

Piotr Borowski

Polityka finansowa Systemu Rezerwy Federalnej Stanów Zjednoczonych Ameryki podczas wielkiego kryzysu lat 1929–1933

Jeśli ukradniesz 25 dolarów, jesteś złodziejem. Jeśli ukradniesz 25 tysięcy dolarów, jesteś defraudantem. Jeśli ukradniesz 2,5 miliona dolarów jesteś finansistą¹.

Keywords: Federal Reserve System, Great Depression, monetary policy, discount rate, bank runs, Banking Act

Summary

The Federal Reserve System (the Fed) has been the central bank of the United States since it was created in 1913. The key reason why Congress created the Federal Reserve System was to ensure that a central bank would be available to provide monetary resources in sufficient objective to avert potential banking and financial panics. Another congressional objective was to provide an institution that could centralize the clearing of payments across the nation. Congress also desired the government to have a central depository for its funds. A key defect of the original Federal Reserve Act of 1913 was that it did not spell out the lines of authority for Fed policy – making. Although the legislation gave the Federal Reserve Board supervisory functions within the system, it did not give the Board the power to dictate policies to the individual Federal Reserve Banks. At best, the Board could try to muster efforts for systemwide coordination. Such efforts were not always successful, and much of the time the Federal Reserve Banks conducted their own regional policies. This caused internal dissension within the Fed crash and the subsequent financial panics. By 1933 a third of all the commercial banks in the United States had failed. Furthermore, the quantity of money also had declined by about a third. The banking crisis reinforced a business downturn, and the economic decline reinforced the financial collapse. The nation had fallen into what we now call the *Great Depression* of the 1930s. In the area of money and banking arrangements, Congress responded to the Great

¹ Cyt. za: „The Nation”, 8 marca 1933, [w:] L. Ahamed, *Władcy pieniądza*, Warszawa 2010, s. 386.

Depression the Banking Act of 1935. In many respects this legislation really amounted to a new Federal Reserve Act, because it fundamentally restructured the Federal Reserve System. It created new offices with clearly defined responsibilities, and it centered the Fed's powers within the Board of Governors and its chair. Finally, the Banking Act of 1935 established the Federal Open Market Committee (FOMC), which is composed of the seven governors and five of the twelve Federal Reserve Bank presidents, and excluded the Treasury secretary and the comptroller of the currency from Board governor positions.

1. Wprawdzie napisano już sporo na temat wielkiego kryzysu tak w samych Stanach Zjednoczonych, jak również w innych państwach świata, w Polsce nadal jednak upowszechniane są opinie uproszczone, szczególnie nieprecyzyjne, a nawet błędnie przedstawiające zwłaszcza jego genezę i skutki. Dlatego też warto wrócić do tego problemu i przynajmniej w zarysie przypomnieć kilka kluczowych kwestii. Tym bardziej, że światowe badania dotyczące tego zjawiska zupełnie pomijają jego przedstawienie z punktu widzenia ówczesnie obowiązującego prawa amerykańskiego. Zarazem podkreślić przy tym trzeba, że niełatwo pisać na tak sformułowany temat, który w kontekście współczesnego kryzysu finansowego wydaje się równie rozległy, co nośny, by nie powiedzieć „gorący”. Nie starcza erudycji, by przedstawić go wyczerpująco i nie ma recepty na takie kontury wywodu i taką jego konstrukcję, która by nie budziła wątpliwości, czy zgoła nie wywoływała protestu. Ułatwiam więc sobie zadanie, zakładając, że ten tekst to wprowadzenie do dyskusji, do refleksji nad historią minioną i odległą, a zarazem historią współczesną rozgrywającą się na naszych oczach, taką, którą oddychamy. W punkcie wyjścia mojego wywodu tkwi, powracająca od czasów wydania przez Milтона Friedmana i Annę Jacobson Schwartz w 1963 r. klasycznie monetarystycznej książki *A Monetary History of the United States 1867–1960*, teza, iż wielki kryzys nie był nieunikniony. Ich zdaniem, wywołała go niewłaściwa polityka Systemu Rezerwy Federalnej, czyli amerykańskiego banku centralnego, który w 1927 r. nadmiernie zwiększył podaż pieniądza w gospodarce narodowej, po czym w roku 1928 gwałtownie podniósł stopy procentowe, by utrzymać wymienialność dolara na złoto po sztywnym kursie, oraz aby zahamować spekulację na nowojorskiej giełdzie papierów wartościowych. Spowodowało to w następnym roku recesję oraz przyspieszyło załamanie na rynku kapitałowym Wall Street. Po tym jak to załamanie nastąpiło, Fed, w opinii tych autorów, pozwoliła na upadek ponad 10 tysięcy banków, spośród 30 tysięcy istniejących w USA przed 1930 r. 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 jego zakończenia 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 odpowiedzialność².

Zgodnie z wymogami stawianymi metodom badania złożonych problemów społeczno-gospodarczych, zacznę od uwag wstępnych, dotyczących zadań w dziedzinie polityki finansowej, nałożonych na System Rezerwy Federalnej przez ustawodawcę w 1913 r. i od analizy tej polityki od chwili rozpoczęcia działalności przez omawiany podmiot prawnofinansowy pod koniec 1914 r., by dopiero potem przejść do zagadnień związanych z „szaloną erą lat dwudziestych” i próbą rozbioru wielkiego kryzysu. Całość niniejszego wywodu dopełni analiza polityki pieniężnej banku centralnego USA w tym okresie oraz próba odpowiedzi na pytanie: dlaczego tak było. Kilka wniosków zostawiam również na zakończenie.

Nieco banalnie brzmi konstatacja, iż bezpośrednią przyczyną, która legła u podstaw zainteresowania się tą problematyką oraz impulsem do napisania niniejszego artykułu, jest wyjątkowa aktualność poruszanych zagadnień w świetle wysiłków podejmowanych przez amerykańskie władze monetarne, a także Kongres i prezydenta w celu zachowania stabilności rynków finansowych oraz utrzymania integralności instytucji depozytowych (w tym przede wszystkim banków i towarzystw ubezpieczeniowych) z uwagi na bezprecedensowe zawirowania w segmencie papierów wartościowych. Współczesny kryzys finansowy, który rozpoczął się w Stanach Zjednoczonych na początku 2007 r. załamaniem na rynku nieruchomości, a następnie w sferze publicznego obrotu papierami wartościowymi, okazał się wstrząsem o skali nienotowanej od zakończenia drugiej wojny światowej (notabene, do której w dużej mierze doprowadził właśnie wielki kryzys lat trzydziestych). Nie tylko spowodował on głęboką recesję w Stanach Zjednoczonych i Europie, ale zdaje się wywracać do góry nogami kanony polityki gospodarczej i finansowej. Przede wszystkim jednak, podobnie jak wielki kryzys lat 1929–1933, tak współczesny kryzys finansowy pokazuje, że samoregulujący mechanizm wolnego rynku nie jest czynnikiem zdolnym samodzielnie zapewnić optymalną alokację zasobów i podtrzymać wzrost gospodarczy. W takiej sytuacji powstrzymanie się państwa od wszelkiej ingerencji na rynku pieniężnym i kapitałowym prawdopodobnie pogłębiłoby negatywne zjawiska gospodarcze, które przecież w ostatecznym rozrachunku odbiją się na najuboższych grupach społecznych. W kontekście problemów badawczych poruszonych w tym artykule na uwagę zasługuje jednak przede wszystkim konstatacja, iż obecna aktywność Systemu Rezerwy Federalnej oraz administracji wyraźnie

2 Por. L. Oręziak, *System Rezerwy Federalnej jako bank centralny Stanów Zjednoczonych*, [w:] R. Koszczyński, B. Pietrzak, *Bankowość centralna od A do Z*, Warszawa 2008, s. 229.

kontrastują z zupełnie pasywną polityką finansową banku centralnego USA w trakcie „wielkiej depresji” oraz w okresie bezpośrednio ją poprzedzającym, co zresztą pogłębiło negatywne skutki społeczne tego zjawiska.

2. Utworzenie 23 grudnia 1913 r. Systemu Rezerwy Federalnej i rozpoczęcie 16 listopada 1914 r. działalności przez dwanaście regionalnych banków centralnych nie przyczyniło się do wzmocnienia stabilności narodowego sektora bankowego, ani nie zapewniło elastycznej polityki pieniężnej dostosowanej do fluktuacji cyklu koniunkturalnego, która zagwarantowałaby wypłacalność banków i umożliwiła rozszerzanie akcji kredytowej podczas recesji lub kryzysu finansowego. System Rezerwy Federalnej, tak jak widziano to w 1913 r., był systemem silnie zdecentralizowanym, skonstruowanym jako dwanaście odrębnych, współpracujących banków centralnych, których podstawowym zadaniem miało być gwarantowanie stabilności systemu bankowego poprzez udzielanie kredytów dyskontowych członkowskim bankom handlowym w celu podtrzymania ich płynności finansowej (tj. zdolności do bieżącego regulowania swoich zobowiązań). Instrument dyskonta miał przy tym pozostawać pod kontrolą wspólnych decyzji Regionalnych Banków Rezerwy Federalnej oraz Rady Rezerwy Federalnej (która później przeobraziła się w Radę Gubernatorów), tak aby obydwie strony miały jednakowy udział w prowadzeniu polityki pieniężnej. Rada jednak, dzięki ustawowej kompetencji do „sprawdzania i wyznaczania” stopy dyskontowej, zdominowała w końcu Banki Federalne w tej dziedzinie. Według początkowych zamierzeń System nie był odpowiedzialny za wspomaganie stabilności gospodarczej przez kontrolę podaży pieniądza i wpływ na wysokość stóp procentowych³.

