejności ma służyć wychwytywaniu wszelkich oznak możliwych zagrożeń i podejmowaniu działań interwencyjnych, będących swego rodzaju sygnałem alarmowym dla danej instytucji. Uzupełnieniem tego jest działalność represyjna wobec instytucji nieprzestrzegających obowiązujących regulacji i podejmujących ryzyko zagrażające interesom deponentów.



Część regulacji wydawanych przez Radę Gubernatorów ma zastosowanie do wszystkich banków, część zaś tylko do banków członkowskich SRF. Regulacje wydawane przez Radę na podstawie ustaw federalnych (np. *Equal Credit Opportunity Act*, *Home Mortgage Disclosure*) dotyczą też kredytu konsumpcyjnego.

Nadzór bankowy sprawowany w Stanach Zjednoczonych ma na celu przede wszystkim ograniczanie ryzyka zarówno w odniesieniu do poszczególnych banków, jak i ryzyka systemowego. Realizując to zadanie, SRF może pełnić funkcję pożyczkodawcy ostatniej instancji (*lender of last resort*), udzielając pożyczek bankom, które znalazły się w trudnej sytuacji finansowej. Tuż po krachu giełdowym 19 października 1987 r. prezes Fed Alan Greenspan ogłosił, że bank centralny jest gotów pełnić tę funkcję, by skłonić banki do kontynuacji finansowania przeżywających kłopoty z płynnością domów maklerskich działających na rynku papierów wartościowych.

Fed interweniował także wtedy, gdy problemy finansowe nie dotyczyły bezpośrednio banków. W 1998 r., kiedy w sytuacji kryzysowej znalazł się fundusz inwestycyjny LTCM (Long Term Capital Management), Fed uznał, że interwencja banku centralnego jest konieczna, gdyż fundusz ten jest „zbyt duży, by upaść” (*„too big to fail”*). We wrześniu 1998 r. pod patronatem Banku Rezerw Federalnych w Nowym Jorku zebrała się grupa banków, która udzieliła funduszowi pożyczki na kwotę 3,5 mld USD. Pożyczka ta wprawdzie nie była w stanie uratować funduszu mającego zobowiązania rządu 200 mld USD, ale – jak stwierdził Alan Greenspan – ta akcja ratunkowa była uzasadniona, gdyż „nagłe i bezładne zamknięcie pozycji przez LTCM stanowiłoby nieakceptowalne ryzyko dla gospodarki amerykańskiej” (Le Page, Madelaine 2006).

■ ■ ■ ■ ■ ■ ■ ■ 5. Niezależność i samofinansowanie SRF

Bank centralny Stanów Zjednoczonych jest instytucją niezależną w występującym w tym kraju systemie władzy, co potwierdza dotychczasowa praktyka kształtowania polityki pieniężnej. Należy jednak zauważyć, że niejed-

noznaczny zapis podstawowego celu tej polityki może nasuwać pewne wątpliwości co do tego, czy rzeczywiście ta niezależność jest w pełni zagwarantowana. Dotychczasowe doświadczenie pokazuje, że faktyczny stopień tej niezależności zależy w dużej mierze od rzeczywistej pozycji osób pełniących funkcje kierownicze w Fed, w szczególności od prezesa Rady Gubernatorów. Oznacza to, że bardziej zależy od uwarunkowań osobowych niż regulacji formalnych i prawnych. Jak wskazano, w przypadku banku centralnego strefy euro cel polityki pieniężnej został tak sformułowany, aby nie było jakiegokolwiek pola do presji politycznej na tę instytucję. To bardziej rygorystyczne rozwiązanie wynika głównie z negatywnych doświadczeń związanych z hiperinflacją, która w minionym wieku dotknęła kraje europejskie, a w szczególności Niemcy. W Stanach Zjednoczonych w ostatnich stu latach takie zjawisko nigdy nie wystąpiło.

Istotną gwarancją niezależności Fed jest to, że instytucja ta jest jedyną agencją rządową w tym kraju, która nie otrzymuje subsydiów państwowych. SRF pozyskuje dochody głównie z oprocentowania wynikającego z posiadanych przez siebie papierów skarbowych nabytych w wyniku operacji otwartego rynku, z ulokowanych rezerw walut obcych, pożyczek udzielanych instytucjom depozytowym, a także z opłat pobieranych za usługi świadczone tym instytucjom (rozliczanie czeków, transfer funduszy, operacje rozliczeniowe). Po pokryciu swych wydatków SRF przekazuje pozostałą część dochodów do budżetu państwa. W 2003 r. było to około 22 mld dolarów. Praktycznie od początku istnienia SRF Banki Regionalne przekazywały około 95% swych dochodów do budżetu. Za 2004 r. banki te przekazały akcjonariuszom 581 mln USD jako dywidendy, a do budżetu trafiły środki w wysokości około 18 mld USD. Dochody i wydatki ponoszone w ramach SRF podaje się w Raporcie Rocznym Rady Gubernatorów SRF.