W założeniu ustawodawcy nowy bank centralny miał zatem prowadzić elastyczną politykę kredytową (*elastic credit policy*)⁴ w taki sposób, by w sytuacji, w której gospodarka wykazywała oznaki hamowania, zmniejszyć cenę kredytu i zwiększyć jego dostępność dla banków członkowskich, żeby nie dopuścić do wystąpienia paniki bankowej i zarazem stymulować aktywność gospodarczą albo podwyższając jego cenę przeciwdziałać inflacji i nie dopuścić do „przegrzania” koniunktury⁵, natomiast nie wyobrażano sobie, że bank centralny może kierować polityką monetarną (*monetary policy*)⁶. Innymi słowy, Rezerwa Fede-

3 Por. F. S. Mishkin, *Ekonomika pieniądza, bankowości i rynków finansowych*, Warszawa 2002, s. 505.

4 Por. D. C. Wheelock, *Conducting Monetary Policy Without Government Debt: The Fed's Early Years*, „Review of the Federal Reserve Bank of St. Louis”, vol. 83, No. 3, „The Research Division of the Federal Reserve Bank of St. Louis 2002”, p. 3.

5 Por. G. B. Tindall, D. E. Shi, *Historia Stanów Zjednoczonych*, Poznań 2002, s. 925; M. i R. Friedman, *Wolny wybór*, Sosnowiec 2006, p. 73–74.

6 Por. J. Głuchowski, *Polityka fiskalno-monetarna Stanów Zjednoczonych Ameryki*, Toruń 1979, s. 26.

ralna miała realizować nie cele pieniężne, lecz typowe cele ogólnogospodarcze, polegające na kształtowaniu takich wskaźników istotnych dla całej gospodarki, jak wielkość produkcji (produktu krajowego brutto) lub zatrudnienia, przy czym wskaźniki te uważane były wówczas za najlepsze wyznaczniki dobrobytu społeczeństwa, a zatem najlepiej nadawały się na cel polityki gospodarczej państwa, w tym i polityki pieniężnej⁷. Z tego powodu podstawowym instrumentem stosowanym po utworzeniu banku centralnego była stopa dyskontowa. Fed nie odkryła jeszcze, że operacje otwartego rynku są o wiele skuteczniejszym narzędziem kształtowania podaży pieniądza i wyznaczania rynkowej stopy procentowej, zwłaszcza stopy funduszy federalnych, co umożliwiłoby precyzyjne stabilizowanie poziomu cen i aktywności gospodarczej, natomiast ustawa o Rezerwie Federalnej nie zawierała przepisów pozwalających bankowi centralnemu na zmiany rezerw obowiązkowych⁸. Mimo to zwiększenie podaży pieniądza, jak i kredytu bankowego, nastąpiło z mocy samej ustawy, ponieważ stanowiła ona, że banknoty Rezerwy Federalnej oparte muszą być w 40% na rządowym złocie lub certyfikatach złota (*gold certificate*), a w 60% – na wekslach handlowych i rolniczych (skryptach dłużnych podpisywanych przez kredytobiorców). Z kolei rezerwa obowiązkowa na pokrycie depozytów w Bankach Rezerwy Federalnej ustalona została na 35% w nowym pieniądzu federalnym, emitowanym przez bank centralny (por. art. 16 ust. 1 początkowej, obecnie nieobowiązującej, wersji Federal Reserve Act)⁹. Poza tym wymieniona ustawa zmniejszyła wysokość rezerwy obowiązkowej dla banków narodowych¹⁰. Tym samym stabilność systemu bankowego miała być gwarantowana już nie tyle przez banki komercyjne, co przez nowy federalny bank centralny, który – obok wykonywania funkcji banku banków – przejął od Departamentu Skarbu również zadanie gromadzenia wpływów podatkowych i celnych oraz przechowywania tych środków jako depozytów rządowych. Równoległe, głównym zadaniem tej instytucji było także jak najszybsze utworzenie skoordynowanego systemu rozrachunkowego na terenie całego kraju, co w sytuacji wstrzymania zewnętrznego finansowania inwestycji w „ulepszenia wewnętrzne” poszczególnych stanów na skutek wybuchu pierw-

7 Por. W. Przybylska-Kapuścińska, *Istota i cele polityki pieniężnej*, [w:] *Współczesna polityka pieniężna*, red. W. Przybylska-Kapuścińska, Warszawa 2008, s. 25.

8 Por. F. S. Mishkin, op. cit., s. 601.

9 Pierwotny tekst ustawy o Rezerwie Federalnej z 23 grudnia 1913 r. został zaczerpnięty ze strony internetowej dostępnej pod adresem: <http://landru.i-link-2.net/monques/FR1.html#THE%FEDE-RAL>. Natomiast obecnie obowiązująca wersja niniejszej ustawy dostępna jest na oficjalnej stronie Rady Gubernatorów dostępnej pod adresem: <http://www.federalreserve.gov/generalinfo/fract/sec16.htm>.

10 Por. M. N. Rothbard, *Tajniki bankowości. Podręcznik akademicki*, Fijor Publishing Company, Warszawa 2007, s. 256–257; G. B. Tindall, D. E. Shi, op. cit., s. 924; J. K. Galbraith, *Pieniądz. Pochodzenie i losy*, Warszawa 1982, s. 182.

szej wojny światowej oraz zawieszenia przez rządy europejskich krajów międzynarodowego standardu waluty złotej (w tym wymienialności dolara na złoto przez rząd USA), nabierało pierwszorzędного znaczenia¹¹.

Nic zatem dziwnego w tym, że aby wzbudzić zaufanie sektora bankowego i społeczeństwa do trzeciego banku centralnego, w chwili otwarcia podwoi przez Fed, jej kapitał akcyjny (notowany po stronie pasywów) został zgromadzony w wysokości 143 milionów dolarów w złocie, sumie szacowanej obecnie na około pół trylionu USD (pięćset tysięcy miliardów *vel* pięćset bilionów USD), mimo że ustawa o Rezerwie Federalnej (art. 2 ust. 13) minimalny kapitał założycielski każdego Banku Rezerwy Federalnej, niezbędny do tego, aby mógł on rozpocząć działalność bankową, określiła w wysokości 4 milionów dolarów¹².

Uzasadnieniem dla luźnej polityki kredytowej w początkach działalności banku centralnego była zaś doktryna rzeczywistych rachunków *vel* teoria weksli realnych (*real bills doctrine*). Teoria ta, obecnie całkowicie zdyskredytowana, oparta była na zasadzie, że dopóki udzielane są kredyty na cele „produkcyjne” – czyli na wspieranie produkcji dóbr i usług – dostarczanie bankom rezerw na udzielanie tych kredytów nie będzie miało ani skutków proinflacyjnych, ani nie uaktywni inwestycji spekulacyjnych. Co więcej, wzrost podaży pieniądza nie będzie stanowił zagrożenia dla istniejącego parytetu złota. W praktyce stosowanie omawianego założenia oznaczało, że Rezerwa Federalna udzielała kredytu członkowskim bankom handlowym na każde żądanie, poparte akceptowanym do dyskonta wekslem (warrantem hurtowym, *eligible paper*); kredytu na usprawnienie produkcji oraz sprzedaży dóbr i usług. Kredytowanie banków członkowskich przez Banki Rezerwy Federalnej nazywano początkowo „redyskontowaniem”, ponieważ kredyty pierwotne, udzielane przedsiębiorstwom przez banki, polegały na dyskontowaniu (pożyczaniu mniej od) wartości nominalnej kredytu, wobec czego Fed dyskontowała je ponownie, pobierając tym samym procent od owych pożyczek. Z czasem, kiedy nacisk Rezerwy na warranty handlowe zmalał, kredyty banku centralnego dla instytucji pośrednictwa finansowego zaczęto nazywać „dyskontem”, a stopę procentową od tych kredytów – „stopą dyskontową”, i jest to terminologia stosowana do dzisiaj.

Do końca pierwszej wojny światowej polityka redyskontowania dokumentów i obniżania stóp procentowych, która pomagała Skarbowi Państwa w finansowaniu operacji wojennych, doprowadziła do rosnącej inflacji. W 1918 r. podaż pieniądza w obiegu w porównaniu do roku 1913 wzrosła o około 70%, natomiast indeks cen detalicznych (*consumer prices*) w 1920 r. był dwukrotnie wyższy

11 Por. R. LeRoy Miller, D. D. van Hoose, *Essentials of Money, Banking, and Financial Markets*, New York 1997, p. 306–307; R. Kokoszczyński, *Współczesna polityka pieniężna w Polsce*, Warszawa 2004, s. 66–67.

12 Por. A. J. Ramous, *Treasury System vs. Federal Reserve System*, tekst zaczerpnięty został ze strony internetowej pod adresem: <http://landru.i-link-2net/monques/Taxes2.html#Treasury>, s. 3.

w stosunku do roku 1914. Generowało to z kolei szybki wzrost poziomu cen również po zakończeniu wojny. W latach 1919 i 1920 stopa inflacji wynosiła średnio 14%, podczas gdy stopy procentowe były niskie – w listopadzie i grudniu 1919 r. stopa dyskontowa większości Banków Rezerwy Federalnej wynosiła 4,75%. Skutkiem tego członkowskie banki handlowe nadal swobodnie zaciągały kredyty w Bankach Rezerwy Federalnej, które w coraz większym stopniu nie służyły już pokryciu wydatków rządu, lecz przeznaczane były na sfinansowanie prywatnej działalności gospodarczej. Równocześnie inflacja w państwach europejskich z jednej strony oraz wielkie zadłużenie państw Ententy z drugiej, spowodowały, że rynek europejski zamknął się na import amerykański. Na to nałożyło się jeszcze ograniczenie popytu wewnętrznego w początkach 1920 r., kiedy rząd federalny przestał dokonywać zakupów na cele wojskowe. System Rezerwy Federalnej podjął wówczas decyzję o zaprzestaniu stosowania pasywnej strategii wspieranej przez doktrynę *real bills*, jako niespójnej z założeniem stabilizacji cen, i po raz pierwszy podjął aktywną rolę w kształtowaniu gospodarki. W styczniu 1920 r. bank centralny podwyższył stopę dyskontową z 4,75 do 6% – najwyższy skok w historii – a ostatecznie w czerwcu 1920 r. do 7%. Na tym poziomie stopa dyskontowa utrzymała się przez blisko rok. Skutkiem przyjętej strategii był ostry spadek podaży pieniądza i szczególnie gwałtowna recesja w latach 1920–1921, trwająca osiemnaście miesięcy, podczas której upadło 505 banków, w tym 52 banki narodowe, a stopa bezrobocia wzrosła do 10%. Jakkolwiek wina za tak surową recesję spoczywa na banku centralnym, to jednak w pewnym sensie polityka Systemu Rezerwy Federalnej zakończyła się sukcesem: po początkowym obniżeniu poziomu cen stopa inflacji spadła do zera, otwierając drogę do złotych lat dwudziestych¹³.

Sprowadzenie przez Fed, a w praktyce przez Benjamina Stronga, kierownika Regionalnego Banku Rezerwy Federalnej w Nowym Jorku, wskaźnika wzrostu cen praktycznie do zera, pozwoliło z kolei na utrzymywanie niskich stóp procentowych, co przekładało się na wyjątkowo intensywny wzrost gospodarczy i jeszcze bardziej dynamiczny wzrost notowań spółek publicznych, zwłaszcza wywodzących się z branży samochodowej oraz radiowej¹⁴. Zasadniczy problem polega wszelako na tym, że niezależnie od korzyści płynących ze stabilności cen, prawdopodobieństwo powstania baniek spekulacyjnych jest większe w okre-

¹³ Por. F. S. Mishkin, op. cit., s. 601–602; F. S. Mishkin, S. G. Eakins, *Financial Markets and Institutions*, New York 1998, p. 628; M. Friedman, A. J. Schwartz, *A Monetary History of the United States 1867–1960*, Princeton – New York 1963, p. 229; R. LeRoy Miller, D. D. van Hoose, op. cit., p. 307; P. Trescott, *Central Banking*, [w:] *Encyclopedia of American Economic History. Studies of the Principal Movements and Ideas*, G. Porter (ed.), New York 1980, p. 746; R. S. Grossman, *US Banking History, Civil War to World War II*, tekst został zaczerpnięty ze strony internetowej dostępnej pod adresem: <http://eh.net/encyclopedia/article/grossman.banking.history.us.civil.war.wvii>, p. 11.

¹⁴ Por. L. Ahamed, op. cit., s. 239.

sach charakteryzujących się niskim wskaźnikiem wzrostu cen konsumpcyjnych. Okazuje się zatem, że koniunktura może ulec przegrzaniu, nawet przy stabilnych cenach¹⁵. Tymczasem powstanie nowych gałęzi przemysłu oferujących produkty niszowe generowało boom giełdowy, ponieważ tak przedsiębiorstwa produkcyjne, jak również banki kierują się w swej działalności zasadami konkurencji i możliwością osiągania zysku¹⁶. W praktyce oznaczało to, iż większość zysków korporacje lokowały nie na rachunkach bankowych, lecz w papierach wartościowych innych przedsiębiorstw.

Z punktu widzenia polityki finansowej amerykańskiego banku centralnego, najistotniejsze znaczenie miało jednak przypadkowe odkrycie funkcjonowania operacji otwartego rynku, które w porównaniu z redyskontem weksli, w sposób o wiele bardziej skuteczny, umożliwiały oddziaływanie na poziom rezerw bankowych, a tym samym na podaż kredytu w gospodarce. Po utworzeniu Systemu Rezerwy Federalnej jej całkowite przychody pochodziły z oprocentowania kredytów dyskontowych udzielanych bankom komercyjnym. Po ustąpieniu recesji, 1920–1921, wolumen kredytów dyskontowych gwałtownie spadł, zaś Fed znalazła się pod silną presją braku dochodów. Problem ten został rozwiązany przez zakup oprocentowanych papierów wartościowych Skarbu Państwa na sumę około 400 mln dolarów (listopad 1921 – maj 1922). Po dokonaniu zakupu Rezerwa Federalna odnotowała wzrost rezerw w systemie bankowym i zjawisko wielokrotnej ekspansji kredytów i depozytów bankowych, co przełożyło się na zwiększenie podaży pieniądza i zredukowanie stóp procentowych. Dzisiaj ten skutek jest dla nas oczywisty; wówczas jednak z punktu widzenia Systemu Rezerwy Federalnej była to rewelacja. Narodził się nowy instrument polityki pieniężnej, który przed końcem lat dwudziestych stał się najważniejszą bronią w arsenale amerykańskiego banku centralnego.

Skoro zakupy na otwartym rynku umożliwiają powiększenie zdolności instytucji pośrednictwa finansowego do udzielania pożyczek (krecacji pieniądza bankowego), natomiast sprzedaż rządowych papierów wartościowych powoduje spadek rezerw bankowych i wolumenu pieniądza znajdującego się w obiegu, co przekłada się na ograniczenie akcji kredytowej sektora bankowego, ponieważ zapłata za te papiery wartościowe powiększa zasób pieniądza w skarbcach Banków Rezerwy Federalnej, oznacza to, że bank centralny za pomocą operacji otwartego rynku może regulować płynność banków komercyjnych. Co więcej, sprzedaż papierów wartościowych rządu federalnego zmniejsza rezerwy bankowe, banki handlowe zmuszone są bowiem albo do ograniczania udzielania pożyczek, albo do ich zaciągania w miejscowym Banku Rezerwy Federalnej po nowej

15 Por. A. Wojtyna, *Szkice o polityce pieniężnej*, Warszawa 2004, s. 100–101.

16 Por. J. Głuchowski, *Komisja Nadzoru Finansowego oraz Urząd Komisji Nadzoru Finansowego*, [w:] *System prawa finansowego*, red. nauk. J. Głuchowski, Warszawa 2010, s. 141.

i wyższej stopie dyskontowej. Zatem operacje otwartego rynku są często tym, co zapewnia stopie redyskontowej jej efektywność. Z tego zaś wynika, że operacje otwartego rynku można wykorzystywać do kontroli wielkości kredytu dyskontowego udzielanego przez regionalne banki centralne. Poza tym na szczególne podkreślenie zasługuje to, że odkrycie operacji otwartego rynku w połączeniu z instrumentem stopy dyskontowej pozwoliło Systemowi Rezerwy Federalnej na prowadzenie polityki monetarnej, umożliwiającej zmianę warunków finansowych przez przyspieszenie albo spowolnienie wzrostu ekonomicznego i równocześnie mogącej skutecznie przeciwdziałać cyklowi koniunkturalnemu. Szansę tę dostrzegli jednak przede wszystkim prezydenci pięciu Banków Rezerwy Federalnej z siedzibą w Nowym Jorku, Bostonie, Filadelfii, Cleveland i Chicago. Z własnej inicjatywy utworzyli oni w maju 1922 r. Komitet Gubernatorów Banków Rezerwy Federalnej pod przewodnictwem gubernatora (prezesa) Banku Rezerwy Federalnej w Nowym Jorku, Benjamina Stronga, do wspólnego prowadzenia operacji otwartego rynku przez Banki Rezerwy Federalnej¹⁷.

Powstanie Komitetu Gubernatorów Banków Rezerwy Federalnej bardzo szybko wywołało reakcję członków waszyngtońskiego Zarządu, którzy powołując się na przyznane Radzie uprawnienia nadzorcze oraz treść artykułu 14 ustawy o amerykańskim banku centralnym¹⁸, już w marcu 1923 r. doprowadzili do zastąpienia tego nieformalnego organu Fed przez Komitet Inwestycji Otwartego

17 Por. F. S. Mishkin, op. cit., s. 602; M. Friedman, A. J. Schwartz, op. cit., p. 251 oraz przytoczony tam przypis 15; J. K. Galbraith, op. cit., s. 189; R. Kokoszczyński, op. cit., s. 67–68; S. Solomon, *Gra o zaufanie. Jak, nie pochodzący z wyboru szefowie banków centralnych rządzą przekształconą gospodarką globalną*, s. 204; *A Day in the Life of the FOMC. An Inside Look at the Federal Reserve's Monetary Policymaking Body*, Federal Reserve Bank of Philadelphia 2009, tekst zaczerpnięty został ze strony internetowej dostępnej pod adresem: <http://www.phil.frb.org/education/teachers/resources/day-in-life-of-fomc/htm>, p. 9–10.