6. Dotychczasowe efekty polityki pieniężnej Fed

Polityka pieniężna Fed od początku istnienia tej instytucji była zasadniczo skuteczna w zwalczaniu inflacji, jakkolwiek 10 takich lat, kiedy inflacja w Stanach Zjednoczonych, mierzona indeksem cen konsumpcyjnych (*Con-*



sumer Price Index), była dwucyfrowa (17,4% – 1917 r., 18,0% – 1918 r., 14,6% – 1919 r., 15,6% – 1920 r., 10,9% – 1942 r., 14,4% – 1947 r., 11,0% – 1974 r., 11,3% – 1979 r., 13,5% – 1980 r. i 10,3% – 1981 r.). W całym tym okresie dwanaście razy zanotowano ujemny wskaźnik inflacji (deflację). Największy spadek bezwzględnego poziomu cen wystąpił w 1921 r. (10,5%). W okresie Wielkiego Kryzysu deflacja występowała praktycznie przez 7 lat z rzędu (od 1927 r. do 1934 r.)³.

Przez długi czas wielu ekonomistów, a także polityków gospodarczych uważało, że kryzys ten był nieuniknionym skutkiem nadmiernych inwestycji, niewłaściwego zarządzania przedsiębiorstwami oraz spekulacji, która ostatecznie doprowadziła do krachu giełdowego w 1929 r. Milton Friedman i Anna Jacobson Schwartz odrzucili ten pogląd w 1963 r., wskazując, że Wielki Kryzys nie był nieunikniony. Ich zdaniem, wywołała go niewłaściwa polityka Systemu Rezerwy Federalnej, gdyż w 1928 r. Fed nadmiernie podniósł stopy procentowe, by utrzymać wymienialność dolara na złoto po sztywnym kursie oraz aby zahamować spekulację na giełdzie papierów wartościowych. Spowodowało to w następnym roku recesję i przyspieszyło załamanie na rynku papierów wartościowych. Po tym, jak to załamanie wystąpiło, Fed, w opinii tych autorów, pozwolił na upadek tysięcy banków (zob. szerzej: Ip 2005b). Należy jednak dodać, że w toczącej się w Stanach Zjednoczonych dyskusji na temat przyczyn Wielkiego Kryzysu przedstawiano także wiele innych poglądów w tej sprawie. Mimo upływu wielu dziesięcioleci od tego kryzysu dyskusja ta dotąd nie przyniosła ostatecznego rozstrzygnięcia co do jego przyczyn i jest wysoce prawdopodobne, że także w przyszłości trudno będzie o definitywne określenie jego podłoża i wskazanie instytucji ponoszących za niego odpowiedzialność.

Od 1982 r. roczna stopa inflacji w gospodarce amerykańskiej ustabilizowała się, z nielicznymi wyjątkami, na poziomie mieszczącym się w przedziale od 2% do 4%. Zredukowanie dwucyfrowej inflacji występującej na przełomie lat 70. i 80. do tego relatywnie niskiego poziomu (3,2% już w 1983 r.) wymagało zdecydowanych działań Fed. Instytucja ta była w stanie zastosować wysokie stopy procentowe, by zmniejszyć presję inflacyjną, mimo występujących w tym okresie tendencji recesyjnych w gospodarce. Po tych działaniach Fed zyskał sobie reputację banku centralnego ostro zwiększającego stopy pro-

³ Zob. dane za lata 1913-2006 np. na stronie:
minneapolisfed.org/research/data/us/calc/hist1913.cfm

centowe, gdy występuje zagrożenie inflacyjne, i obniżającego te stopy dopiero wtedy, gdy wzrost inflacji zostanie powstrzymany (Barro 2006).