18 Artykuł 14 ustawy o Rezerwie Federalnej, zatytułowany „Operacje otwartego rynku” (*Open Market Operations*), składał się wówczas z siedmiu ustępów. Najważniejsze z nich brzmiały następująco: art. 14 ust. 1: *Każdy Bank Rezerwy Federalnej może, w zgodzie z zasadami i przepisami ustanowionymi przez Radę Rezerwy Federalnej, kupować i sprzedawać na otwartym rynku, tak krajowym, jak i zagranicznym, albo od albo dla krajowych i zagranicznych banków, przedsiębiorstw, osób prawnych albo fizycznych, przysyłać telegraficznie, bankowymi weksłami krajowymi i weksłami określone przez ustawę papiery wartościowe nadające się do redyskonta, z albo bez indosu banku członkowskiego. Rozwinięcie tego uprawnienia następuje w dalszych ustępach tej sekcji. Artykuł 14 ust. 3 dotyczy m.in. papierów wartościowych rządu federalnego. Ta jednostka redakcyjna przyznaje Bankom Rezerwy Federalnej prawo podmiotowe do kupna i sprzedaży na rynku wewnętrznym i międzynarodowym obligacji i znaków pieniężnych Stanów Zjednoczonych, weksli, banknotów, skarbowych papierów wartościowych oraz warrantów, których termin płatności nie przekracza sześciu miesięcy, emitowanych (...) przez każdy stan, hrabstwo, dystrykt, inny związek publicznoprawny (*political subdivision*) albo przez gminę miejską kontynentalnych Stanów Zjednoczonych. Co najważniejsze, ustawodawca ponownie zastrzega jednak w tym ustępie (superfluum ustawowe), że obrót papierami wartościowymi na otwartym rynku musi odbywać się w zgodzie z zasadami i przepisami ustanowionymi przez Radę Rezerwy Federalnej. Tłumaczenie własne na podstawie pierwotnej wersji The Federal Reserve Act, s. 12.*

Rynku dla Systemu Rezerwy Federalnej (*the Open Market Investment Committee for the Federal Reserve System*). I chociaż jego pięciu członków mianował Zarząd, a oprócz tego nadzorował on dokonywane przez ten podmiot operacje kupna i sprzedaży papierów wartościowych, to jednak skład personalny obu komitetów pozostał niezmienny. W rezultacie Benjamin Strong, pierwszy prezydent nowojorskiej Fed (w latach 1913–1928), której członkowskie banki handlowe posiadały dominującą część krajowych depozytów, w ciągu najbliższych lat jeszcze bardziej umocnił pozycję w całym Systemie Rezerwy Federalnej banku przy Liberty Street 33 na Manhattanie. Co więcej, pozostawienie najważniejszego instrumentu polityki pieniężnej w gestii prezesów regionalnych banków centralnych utwierdziło Stronga w przeświadczeniu, że niesprecyzowanie przez ustawodawcę kompetencji poszczególnych organów Systemu Rezerwy Federalnej nie było zaniechaniem przypadkowym, lecz należy je interpretować jako milczące wyrażenie zgody na aktywne prowadzenie polityki monetarnej przez dwanaście Banków Rezerwy Federalnej. Nic dziwnego zatem, że Komitet Inwestycji Otwartego Rynku dla Systemu Rezerwy Federalnej był postrzegany przez niego i pozostałych jedenastu prezesów regionalnych banków centralnych jako dobrowolne zrzeczenie, które nie narusza ich uprawnień w zakresie obrotu papierami wartościowymi Skarbu Państwa. Rozszerzająca interpretacja uprawnień Banków Rezerwy Federalnej doprowadziła Stronga do jeszcze innego przekonania, a mianowicie do tego, że ustawa przyznała Bankowi Rezerwy Federalnej w Nowym Jorku prawo podmiotowe do angażowania się w operacje finansowe na rynku międzynarodowym, po to, żeby ułatwić eksport towarów amerykańskich na rynek światowy. W aspekcie polityki pieniężnej oznaczało to, że amerykański bank centralny zaczął wykorzystywać instrument operacji otwartego rynku do łagodzenia tendencji deflacyjnych w gospodarce oraz do przywrócenia wymiennalności angielskiego funta na złoto (restauracji standardu złota w Wielkiej Brytanii), co nastąpiło w 1925 r. W konkluzji należy stwierdzić, że polityka pieniężna w latach 1922–1928, prowadzona przez nowojorski Bank Rezerwy Federalnej, skutecznie wspierała rozwój gospodarczy państwa przez ustabilizowanie wahań cyklu koniunkturalnego oraz przeciwdziałanie procesom deflacyjnym. Samodzielne i uznaniowe posługiwanie się narzędziem kupna i sprzedaży papierów wartościowych przez regionalne banki centralne, a w praktyce przez *primus inter pares* pośród nich, czyli Bank Rezerwy Federalnej w Nowym Jorku, oznaczało, że rola Rady zeszła na drugi plan. Przesunięcie ośrodka władzy wewnątrz systemu członkowie Rady postrzegali jako zamach pałacowy w wykonaniu sektora prywatnego, który miał przewagę w nominowaniu prezesów Banków Rezerwy Federalnej¹⁹.

19 Por. M. Friedman, A. J. Schwartz, op. cit., p. 251 oraz przytoczony tam przypis 15 i p. 270–298; R. LeRoy Miller, D. D. van Hoose, op. cit., p. 307; J. K. Galbraith, op. cit., p. 237–245; S. Solomon, op. cit., s. 204.

Dodatkową okoliczność niezwykle sprzyjającą działaniom szefa nowojorskiego Banku Rezerwy Federalnej stanowił fakt, że ustawa o Rezerwie Federalnej zawierała wpisana możliwość powstrzymania się od działania. Mianowicie, zgodnie z ówczesnym prawem jedynie regionalne banki centralne mogły inicjować zmiany w polityce. Chociaż waszyngtoński Zarząd dysponował uprawnieniem do aprobowania bądź sprzeciwu wobec takich zmian, to nie mógł zmusić władz Banków Rezerwy do działania. W praktyce była to jednak recepta na najgorszy rodzaj sytuacji patowej. Systemy wzajemnej kontroli mogą dobrze się sprawdzać w polityce, ale są nieszczęściem dla każdej organizacji, która zmuszona jest działać szybko i zdecydowanie – takiej właśnie jak banki centralne. Krótko mówiąc, w latach 1925 i 1926, kiedy ówczesny sekretarz handlu, Herbert Hoover oraz członek Rady Rezerwy Federalnej, Adolph Miller, uważali, że polityka sztucznego utrzymywania stóp procentowych, mająca na celu przywrócenie wymienialności funta szterlinga na złoto według przedwojennego parytetu, prowadzi do „wypychania” realnych inwestycji w gospodarce na rzecz inwestycji portfelowych, Benjamin Strong mógł się zasłonić ustawą o Fed i zbagatelizować po prostu ich żądania²⁰.

Posługiwanie się instrumentem operacji otwartego rynku w celu regulowania płynności finansowej banków komercyjnych i niedopuszczenia do recesji rzeczywiście stymulowało wzrost cen akcji przedsiębiorstw notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Nowym Jorku (*the New York Stock Exchange* – NYSE). Średnia cena akcji spółek publicznych tuż przed wielkim krachem w październiku 1929 r. wzrosła aż o 400% w stosunku do roku 1925, mimo że perspektywy koniunktury gospodarczej i poprawy rentowności przedsiębiorstw wcale takiego wzrostu nie usprawiedliwiały. Jednak niska stopa procentowa w połączeniu z możliwością łatwego refinansowania działalności bankowej z jednej strony oraz redukcja ciężarów podatkowych osób fizycznych, zwłaszcza o dużych dochodach (stopniowe zmniejszanie najwyższej stawki podatkowej w podatku od dochodów osobistych łącznie z 65% w 1920 r. do 20% w 1926 przy jednoczesnej obniżce podatku spadkowego i zniesieniu podatku od darowizn) z drugiej, doprowadziły do nadmiernego nagromadzenia oszczędności przez instytucje pośrednictwa finansowego, przedsiębiorstwa i osoby fizyczne, które następnie zostały wykorzystane do inwestycji giełdowych. Oprócz tego ludzie dali się porwać fali optymizmu. Niektórzy wierzyli, że rynek akcji będzie nieprzerwanie podnosić ich kurs – i odpowiednio do tych przewidywań planowali swoje inwestycje. Z kolei przedsiębiorstwa, nie zwracając uwagi na pogarszające się warunki gospodarowania (wynikające przede wszystkim z zaspokojenia zaległego popytu konsumpcyjnego na domy mieszkalne i wszelkiego rodzaju do-

20 Por. L. Ahamed, op. cit., s. 244–245.

bra konsumpcyjne, takie np. jak samochody i sprzęt gospodarstwa domowego z napędem elektrycznym) oraz odbudowę większości przemysłu europejskiego po zakończeniu pierwszej wojny światowej, w dalszym ciągu opierały decyzje inwestycyjne na założeniach trwałego wzrostu popytu i zysków. Nie bez znaczenia było również utworzenie Systemu Rezerwy Federalnej, ponieważ wielu inwestorów sądziło, że dzięki temu nie wystąpią już większe kryzysy na rynku finansowym, a wahania cyklu koniunkturalnego zostaną wygładzone. Nic zatem dziwnego, że wszystkie te czynniki doprowadziły do powstania złudzenia (*bubble*) spekulacyjnego na rynku akcji. Nieprzewidywalność załamania giełdowego szybko doprowadziła do sytuacji, w której ceny notowań rosły dlatego, ponieważ inwestorzy sądzili, że będą one rosnąć w przyszłości. Z tego powodu utrzymywali swoje aktywa wierząc, że ktoś inny kupi je w przyszłości po wyższej cenie. Poza tym większość inwestycji giełdowych dokonywana była „na krawędzi” (*on margin*) lub inaczej na „marginie”, tzn. nabywca w gotówce regulował tylko część należności za akcje, zazwyczaj w wysokości 20 – 25% wartości nabywanego pakietu, a pozostałą część transakcji pokrywał makler za pomocą kredytu bankowego. Oznaczało to, że akcje kupowano głównie za pożyczone pieniądze z myślą o ich szybkiej odsprzedaży po wyższej cenie. Pożyczki bankowe nie były więc udzielane na finansowanie realnych przedsięwzięć gospodarczych, lecz finansowały przyrost fikcyjnych kapitałów, przyrost tylko na papierze. Odbywało się to kosztem zmniejszenia wolumenu kredytów na cele mieszkaniowe, przemysłowe, handlowe i rolnicze. Co gorsza, zastosowanie dźwigni finansowej na zakup papierów wartościowych powodowało, że inwestorzy coraz bardziej się zadłużali; szacuje się, że w latach 1925–1929 aż na 90% takich transakcji przynajmniej w części zaciągnięto kredyt. Popyt na akcje wciąż podnosił jednak ich ceny. Sztucznie stymulowany wzrost notowań musiał w konsekwencji spowodować, że i w podobnym, jeśli nawet nie szybszym tempie, ich wartość zaczęła spadać w dniach wielkiego krachu giełdowego²¹.