Milton Friedman (laureat Nagrody Nobla w 1976 r.), oceniając politykę pieniężną Fed, stwierdził, że w ciągu pierwszych 70 lat swego istnienia instytucja ta zrobiła więcej złego niż dobrego: przyczyniając się do dużej inflacji po pierwszej wojnie światowej, przekształcając umiarkowaną recesję w latach 20. w wielką depresję w latach 30. oraz doprowadzając w latach 70. do największej w czasach pokoju inflacji w Stanach Zjednoczonych. Biorąc to pod uwagę, Friedman wskazuje, że gospodarka amerykańska znacznie lepiej funkcjonowałaby przez te 70 lat po 1914 r., gdyby Fed w ogóle nie został ustanowiony. Późniejszy okres działania Fed ekonomista ten ocenił ogólnie generalnie pozytywnie, przy czym okres od 1987 r., gdy na jej czele stał Alan Greenspan, zyskał jego szczególne uznanie. Dokonane przez Friedmana porównania pokazują m.in., że za czasu urzędowania Greenspana, to jest w ciągu 220 miesięcy, recesja była zjawiskiem znacznie rzadszym w gospodarce amerykańskiej, bo trwała 7,3% tego okresu, niż w ciągu 379 miesięcy, tj. od stycznia 1948 r. do objęcia w 1979 r. funkcji prezesa Fed przez Paula Volkera (w takiej pisowni Friedman podaje nazwisko tego prezesa Fed), kiedy trwała 17,4% okresu. Istotnym osiągnięciem Fed pod kierownictwem Greenspana było też, jak wskazuje Friedman, zwiększenie stabilności cen w porównaniu z okresem po zakończeniu drugiej wojny światowej, a przed objęciem funkcji przez Volkera. W tym okresie średnia roczna stopa inflacji wynosiła w Stanach Zjednoczonych 3,7%, a za czasów Greenspana tylko 2,4% (najniższa 1%, najwyższa 4%). Odchylenie standardowe stóp inflacji było w tym pierwszym okresie trzykrotnie wyższe niż w drugim okresie: 2,6 wobec 0,8 (zob. szerzej: Friedman 2006).

W ciągu ostatnich kilkunastu lat w polityce pieniężnej Fed występowały zarówno okresy wielokrotnych, następujących po sobie obniżek stóp procentowych odnoszących się do oprocentowania funduszy federalnych, okresy charakteryzujące się długim ciągiem podwyżek tych stóp, jak też okresy, w których występowały mniej liczne zmiany stóp o różnym kierunku. Zmiany stopy były dokonywane przez Fed na ogół jednorazowo i wynosiły dotychczas albo 0,25 punktu proc., albo 0,50 punktu proc.

Od 13 lipca 1990 r. do 4 września 1992 r. dokonano 18 obniżek (z poziomu 8% do 3%). Następnie stopa była podwyższana i od 1 lutego 1995 r. wy-



niosła 6%. Dokonane następnie obniżki (wyjątkiem była jedna podwyżka w marcu 1997 r.) doprowadziły do ukształtowania się stopy na poziomie 4,75% w listopadzie 1998 r. Potem przez kilka miesięcy zmiany stóp nie były dokonywane. Proces ponownego podwyższania stóp rozpoczął się 30 czerwca 1999 r. i doprowadził do osiągnięcia przez stopę procentową dotyczącą funduszy federalnych poziomu 6,50% w maju 2000 r.

W celu zwalczania tendencji recesyjnych w gospodarce amerykańskiej od początku 2001 r. do połowy 2003 r. Fed przeprowadził 13 obniżek stopy procentowej: z 6,50% do 1%. Ten najniższy od 1958 r. nominalny poziom stopy, wynoszący 1%, został osiągnięty po obniżce dokonanej 25 czerwca 2005 r. i utrzymywany był na niezmiennym poziomie ponad rok. Od końca czerwca 2004 r. rozpoczął się ciąg podwyżek stóp procentowych przez bank centralny Stanów Zjednoczonych. W rezultacie 15 takich podwyżek, po 0,25 punktu proc., w marcu 2006 r. główna stopa procentowa stosowana przez Fed osiągnęła poziom 4,75%. Dla porównania można wskazać, że w tym samym czasie główna stopa procentowa stosowana przez Europejski Bank Centralny wynosiła 2,25%.

Podwyżki stóp procentowych nie wpływają szybko i w całości na podwyżki oprocentowania oferowanego przez banki komercyjne deponentom. Skale podwyżek tego oprocentowania banki uzależniają w dużej mierze od występującego i przewidywanego popytu na kredyty. Wyższe odsetki od depozytów powodują wzrost kosztów działalności banków i wymagają odpowiedniego dostosowania oprocentowania kredytów. W przeciwnym razie banki muszą się liczyć ze zmniejszeniem swych zysków. Podwyżki stóp procentowych dokonane przez Fed od 2004 r. przyczyniły się do wystąpienia tendencji spadkowej zysków osiąganych przez banki i istotnie zaostriżyły konkurencję między nimi (zob. szerzej: Sidel 2006).

Alan Greenspan zyskał sobie miano światłego prezesa banku centralnego, uwzględniającego jednocześnie ewolucję wskaźników dotyczących koniunktury gospodarczej i bezrobocia, jak też wskaźników dotyczących inflacji i agregatów pieniężnych. Ze względu na swój pragmatyzm i zręczność w kształtowaniu polityki pieniężnej wielu postrzegało go dotychczas nawet jako twórcę osiągnięć gospodarki amerykańskiej w ciągu ostatnich kilkunastu lat.

Od czasu objęcia w 1987 r. funkcji prezesa Fed przez Alana Greenspana stosunkowo wysokiemu wzrostowi gospodarczemu w Stanach Zjednoczonych towarzyszyła dość niska inflacja. Polityka pieniężna w tym okresie była realizowana w warunkach postępującej globalizacji rynków finansowych, szybkiego rozwoju technologii informatycznych oraz rosnącego znaczenia w gospodarce światowej takich krajów, jak Chiny i Indie, oferujących masę towarów wytworzonych po niskich kosztach robocizny. W tym okresie wystąpiło wiele innych zjawisk zarówno w samych Stanach Zjednoczonych, jak i w innych krajach, istotnie rzutujących na kształtowanie polityki pieniężnej przez SRF. Do najważniejszych z nich należy zaliczyć krach giełdowy, który miał miejsce jesienią 1987 r., kryzysy finansowe w Azji i Rosji pod koniec lat 90., upadek wielkiego funduszu inwestycyjnego LTCM, zamachy z 11 września 2001 r., upadek kilku wielkich firm powodujący spadek zaufania do amerykańskiego kapitalizmu (m.in. Enron, Worldcom). Mimo tych negatywnych zjawisk w tym czasie w gospodarce amerykańskiej wystąpiły tylko dwa okresy recesji, każdy nie dłuższy niż rok. W ciągu osiemnastu lat poprzedzających 1987 r. były natomiast cztery recesje, przy czym dwie bardzo poważne. Osiąganiu dobrych wyników przez gospodarkę amerykańską po 1987 r. sprzyjała wysoka elastyczność cen i płac w Stanach Zjednoczonych, łagodząca problemy na rynku pracy, a także sprawnie funkcjonujący system bankowy. Zapewniło to odpowiednio dużą odporność tej gospodarki na wstrząsy zarówno pochodzenia wewnętrznego, jak i zewnętrznego.

Za jedno z najważniejszych osiągnięć ponadosiemnastoletniego okresu sprawowania przez Alana Greenspana funkcji prezesa Rady Gubernatorów uważa się utrzymanie wiarygodności dolara amerykańskiego, niezbędnej do pełnienia przez tę walutę funkcji głównej waluty międzynarodowej (Melloan 2006).

Według Kena Rogoffa, oceniając politykę Fed w okresie sprawowania funkcji prezesa tej instytucji przez Alana Greenspana, należy wziąć pod uwagę fakt wyłonienia się w tym czasie dwóch wielkich potęg międzynarodowych: Chin i Indii. Oferowane przez te kraje tanie towary pozwoliły na złagodzenie presji na wzrost płac w Stanach Zjednoczonych, co ułatwiło utrzymanie inflacji na stosunkowo niskim poziomie (Les Echos 2006b). Z kolei Hans Tietmeyer, prezes banku centralnego Niemiec (Bundesbanku) w latach 1993–1999 stwierdził, że najważniejsze działania na rzecz uelastycz-



nienia gospodarki amerykańskiej zostały zrealizowane w 1987 r. W rezultacie polityka pieniężna od tego czasu mogła być prowadzona w warunkach zapewniających jej pełną swobodę w przypadku pogorszenia stanu koniunktury (Dawson 2006).

W innych ocenach polityki pieniężnej Fed realizowanej za czasów, gdy instytucji tej przewodniczył Greenspan, podkreśla się, że zacieśnienie tej polityki w 1997 r. przyczyniło się do niekorzystnych zmian w gospodarce amerykańskiej i dotknęło także inne kraje. Było to jednym z powodów kryzysu finansowego w krajach azjatyckich i spadku cen surowców, uderzającego szczególnie takie kraje rozwijające się, jak Brazylia. W samych Stanach Zjednoczonych polityka Fed doprowadziła do pogorszenia sytuacji m.in. w rolnictwie i przemyśle stalowym i wywołała odpływ kapitału do dziedzin stosujących rozwinięte technologie, przyczyniając się do powstania bańki spekulacyjnej w tych dziedzinach (Forbes 2006).