Dopowiedzieć w tym miejscu trzeba, że tak niezwykle wzrost walorów na rynku kapitałowym wynikał również z tego, że nowojorska Giełda Papierów Wartościowych samodzielnie stanowiła prawo, a to faworyzowało spółki należące do największych rekinów finansowych USA (np. do Johna D. Rockefellera Jr.) lub powiązane kapitałowo z leżącym naprzeciwko giełdy Bankiem J. P. Morgan and Company i jeszcze bardziej nakręcało spekulację. Tym nie-

21 Por. A. Kaźmierczak, *Polityka pieniężna w gospodarce otwartej*, Warszawa 2008, s. 157; idem, *Instrumenty i realizacja polityki pieniężnej*, [w:] W. L. Jaworski, Z. Zawadzka, *Bankowość. Podręcznik akademicki*, Warszawa 2007, s. 135; D. R. Kamerschen, R. B. McKenzie, C. Nardinelli, *Ekonomia*, Gdańsk 1993, s. 294; F. S. Mishkin, op. cit., s. 869; P. A. Samuelson, W. D. Nordhaus, *Ekonomia*, t. 2, Warszawa 2008, s. 176–177; L. Ahamed, op. cit., s. 241–242; J. K. Galbraith, op. cit., s. 245–246; M. i R. Friedman, op. cit., s. 74; K. Michałek, *Amerykańskie stulecie. Historia Stanów Zjednoczonych Ameryki 1900–2001*, Warszawa 2004, s. 157–158.

mniej przez cały rok 1929 oznaki „przegrzania” spekulacyjnej koniunktury stawały się coraz bardziej zauważalne. W marcu 1929 r., bankier inwestycyjny z Wall Street, a zarazem jeden z twórców ustawy o Rezerwie Federalnej oraz były członek Rady Rezerwy Federalnej (od 10 sierpnia 1914 do 9 sierpnia 1918) i jej drugi wicegubernator (od 10 sierpnia 1916), Paul Warburg, ostrzegał nowego prezydenta Stanów Zjednoczonych, Herberta Hoovera (1929–1933), przed pęknięciem bańki giełdowej i wynikającymi z niej konsekwencjami, w tym zwłaszcza załamaniem produkcji, wzrostem bezrobocia oraz ogólnokrajową depresją gospodarczą. Ostrzeżenia te przeszły jednak bez większego echa. Hoover, mimo że sceptycznie nastawiony do hossy na Wall Street, nie zdecydował się na ingerencję administracji w nowojorską giełdę i rozciągnięcie nad nią rządowego nadzoru. Zamiast tego próbował przekonać prezesa nowojorskiej giełdy papierów wartościowych, żeby ten ukrócił spekulację. Ta perswazja moralna nie odniosła jednak żadnego skutku. Bezprecedensowym wzrostem wartości akcji na rynku kapitałowym, całkowicie oderwanym zarówno od ich rzeczywistej ceny rynkowej, jak i od stanu życia gospodarczego, bardzo interesował się za to – z zupełnie jednak odmiennych powodów – Bank Rezerwy Federalnej w Nowym Jorku oraz waszyngtoński Zarząd. Ten pierwszy m.in. dlatego, że zasiadający w jego Radzie Dyrektorów Charles Mitchell był jednocześnie prezesem National City Bank, jednego z największych ówczesnie banków komercyjnych (i prawnego poprzednika obecnie istniejącego Citibanku), a w dodatku głęboko zaangażowanym w spekulację, był również instytucjonalnym właścicielem sieci biur maklerskich w całym kraju. Z kolei siedmiu członków Rady Systemu bardzo chciało przeprowadzić w tym segmencie finansów audyt, jednak zabezpieczenia wpisane do systemu bankowego nie obejmowały funkcjonowania giełdy. Oznaczało to, iż mogła być ona samoistnym źródłem zarówno wielkich zysków, jak i równie wielkich napięć. Pod koniec lat dwudziestych była jednym i drugim²².

Konflikty między operacjami otwartego rynku Banku Rezerwy Federalnej w Nowym Jorku i polityką stopy dyskontowej Zarządu w Waszyngtonie zmniejszały skuteczność sterowania spekulacyjną banią giełdową w końcu lat dwudziestych, jak też przeszkadzały w niedopuszczeniu do jej konsekwencji – krachu giełdowego i „Wielkiej Depresji”²³. Głównym celem banku centralnego była nadal stabilizacja cen, ograniczanie kredytu na cele spekulacji finansowej, a także przywrócenie międzynarodowego standardu waluty złotej, jednak w końcu lat dwudziestych coraz bardziej zaczęły ujawniać się negatywne skutki przeprowadzonych na olbrzymią skalę zakupów na otwartym rynku (szczególnie te dokonane w 1927 r. w sumie wpompowały do sektora bankowego 340 mln USD,

22 Por. K. Michałek, op. cit., s. 157–158; H. Brogan, *Historia Stanów Zjednoczonych Ameryki*, Wrocław 2004, s. 557–559; J. K. Galbraith, op. cit., s. 246–250 i przytoczony tam przypis 24; M. N. Rothbard, *Wielki kryzys w Ameryce*, Warszawa 2009, s. 134.

23 Por. S. Solomon, op. cit., s. 204.

co w tym samym roku przełożyło się tylko na giełdzie nowojorskiej do wzrostu notowań akcji o 40%), gdyż zwiększanie rezerw bankowych prowadziło głównie do wzrostu podaży kredytów udzielanych na zakup akcji oraz generowało presję inflacyjną²⁴. Boom na rynku akcji w latach 1928 i 1929, w wyniku którego ceny prywatnych papierów wartościowych podwoiły się, postawił System Rezerwy Federalnej wobec następującego dylematu: bank centralny zamierzał wyhamować boom, podwyższając stopę dyskontową, zarazem jednak nie był skłonny do podniesienia stopy dyskontowej, ponieważ oznaczałoby to wzrost oprocentowania kredytów dla przedsiębiorstw, sektora rolniczego i osób fizycznych o uzasadnionych potrzebach kredytowych. Ostatecznie, w sierpniu 1929 r., Rada Rezerwy Federalnej – za zgodą regionalnych banków centralnych – podniosła stopę dyskontową o 10 punktów bazowych z 5 do 6%, najwyższego poziomu od 1920 r., wówczas jednak było na to za późno: na rynku akcji pojawiła się już potężna nadwyżka spekulacyjna i skutkiem podjętych przez Fed działań było tylko przyspieszenie krachu na giełdzie i popchnięcie gospodarki w stan recesji²⁵.

W tym miejscu należy zaznaczyć, że wydarzenia na Wall Street podczas „czarnego czwartku” 24 października, kiedy rozpoczęła się panika giełdowa, w następstwie której wszyscy inwestorzy portfelowi usiłowali za wszelką cenę pozbyć się akcji, oraz podczas najtragiczniejszego dnia w całej historii rynku kapitałowego, jakim był „czarny wtorek” 29 października, wcale nie musiały doprowadzić do najcięższego kryzysu finansowego w Stanach Zjednoczonych, nazywanego później „Wielką Depresją” (*Great Depression*), który zarazem okazał się najtrudniejszym doświadczeniem załamania gospodarczego, jakie kiedykolwiek dotknęło amerykańskie społeczeństwo²⁶. Krach odzwierciedlał jedynie spadek

24 Por. R. Kokoszczyński, op. cit., s. 67; M. N. Rothbard, *Tajniki bankowości...*, s. 258–265; D. C. Wheelock, op. cit., p. 10; J. K. Galbraith, op. cit., s. 242; K. Michałek, op. cit., s. 158.

25 Por. F. S. Mishkin, op. cit., s. 602; M. Friedman, A. J. Schwartz, op. cit., p. 334.

26 Wydarzenia „czarnego czwartku” 24 października, podczas którego sprzedano rekordową liczbę 12,9 mln akcji (w owym czasie za bardzo aktywny dzień na giełdzie uważano taki, w którym sprzedano 3 miliony) spowodowały, że biura maklerskie, które we własnym imieniu, ale na rachunek inwestorów zaciągnęły kredyty na zakup papierów wartościowych, w obawie przed własnym bankrutem jeszcze tego samego dnia zaczęły żądać od swoich klientów jak najszybszej spłaty (zwrotu) tych pożyczek. Ponieważ jednak często drobni inwestorzy nie byli w stanie tego uczynić, ich akcje 28 i 29 października zostały wystawione na sprzedaż w ofercie publicznej. W rezultacie w „czarny wtorek” 29 października sprzedano 16,4 miliona akcji (dokładnie: 16 383 700), przy czym ceny tych walorów gwałtownie spadały, a niektóre emisje nie znalazły nabywców. Tym samym spekulanci giełdowi nadal nie byli w stanie spłacić zaciągniętych kredytów, co spowodowało, że banki, które finansowały spekulacyjne zakupy, nie mogły wywiązać się z zobowiązań wobec właścicieli wkładów. W konkluzji należy stwierdzić, że nieuzasadnione kredytowanie zakupów akcji przed giełdowym krachem nie tylko doprowadziło do załamania rynku kapitałowego w całym kraju, ale spowodowało upadek krajowego systemu kredytowego i finansowego oraz podważyło zaufanie właścicieli kapitału do gospodarki i mechanizmów wolnorynkowych, por. M. A. Jones, *Historia USA*, s. 517; G. B. Tindall, D. E. Shi, op. cit., s. 1019–1021; H. Brogan, op. cit., s. 560–561; M. Friedman, A. J. Schwartz, op. cit., p. 305–306; A. Kaźmierczak, *Instrumenty...*, [w:] *Bankowość*, red. W. L. Jaworski, Z. Zawadzka, s. 135.