Często podkreśla się także, że polityka pieniężna Fed, realizowana od końca lat 90. i na początku XXI w., przyczyniła się do wywindowania do nadzwyczaj wysokiego, trudnego do utrzymania na dłuższą metę, poziomu cen akcji przedsiębiorstw działających w dziedzinie mediów oraz wysokich technologii. Ponadto, gospodarstwa domowe w Stanach Zjednoczonych, korzystając z niskich stóp procentowych, poważnie się zadłużyły. W 1987 r. ich ogólne zadłużenie wynosiło 2.700 mld USD, a pod koniec 2005 r. ukształtowało się na poziomie 11.000 mld USD. Konsumpcja prywatna, finansowana w dużym stopniu poprzez wzrost tego zadłużenia, była jednym z głównych czynników napędzających import, a w rezultacie także powiększanie się amerykańskiego deficytu bilansu obrotów bieżących (Les Echos 2006a).

Utrzymywanie przez Fed przez stosunkowo długi okres stóp procentowych poniżej poziomu inflacji, w celu stymulowania gospodarki, wprawdzie nie spowodowało większego wzrostu tradycyjnie rozumianej inflacji, ale doprowadziło do wzrostu cen papierów wartościowych oraz nieruchomości, a także do wspomnianego wyżej zadłużenia gospodarstw domowych i bardzo niskiej stopy ich oszczędności. Duże wydatki konsumpcyjne przyczyniały się zatem z jednej strony do zapewnienia wysokiego tempa wzrostu gospodarki amerykańskiej, ale z drugiej stały się podstawą tych negatywnych zjawisk. Wskazuje się nawet, że część dotychczasowego rozwoju go-

spodarczego Stanów Zjednoczonych nie jest oparta na prawdziwym wzroście wydajności pracy, ale na zadłużaniu się wobec przyszłości ("The Economist" 2006c).

W Europie niektórzy przeciwstawiają Alana Greenspana osobom kierującym Europejskim Bankiem Centralnym, w szczególności obecnemu prezesowi EBC, którym jest Jean-Claude Trichet. Temu ostatniemu nierzadko zarzuca się, zwłaszcza we Francji, „ścisłe stosowanie się do ideologii monetarystycznej oraz obsesję antyinflacyjną”, co miało by przyczyniać się do słabszego wzrostu gospodarczego w strefie euro niż w Stanach Zjednoczonych. Tymczasem nie można zapominać, że polityka pieniężna Fed za czasów Alana Greenspana była wprawdzie bardziej nastawiona na wspieranie wzrostu gospodarczego niż polityka pieniężna w strefie euro, ale pogłębiła strukturalne problemy gospodarki amerykańskiej związane z deficytem budżetowym i deficytem bilansu obrotów bieżących. Prezes Bundebanku Hans Tietmeyer wskazuje ponadto, że gospodarka światowa ciągle jeszcze ponosi skutki polityki Fed. Bańka spekulacyjna na rynku wysokich technologii z lat 2001–2002, do której przyczynił się amerykański bank centralny, przyniosła światu gwałtowne załamanie koniunktury gospodarczej. Gospodarka światowa i gospodarka amerykańska mogły wyjść z tego stanu jedynie dzięki głębokim cięciom stóp procentowych przez Fed, a także inne banki centralne (Dawson 2006).

Greenspanowi zarzuca się też, że unikał bezpośrednich wypowiedzi dla mediów na temat polityki Fed, co ostatecznie powodowało, że polityka ta nie była wystarczająco przejrzysta dla opinii publicznej, a w szczególności dla uczestników rynków finansowych. Tymczasem np. prezes EBC Jean-Claude Trichet na comiesięcznych konferencjach dla prasy odpowiada na pytania dziennikarzy, udziela wywiadów prasie oraz telewizji (Delhommais 2006).

Odpowiadając na zarzuty kierowane wobec Fed, że w minionych latach jego polityka pieniężna sprzyjała narastaniu w Stanach Zjednoczonych bliźniaczych deficytów oraz bańki spekulacyjnej na rynku papierów wartościowych oraz rynku nieruchomości, przedstawiciele zarówno obecnego, jak i poprzedniego kierownictwa tej instytucji zazwyczaj wskazywali, że to nie ona jest za to odpowiedzialna. Źródłem tych negatywnych zjawisk miały być nadmiar oszczędności na świecie, zwłaszcza w takich krajach, jak Chiny i Japonia (Le Boucher 2006).



Wysoki deficyt bilansu obrotów bieżących powoduje wpływ ogromnych kwot dolarów za granicę. Z kolei podmioty zagraniczne wykorzystują te zasoby dolarowe do nabywania papierów skarbowych emitowanych przez Stany Zjednoczone. Ten relatywnie duży popyt na amerykańskie papiery skarbowe przeciwdziała zbyt dużemu wzrostowi ich oprocentowania, co z kolei pozwala na utrzymanie oprocentowania kredytów hipotecznych w Stanach Zjednoczonych na niższym poziomie. W ten sposób mimo prowadzonej przez Fed polityki podwyższania stóp procentowych w ostatnich latach koszt pieniądza w gospodarce amerykańskiej nie wzrósł nadmiernie.

Podejście, jakie w polityce pieniężnej reprezentuje nowy prezes Rady Gubernurów SRF, Ben Bernanke, oceniane jest jako kontynuacja podejścia poprzedniego prezesa tej instytucji Alana Greenspana (Prudhomme 2006). Już na samym początku pełnienia swej funkcji Bernanke wyraźnie zadeklarował, że ze względu na utrzymujące się ryzyko presji inflacyjnej konieczne mogą być dalsze podwyżki stóp procentowych.

Jednocześnie Bernanke opowiedział się za utrzymaniem istniejącego poziomu przejrzystości działań Fed i wprowadzaniem ewentualnych zmian jedynie stopniowo (The Economist 2006b). Zmiany te mogłyby dotyczyć przede wszystkim przejścia na stosowanie wyraźnego celu inflacyjnego. Gdyby faktycznie tak było, to – tak jak w przypadku wielu innych banków centralnych – cel ten raczej nie byłby określany jako konkretna liczba, ale jako pewien przedział, w którym powinna się zmieścić rzeczywista stopa inflacji. W ten sposób zapewniony byłby pewien margines swobody w realizacji polityki pieniężnej. Dotychczas jednak B. Bernanke wypowiadał się bardzo ostrożnie w tej kwestii. Inne jego wypowiedzi wskazują na zamiar prowadzenia przez Fed bardziej aktywnej polityki informacyjnej na temat realizowanej przez tę instytucję polityki stóp procentowych (Fleming 2006; "The Economist" 2006a).

Czynnikiem mogącym przeciwdziałać złagodzeniu polityki pieniężnej przez Fed może się okazać polityka stóp procentowych podjęta w 2006 r. przez bank centralny Japonii. W marcu tego roku Bank Japonii wielokrotnie zapowiadał wzrost stosowanych przez siebie stóp procentowych. Podobne deklaracje w odniesieniu do 2006 r. zgłaszał także Europejski Bank Centralny.

W odróżnieniu od Alana Greenspana, który publicznie wypowiadał się w wielu kwestiach niezwiązanych bezpośrednio z polityką pieniężną Fed,

nowy prezes tej instytucji dotychczas wykazywał dużą wstrzemięźliwość w komentowaniu bieżących spraw. Np. w lutym 2006 r. na pytanie o opinię w sprawie planowanych przez rząd obniżek podatków, stwierdził, że udzielanie odpowiedzi na tego rodzaju pytanie przez prezesa banku centralnego nie jest właściwe (Ip 2006).

Do głównych czynników rzutujących na sytuację makroekonomiczną, w której Fed będzie kształtować swą politykę pieniężną także w dającej się przewidzieć przyszłości, należą deficyt budżetowy oraz deficyt bilansu obrotów bieżących. Deficyty te, określane potocznie jako „bliźniacze” (*twin deficits*), wykazywały w ostatnich latach wyraźną tendencję wzrostową. W 2005 r. pierwszy z nich wyniósł 3,7% PKB (np. w 2000 r. była nadwyżka wynosząca 1% PKB), drugi zaś ukształtował się na poziomie 804,5 mld USD, co stanowiło 6,8% PKB (deficyt bilansu obrotów bieżących w 2000 r. stanowił 4,3% PKB). Dość powszechnie deficyty te są postrzegane na świecie jako zjawisko niekorzystne dla stabilności przyszłej sytuacji w gospodarce światowej i międzynarodowym systemie walutowym. Nie brak jednak opinii, że zagrożenia związane z tymi deficytami, a zwłaszcza z deficytem bilansu obrotów bieżących, nie są zbyt duże (zob. np. WSJ 2006). Mimo to w samych Stanach Zjednoczonych coraz wyraźniejsze są obawy, że duża koncentracja wyemitowanych przez ten kraj skarbowych papierów dłużnych będących w posiadaniu banków centralnych największych krajów Azji może zagrażać także bezpieczeństwu gospodarki amerykańskiej, gdyby kraje te kiedyś zdecydowały się ograniczyć swój popyt na te papiery (Delhommais 2006). Banki centralne krajów azjatyckich wielokrotnie już sygnalizowały, że zamierzają dywersyfikować swoje rezerwy walutowe.