aktywności gospodarczej i rozbił niedający się dłużej utrzymać boom spekulacyjny. Poza tym, co oczywiste, doprowadził on do znacznego spadku wartości osobistego majątku wielu rodzin i ludzi. W końcu doprowadził również do dramatycznego załamania poczucia zaufania do ogólnej sytuacji gospodarczej, powodując dalszy spadek inwestycji przedsiębiorstw. Mimo to proces, który mógł być normalną recesją, z powodu nieadekwatnej reakcji głównie Systemu Rezerwy Federalnej (choć nie można pominąć równoległych a negatywnych skutków interwencjonizmu gospodarczego rządu federalnego) zmienił się w coś zupełnie innego, wywołując wstrząs w sektorze rolniczym, ciągły spadek cen akcji od połowy 1930 r. (do tego momentu następował powolny wzrost wartości indeksów giełdowych) oraz serię upadłości banków od października 1930 do marca 1933 r., w wyniku której ponad jedna trzecia amerykańskich banków zaprzestała działalności.

Pogłębiający się od połowy 1930 r. spadek cen akcji (do połowy 1932 r. ceny spadły do 10% najwyższej wartości akcji z 1929 r.) oraz wzrost niepewności wiążący się z niestabilnymi warunkami ekonomicznymi, jakie powstały w wyniku ograniczeń gospodarczych, doprowadziły do nasilenia problemu negatywnej selekcji i ryzyka nadużycia na rynkach kredytowych. Zamknięcie ponad jednej trzeciej banków zredukowało zakres pośrednictwa finansowego. Zintensyfikowało to jeszcze bardziej problemy negatywnej selekcji i ryzyka nadużycia, zmniejszając tym samym zdolność rynków finansowych do przekazywania funduszy podmiotom gospodarczym, które miały produkcyjne możliwości inwestycyjne. W rezultacie spowodowało to spadek wolumenu udzielanych kredytów handlowych od 1929 do 1933 r. o połowę oraz załamanie wydatków inwestycyjnych, które w stosunku do poziomu z 1929 r. spadły o 90%. Co gorsza, pięć fal paniki bankowej w latach 1930–1933 i upadłość 10 500 banków handlowych, w tym 2 321 banków narodowych, spośród 25 000 działających przed krachem giełdowym, bezpośrednio przekładało się na spadek produkcji przemysłowej i wzrost bezrobocia, co prowadziło do dalszego zahamowania globalnej aktywności gospodarczej. Zahamowanie procesów produkcyjnych w sferze gospodarki realnej doprowadziło z kolei do 25-procentowego spadku poziomu cen w omawianym okresie i wyzwoliło proces nazywany deflacją długu, który zwiększał ciężar zadłużenia przedsiębiorstw i jednocześnie zmniejszał ich kapitał własny, wskutek czego nie mogły się one rozwijać. Spadek kapitału własnego firm jeszcze bardziej pogłębiał problem negatywnej selekcji i ryzyka nadużycia na rynkach kredytowych, co doprowadziło do przedłużenia kryzysu finansowego i stagnacji gospodarczej, w wyniku czego bezrobocie wzrosło do poziomu 30% siły roboczej. W rezultacie w latach 1929–1933 nastąpił spadek produkcji przemysłowej o 53%, a produktu narodowego brutto o blisko 43%, tj. w liczbach bezwzględnych ze 100,8 mld USD w 1929 r. do 90,9 mld w roku następnym i 55,8 mld w 1933 r. Warto w tym miejscu zaznaczyć, że od 1920 do 1929 r. PKB powiększył się o 47%, tj. 4,6% rocznie. Pierwszoplanowo-

wym warunkiem uzdrowienia sytuacji w skali makro było zatem przywrócenie, w drodze ścisłej współpracy banku centralnego i władz publicznych, efektywnego funkcjonowania rynków finansowych i kapitałowych, gdyż dopiero wówczas mogła rozpocząć się odbudowa gospodarcza²⁷.

3. Polityka finansowa Systemu Rezerwy Federalnej w latach 1930–1933 powiększyła rozmiary kryzysu. Rada Rezerwy Federalnej, która od 1928 r. przejęła ponownie kontrolę nad polityką pieniężną banku centralnego, odstąpiła od dokonywania zakupów na otwartym rynku na rzecz instrumentu redyskontowania weksli handlowych, przy czym zgodnie z jej wytycznymi wydanymi w sierpniu 1929 r., pożyczki dyskontowe nie mogły być udzielane bankom, które przed załamaniem na Wall Street w swojej działalności zorientowane były głównie na finansowanie zakupów akcji. To spowodowało, że banki nadmiernie zaangażowane w finansowanie spekulacyjnych zakupów i przez to pozbawione sporej części kapitałów nie mogły wywiązać się ze swych zobowiązań wobec właścicieli wkładów. Narastająca niepewność co do bezpieczeństwa systemu bankowego wywoływała tzw. run (masowe zgłaszanie się klientów w zamiarze wycofania swoich wkładów) zarówno na bankrutujące, jak i stabilne banki, wskutek czego jeden upadający bank powodował upadek innych oraz rozpoczęcie paniki bankowej. W rezultacie system finansowy Stanów Zjednoczonych załamał się²⁸.

Alternatywą było podjęcie działań, które w trakcie wielkiego kryzysu zalecał George L. Harrison, następca B. Stronga na stanowisku prezesa Rady Dyrektorów Banku Rezerwy Federalnej w Nowym Jorku (w latach 1928–1940), i które rzeczywiście zostały podjęte po krachu na Wall Street. Mianowicie, po załamaniu na rynku akcji 29 października, nowojorski Bank Rezerwy, aby zamortyzować szok i podreperować płynność finansową banków, jeszcze tego samego dnia przeznaczył około 160 mln USD na zakupy papierów wartościowych. Inicjatywa ta natychmiast przełożyła się na wzrost środków płynnych w dyspozycji lokalnego sektora bankowego, dzięki czemu uniknięto paniki bankowej. Dostrzegając pozytywne efekty tej operacji oraz dążąc do zachęcenia instytucji finansowych w Nowym Jorku do zwiększenia podaży kredytów i obniżki ich oprocentowania, również waszyngtoński Zarząd zlecił zakupy na otwartym rynku papierów wartościowych o wartości 155 mln dolarów, co nastąpiło od 27 listopada do końca grudnia 1929 r. Uzupełnieniem tych operacji było wyrażenie zgody na stopnio-

27 Por. F. S. Mishkin, op. cit., s. 280–281; D. R. Kamerschen, R. B. McKenzie, C. Nardinelli, op. cit., s. 295–296; R. S. Grossman, op. cit., s. 11–12; R. Parker, *An Overview of the Great Depression*, tekst zaczerpnięty został ze strony internetowej pod adresem: <http://eh.net/encyclopedia/article/parker.depression>, s. 1 i 7; K. Michałek, op. cit., s. 144.

28 Por. A. Kaźmierczak, *Polityka pieniężna...*, s. 157; E. S. Harris, *Fed Bena Bernanke*, Warszawa 2009, s. 158; K. Michałek, op. cit., s. 158–159.

wą obniżkę przez nowojorski Fed stopy dyskontowej z 6 do 2,5% do czerwca 1930 r.²⁹

Chociaż zastosowanie tych instrumentów polityki pieniężnej przyniosło oczekiwane skutki w postaci utrzymania stabilności całego sektora bankowego po 29 października 1929 r. i zapobieżenia transformacji skutków krachu giełdowego na sferę gospodarki realnej, to jednak Adolph Miller, członek Rady Rezerwy Federalnej (od 10 sierpnia 1914 do 31 stycznia 1936 r.) i główny autor polityki finansowej banku centralnego podczas wielkiego kryzysu, przekonał pozostałych bankierów centralnych, aby zaprzestać dokonywania operacji otwartego rynku, po to, żeby nie dopuścić ani do odrodzenia spekulacyjnej bani na Wall Street (polityka pieniężna banku centralnego nie powinna wspierać spekulantów), ani do wzrostu inflacji (zakupy na otwartym rynku w latach dwudziestych istotnie przyczyniły się do wzrostu cen)³⁰. Dlatego też przez następne lata wielkiego kryzysu (za wyjątkiem krótkiego epizodu w 1932 r.) Fed nie prowadziła zakupów na otwartym rynku.