Uwagi końcowe

Oceniając politykę pieniężną Fed, poza sukcesami gospodarki amerykańskiej w postaci wysokiego wzrostu gospodarczego i niskiej inflacji, należy brać pod uwagę istniejącą nierównowagę w budżecie oraz bilansie obrotów bieżących, a także wysoki poziom zadłużenia gospodarstw domowych. Dylematy, które Fed będzie musiał rozstrzygać w swej polityce pieniężnej w najbliższym czasie, wiążą się z koniecznością pogodzenia restrykcyjnych



działań w tej polityce, przeciwdziałających narastaniu bliźniaczych deficytów, z faktem wzrostu obciążeń związanych z obsługą zadłużenia przez gospodarstwa domowe.

Tak jak w minionych dziesięcioleciach, polityka pieniężna Fed będzie w dalszym ciągu jednym z głównych czynników decydujących nie tylko o sytuacji w Stanach Zjednoczonych, ale też w całej gospodarce światowej. Obecnie brak jest jakichkolwiek danych, które wskazywałyby, że ta znacząca pozycja Fed ulegnie osłabieniu w dającej się przewidzieć przyszłości.

Bibliografia

Barro R. J. (2006), *Goodbye, Mr. Big Chips*, "The Wall Street Journal Europe" z 30 stycznia.

Bernanke B. (2006), *Testimony of Chairman Ben S. Bernanke*, "Semiannual Monetary Policy Report to the Congress", February 15.
www.federalreserve.gov/boarddocs/hh/2006/february/testimony.htm

Danker D. J., Luecke M. M. (2005), *Background on FOMC Meeting Minutes*, Division of Monetary Affairs,
http://www.federalreserve.gov/pubs/bulletin/2005/spring05_fomc.pdf

Dawson S. (2006), *Greenspan: a legend with an unproven legacy. Interview with Prof. Dr. Hans Tietmeyer, President of the Deutsche Bundesbank 1993-1999*, Auszüge aus Presseartikeln", Deutsche Bundesbank, Nr 2, 11 stycznia.

Delhommais P.A. (2006), *L'inversion de la courbe des taux n'inquiète pas Ben Bernanke*, "Le Monde" z 25 marca.

Delhommais P. A. (2006), *Les adieux de star d'Alan Greenspan*, "Le Monde" z 31 stycznia.

Fleming S. (2006), *Bush's man takes over Fed's reins*, "European Voice" z 1 lutego.

FOMC (2006), *Press Release – FOMC statement*, 28 March,
<http://www.federalreserve.gov/BoardDocs/press/monetary/2006/20060328/>

Forbes S. (2006), *A Master, but No Plan*, "The Wall Street Journal Europe" z 1 lutego.

Friedman M. (2006), *He Has Set a Standard*, "The Wall Street Journal Europe" z 31 stycznia.



Ip G. (2005a), *U. S. Fed`s transparency on rates is at crossroads*, "The Wall Street Journal Europe" z 9 grudnia.

Ip G. (2005b), *Depression fed Bernanke`s views*, "The Wall Street Journal Europe" z 8 grudnia.

Ip G. (2006), *U. S. Fed`s new chairman signals further rate rises*, "The Wall Street Journal" z 16 lutego.

Le Boucher E. (2006), *La conduite du peuple des marchés*, "Le Monde" z 22 stycznia.

Le Page S., Madelaine N. (2006), *La Fed au sommet de son art*, "Les Echos" z 31 stycznia.

Les Echos (2006a), *Pendant dix-huit ans, une croissance stable mais déséquilibre record*, "Les Echos" (Paris) z 31 stycznia.

Les Echos (2006b), *Réserve fédérale: Alan Greenspan a passé le témoin à Ben Bernanke dans le contexte délicat*, "Le Echos" z 31 stycznia.

Melloan G. (2006), *How to Be a Celebrity Banker*, "The Wall Street Journal Europe" z 14 marca.

Oręziak L. (2001), *System bankowy Stanów Zjednoczonych*, w: L. Oręziak, B. Pietrzak (red.), *Bankowość na świecie i w Polsce. Stan obecny i tendencje rozwojowe*, Olympus, Warszawa.