Samoistne posługiwanie się instrumentem polityki dyskontowej w prowadzeniu polityki pieniężnej okazało się jednak bardzo nieefektywne i w dłuższej perspektywie niezwykle szkodliwe dla systemu bankowego. Po pierwsze dlatego, że niskie nominalne stopy dyskontowe Banków Rezerwy Federalnej, nawet jeśli przez większą część wielkiego kryzysu wynosiły mniej niż 1 punkt procentowy lub w ogóle nie były oprocentowane, nie oznaczały, że koszty pożyczania pieniądza były niskie, a polityka pieniężna łagodna. W okresie deflacji, jeśli na przykład społeczeństwo oczekuje spadku poziomu cen według stopy 10%, to nawet gdyby nominalne stopy procentowe były równe zero, realne koszty pożyczania będą wynosiły aż 10%. Oznacza to, że dłużnicy muszą dodatkowo spłacać kapitał w dolarach, których wartość rzeczywista wzrasta. Taka sytuacja miała rzeczywiście miejsce podczas wielkiego kryzysu, kiedy realne stopy oprocentowania pożyczek w banku centralnym były nieproporcjonalnie wysokie. Badania przeprowadzone przez Milтона Friedmana i innych monetarystów wykazują ponadto, że realne stopy procentowe weksli skarbowych były o wiele wyższe w najbardziej restrykcyjnej fazie depresji (w latach 1931–1933), niż w ciągu kolejnych 40 lat; ponownie dopiero na początku lat osiemdziesiątych realne stopy procentowe wzrosły do niezmiernie wysokiego poziomu, osiągając wielkości z czasów wielkiego kryzysu. W rezultacie inwestycje kapitałowe, zakup nieruchomości i inne rodzaje wydatków zostały ograniczone, dodatkowo pogłębiając zapaść gospodarczą. Dopowiedzieć również trzeba, że tak surowa polityka pieniężna o wiele

29 Por. M. Friedman, A. J. Schwartz, op. cit., p. 339–341; D. C. Wheelock, op. cit., p. 10.

30 Por. D. C. Wheelock, op. cit., p. 10.

ostrzej dotknęła świat pracy i niewielkie przedsiębiorstwa, niż ogromne korporacje, których ograniczenia dostępności kredytów raczej nie dotyczą³¹.

Po drugie, jak wspomniano wcześniej, amerykański bank centralny był ograniczony w tworzeniu pieniądza do wysokości 40% posiadanych rezerw złota lub jego certyfikatów, zatem nie mógł pozwolić sobie na nieograniczoną emisję pieniądza wielkiej mocy, a równocześnie na udzielanie kredytów dyskontowych wszystkim zagrożonym niewypłacalnością instytucjom pośrednictwa finansowego. Innymi słowy, w ramach systemu waluty złotej, banki centralne mogły zwiększać płynność w gospodarce, wyłącznie gdy zwiększały się zasoby złota. Natomiast w przypadku jego niedoboru, jak w latach trzydziestych, Rezerwa Federalna była zmuszona do ograniczenia dostawy pieniędzy³².

Wreszcie po trzecie, dlatego że samo dyskontowanie weksli handlowych nie mogło zachęcić instytucji depozytowo-kredytowych do zwiększenia akcji kredytowej i zmniejszenia oprocentowania kredytów, co zatrzymałoby spadek podaży pieniądza. Innymi słowy, restrykcyjna polityka kredytowa banku centralnego powoduje zmniejszenie pożyczek udzielanych przez banki komercyjne, natomiast niska stopa procentowa stosowana przy pożyczkach udzielanych członkowskim bankom handlowym nie musi powodować zwiększenia przez nie akcji kredytowej³³.

Niezależnie wszak od tego, samodzielnie stosowany instrument redyskonta weksli, w przeciwieństwie do zakupów na otwartym rynku, nie może automatycznie wpłynąć na obniżkę stóp procentowych w całej gospodarce i zasilić cały sektor bankowy pieniądzem rezerwowym, tzn. spowodować, że banki będą miały duże nadwyżki rezerw (jest to tzw. wymuszony podwójny efekt operacji otwartego rynku). Należy także zauważyć, że operacje otwartego rynku jako środek kontroli obiegu pieniężnego cechuje łatwa odwracalność skutków oraz możliwość swobodnego dostosowania do bieżących potrzeb makroekonomicznych³⁴.

Krótko mówiąc, polityka pieniężna Systemu Rezerwy Federalnej podczas wielkiego kryzysu nie tylko nie zwiększyła podaży pieniądza rezerwowego w dyspozycji sektora bankowego, co bezpośrednio przełożyło się na wzrost rynkowych stóp procentowych, wzrost niepewności, spadek wolumenu udzielanych kredytów bankowych i gwałtowne ograniczenie aktywności gospodarczej, czego zwieńczeniem były powracające paniki bankowe, ale nawet nie zapobiegła masowym próbom wymiany dolarów na złoto, najpierw przez zagraniczne banki centralne i zagranicznych inwestorów, a następnie przez własnych obywateli, co

31 Por. F. S. Mishkin, op. cit., s. 786–787 i 809.

32 Por. E. S. Harris, op. cit., s. 156 i 158.

33 Por. J. K. Galbraith, *Ekonomia w perspektywie. Krytyka historyczna*, Warszawa 1992, s. 216.

34 Por. E. V. Bowden, J. H. Bowden, *Ekonomia. Nauka zdrowego rozsądku*, Warszawa 2002, s. 230.

jeszcze bardziej nasiliło procesy deflacyjne, pogłębiło panikę bankową, a w rezultacie doprowadziło do zamknięcia podwoi przez Bank Rezerwy Federalnej w Nowym Jorku i pozostałe regionalne banki centralne 4 marca 1933 r. z obawy przed zupełną utratą posiadanych rezerw tego szlachetnego kruszcu³⁵.

W konkluzji należy stwierdzić, że to właśnie sztywne przywiązanie do standardu złota zmuszało Adolpha Millera i pozostałych członków waszyngtońskiego Zarządu Fed do zastosowania jedynej metody powstrzymania wpływu złota – wycofania płynności z systemu³⁶.

4. System Rezerwy Federalnej w czasie panik bankowych wybuchających w latach wielkiego kryzysu zachowywał się w absolutnie bierny sposób, nie angażując się w przypisaną mu przez ustawodawcę rolę pożyczkodawcy ostatniej instancji w celu zapobiegania panice. Z dzisiejszej perspektywy zachowanie Rezerwy Federalnej wydaje się dość niezwykle, zawsze jednak łatwiej jest oceniać sytuację *ex post*.

Głównym powodem beczynności Systemu Rezerwy Federalnej było to, że jego urzędnicy nie uświadamiali sobie niekorzystnych konsekwencji upadku banków dla podaży pieniądza i aktywności gospodarczej. Jak piszą Milton Friedman i Anna Jacobson Schwartz w książce pt. *A Monetary History of the United States 1867–1960 (Historia monetarna Stanów Zjednoczonych 1867–1960)*, która zrewolucjonizowała myślenie o wielkim kryzysie, a ponadto była przypuszczalnie najbardziej znaczącą pozycją poświęconą makroekonomii, opublikowaną od czasu wydania w 1936 r. przez Johna Maynarda Keynesa *The General Theory of Employment, Interest and Money (Ogólnej teorii zatrudnienia, procentu i pieniądza)*³⁷, pracownicy Rezerwy Federalnej „wydawali się traktować upadki banków jako pożalowania godne konsekwencje nieudolnego zarządzania bankami czy złych praktyk bankowych albo jako nieuniknioną reakcję na poprzednią nadwyżkę spekulacyjną, czy też rezultat – i najwyżej w niewielkim stopniu przyczynę – trwającej zapaści finansowej i gospodarczej”. Co więcej, upadki banków następujące we wczesnych etapach panik bankowych „koncentrowały się wokół mniejszych banków, a ponieważ najbardziej wpływowymi osobistościami w systemie byli bankowcy z największych miast – centrów bankowych, którzy z ubolewaniem traktowali istnienie małych banków, ich zniknięcie mogło być przyjmowane z zadowoleniem”³⁸.

35 Por. M. Friedman, A. J. Schwartz, op. cit., p. 326–327; B. S. Bernanke, *Money, Gold, and the Great Depression*, tytuł wykładu udzielonego 2 kwietnia 2004 r. dla studentów Washington and Lee University; autoryzowany tekst tego przemówienia jest dostępny na stronie internetowej Rady Gubernatorów Rezerwy Federalnej w Waszyngtonie pod adresem: <http://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2004/200403022/default.htm>, s. 4–5.

36 Por. E. S. Harris, op. cit., s. 158.

37 Ibidem, s. 157; D. R. Kamerschen, R. B. McKenzie, C. Nardinelli, op. cit., s. 295.

38 M. Friedman, A. J. Schwartz, op. cit., p. 358.

Friedman i Schwartz wskazywali również na pewne naciski polityczne, jakie mogły odegrać istotną rolę w kształtowaniu pasywnej postawy banku centralnego. Bank Rezerwy Federalnej w Nowym Jorku, który do 1928 r. stanowił siłę dominującą w Systemie Rezerwy Federalnej, silnie opowiadał się za aktywnym programem zakupów na otwartym rynku w celu zapewnienia rezerw dla systemu bankowego podczas paniki bankowej. Inne znaczące siły w Systemie Rezerwy Federalnej przeciwstawiły się jednak stanowisku nowojorskiej Fed i przegłosowały odrzucenie proponowanej strategii³⁹. Toteż w praktyce gubernator Harrison nie tylko musiał zmagać się z taktyką odwlekania ze strony Rady, lecz także napotkał na otwarty opór większości swoich kolegów, gubernatorów Regionalnych Banków Rezerwy – siedmiu z nich na dwunastu: z Bostonu, Filadelfii, Chicago, Kansas City, Minneapolis, Dallas i San Francisco, sprzeciwiało się jego próbom zdecydowanego poluzowania polityki pieniężnej w warunkach kryzysu deflacyjnego. Podkreślić przy tym trzeba, że propozycje gubernatora Harrisona zlekceważono nie dlatego, że były źle skierowane lub niewykonalne, ale z powodu walki o władzę toczoną wewnątrz Systemu. Skutkiem tego ani Zarząd w Waszyngtonie, ani pozostałe Banki Rezerwy Federalnej nie były skłonne zaakceptować przywództwa banku centralnego z Nowego Jorku. Alternatywą okazało się niezdecydowane i chaotyczne przywództwo Rady, przy czym większość pozostałych regionalnych banków centralnych niechętnie podporządkowywała się jej kierownictwu. W rezultacie polityka pieniężna Rezerwy Federalnej nie zdołała zapobiec pojawieniu się nadmiernej ciasnoty na rynku pieniężnym, co przyspieszyło dalsze kurczenie się gospodarki, a przez to pogłębienie załamania gospodarczego⁴⁰.