Prudhomme (2006), *Pas de rupture dans la politique monétaire américaine*, "Le Monde" z 19 lutego.

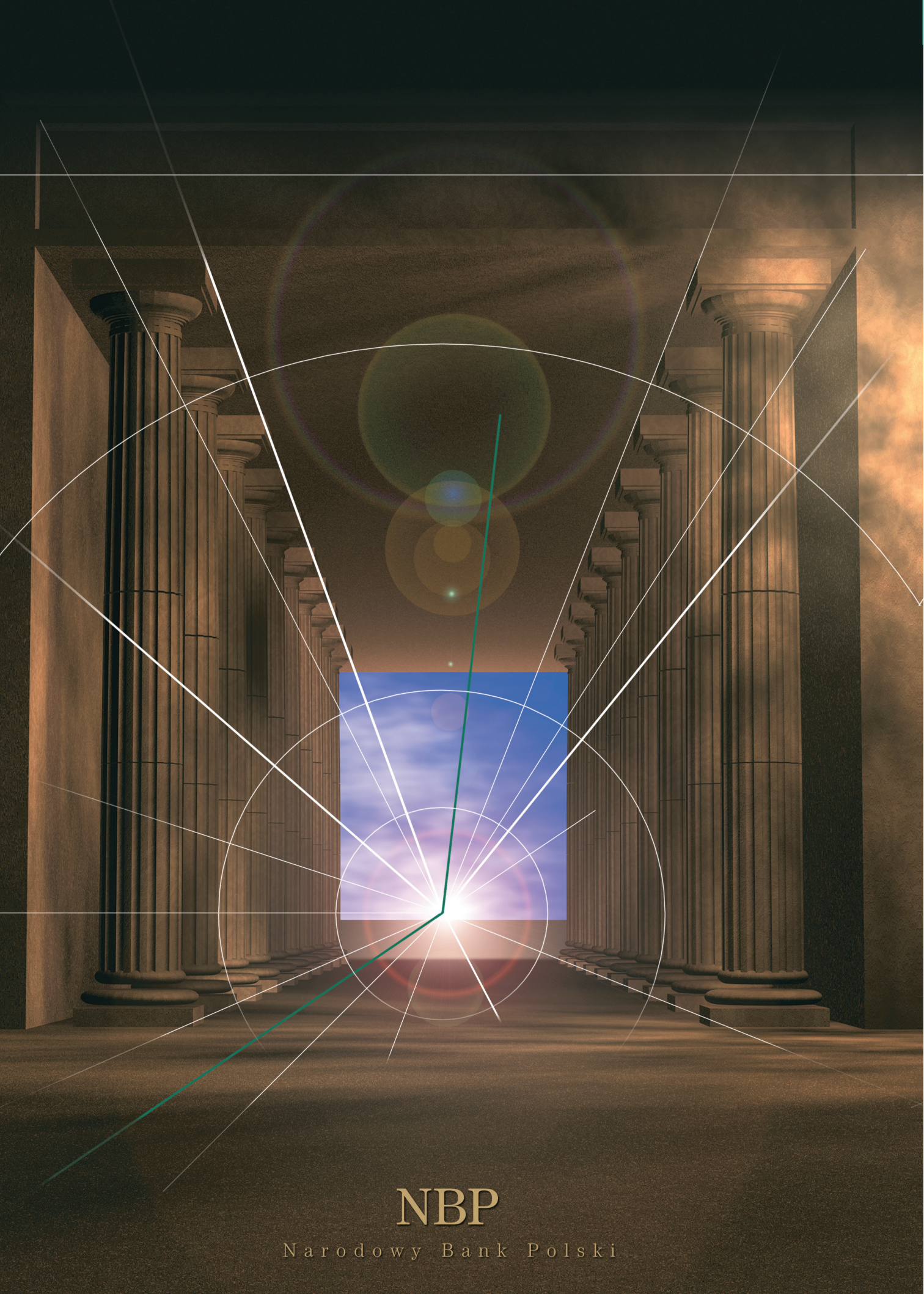
Sidel R. (2006), *U. S. Banks`high interest rate could crimp profit*, "The Wall Street Journal Europe" z 17 stycznia.

The Economist (2006a), *Bernanke ponders his course*, "The Economist" z 25 marca.

The Economist (2006b), *The Alan and Ben show*, "The Economist" z 18 lutego.

The Economist (2006c), *Danger time for America*, "The Economist"
z 14 stycznia.

WSJ (2006), *Trade Deficit Disorder*, "The Wall Street Journal Europe"
z 21 marca.



NBP

Narodowy Bank Polski