Reasumując, jeśli w koncepcji wyjaśnienia przyczyn wielkiego kryzysu zaproponowanej przez M. Friedmana i A. J. Schwartz obarcza się kogoś winą, jest nią Zarząd Systemu Rezerwy Federalnej, który choć został powołany do życia, aby służyć bankom za „kredytodawcę ostatniej instancji” oraz zapewnić im możliwość zaciągania pożyczek w sytuacjach masowego wycofywania depozytów przez ich klientów, zupełnie nie wywiązał się z przypisanych mu przez ustawodawcę funkcji⁴¹. Co więcej, podczas powracających w latach 1930–1933 panik bankowych Fed mocno zniechęcała banki do korzystania z kredytów dyskontowych. Spowodowało to, że wiele banków ogłosiło upadłość, a wiele innych osiągnęło stan bliski bankructwa, ponieważ nie były w stanie uzyskać z banku centralnego niezbędnych rezerw. Błędem o dalekosiężnych implikacjach było również zaniechanie objęcia udziałów w bankach w stanie upadłości. Pracow-

39 Por. F. S. Mishkin, op. cit., s. 603.

40 Por. M. i R. Friedman, op. cit., s. 74–75.

41 Por. D. R. Kamerschen, R. B. McKenzie, C. Nardinelli, op. cit., s. 295; R. E. Hall, J. B. Taylor, *Makroekonomia*, Warszawa 2009, s. 372.

nicy sektora bankowości handlowej stali się wówczas niezwykle rozważni przy udzielaniu kredytów i dążyli do zbudowania swoich rezerwowych depozytów w Systemie oraz innych bankach. Kiedy później Rezerwa Federalna próbowała powiększyć zasoby pieniądza, banki nadal stosowały zasadę ścisłego ograniczania akcji kredytowej i zachowywały część nowo uzyskanych rezerw w celu ochrony własnej wiarygodności. Nie przekładało się to jednak automatycznie ani na odbudowę zaufania społeczeństwa do systemu bankowego, ani nawet na korektę pesymistycznych przewidywań dotyczących realnego stanu gospodarki, co przyczyniało się z kolei do rozpowszechniania szoków monetarnych i opóźniało nadejście ożywienia gospodarczego⁴².

W związku z zaprezentowanymi uwagami można przyjąć, że postępowanie władz Urzędu Rezerwy Federalnej podczas wielkiego kryzysu świadczy o tym, że najwyraźniej podpisały się one pod „likwidacjonistyczną” teorią (*liquidationist theory*) ówczesnego sekretarza skarbu, Andrew Mellona (1921–1932), uznawszy, że warto wyplenić „słabe” banki w ramach bolesnego, ale koniecznego procesu, zmierzającego do odbudowy systemu bankowości, i postrzegały swoje działanie jako oczyszczanie tego sektora z tych instytucji, które wbrew zaleceniom Zarządu Fed, nadmiernie zaangażowały swoje aktywa w spekulacyjny obrót papierami wartościowymi na rynku kapitałowym⁴³. Zatem deflacja i masowe bankructwa były przez bankierów centralnych postrzegane jako naturalne środki korygujące, które nie tylko wyeliminują niszczące, choć zazwyczaj bliżej nieokreślone, wypaczenia boomu na rynkach akcji, ale zarazem spowodują spadek kosztów utrzymania i nazbyt wysokiej stopy życiowej. Dzięki temu ludzie zaczną ciężiej pracować oraz prowadzić bardziej moralne życie. W konsekwencji nastąpi przewartościowanie zgodne z rzeczywistym stanem gospodarki, a osoby przedsiębiorcze przejmą inicjatywę z rąk osób mniej kompetentnych. Tak więc w ostatecznym rozrachunku panika bankowa i na rynkach kapitałowych mogła służyć dobru wspólnemu, ponieważ taka „szokowa terapia” sprzyjała egalitaryzmowi społecznemu oraz wyrównywaniu szans jego członków⁴⁴. I chociaż obecnie amerykański bank centralny za wszelką cenę dąży do przywrócenia stabilności finansowej na rynkach, które się chwieją⁴⁵, a na mocy ustawy prawo bankowe z 1935 r. pożyczki dyskontowej jest władny udzielić każdej instytucji depozytowej, jeśli jej upadłość może wywołać zagrożenie dla całego sektora bankowego⁴⁶, to należy pamiętać, iż ówczesny Zarząd Systemu oraz gubernatorzy Regionalnych Banków Rezerwy Federalnej nie zdawali sobie sprawy z tego, że powi-

42 Por. D. R. Kamerschen, R. B. McKenzie, C. Nardinelli, op. cit., s. 329; M. N. Rothbard, *Tajniki bankowości...*, s. 267–269; R. Parker, op. cit., s. 15–16.

43 Por. E. S. Harris, op. cit., s. 158.

44 Ibidem, s. 209; J. K. Galbraith, op. cit., s. 256–257; R. Parker, op. cit., s. 9–10.

45 Por. E. S. Harris, op. cit., s. 210.

46 Por. R. LeRoy Miller, D. D. van Hoose, op. cit., p. 328.

zania między bankami już wtedy były tak duże, że problemy z wypłacalnością jednego z nich mogły wywołać efekt domina. Wprost przeciwnie, członkowie Rady i prezydenci okręgowych banków centralnych uważali, że skutki upadłości małych, prowincjonalnych banków mogą pozostać izolowane⁴⁷. Poza tym, z punktu widzenia ówczesnie obowiązującego prawa, Fed odmawiała wsparcia kredytowego członkowskiemu bankowi handlowemu, jeśli ten przedstawił do dyskonta papiery wartościowe, których rodzaj nie został zapisany w ustawie o Rezerwie Federalnej⁴⁸. Na koniec, zauważyć też należy, że szybka akcja Banku Rezerwy Federalnej w Nowym Jorku, podjęta na wiadomość o wielkim krachu z 29 października 1929 r., nie tylko zapobiegła transformacji jego skutków na sferę gospodarki realnej, ale doprowadziła do ustabilizowania wartości indeksów giełdowych⁴⁹. Natomiast pierwsza panika bankowa pojawiła się w rok później i w początkowej fazie objęła głównie kredytujące sektor rolniczy niewielkie banki stanowe o relatywnie słabej bazie kapitałowej oraz nienależące do Systemu.

Abstrahując wszelako od błędów popełnionych w trakcie wielkiego kryzysu przez bank centralny, należy jednocześnie skonstatować, że wyjątkowa głębokość załamania gospodarczego (jak podano, wielka depresja spowodowała spadek produkcji przemysłowej o ponad 50%, podczas gdy kryzysy wcześniejsze przynosiły spadek rzędu 8–12%), jego długość oraz wystąpienie zjawisk, z którymi nie mógł poradzić sobie mechanizm rynkowy, były w znacznym stopniu refleksem istniejącej struktury finansowo-gospodarczej Stanów Zjednoczonych. W sytuacji, gdy sektor przemysłowy był w wysokim stopniu zmonopolizowany (co w obawie przed spadkiem cen umożliwiało właścicielom przedsiębiorstw m.in. zmniejszenie zawczasu podaży w stopniu większym niżby tego dokonał mechanizm rynkowy), sektor bankowy składał się z blisko trzydziestu tysięcy, w zdecydowanej większości niewielkich, jednoodziałowych banków prywatnych, silnie uzależnionych od lokalnej sytuacji gospodarczej. Skutkiem występowania takiego dysonansu, czasy wielkiego kryzysu pokazały, że negatywnymi skutkami spadku koniunktury dotknięte były przede wszystkim banki niedysponujące oddziałami (*unit banks*), gdyż nie były one w stanie, w celu redukcji ryzyka, odpowiednio dywersyfikować swej działalności, zarówno jeśli chodzi o portfel depozytów, jak i kredytów. W Kalifornii w owym czasie dopuszczano tworzenie oddziałów na obszarze całego stanu (*state branch banking system*), odnotowano tylko nieliczne upadki banków. Oznacza to, że podejście amerykańskiego banku centralnego do kwestii finansowego wspierania banków zagrożonych upadkiem

47 Por. M. Friedman, A. J. Schwartz, op. cit., p. 359.

48 Por. E. Vicker, *Banking Panics in the US: 1873–1933*, tekst został zaczerpnięty ze strony internetowej pod adresem: <http://eh.net/encyclopedia/article/wicker.banking.panics.us>, p. 5.

49 Ibidem, p. 2.

w sposób niezamierzony przyczyniło się do pogłębienia przebiegu „Wielkiej Depresji”⁵⁰.

6. Głównym czynnikiem, który zadecydował o tak ostrym przebiegu kryzysu było dopuszczenie przez System Rezerwy Federalnej do – wydawałoby się nieznacznego – spadku podaży pieniądza o 2,6% w okresie od 29 października 1929 do października 1930 r.⁵¹ Osłabienie gospodarki, przede wszystkim w sektorze rolniczym, doprowadziło do rozprzestrzeniania się obaw, których skutkiem było masowe wycofywanie lokat bankowych i wybuch ogólnokrajowej paniki bankowej w listopadzie i grudniu 1930 r.⁵² System Rezerwy Federalnej mógł jeszcze ustabilizować rynek finansowy poprzez udzielenie kredytu dyskontowego dla Banku Stanów Zjednoczonych (*the Bank of the United States*) w Nowym Jorku w celu podtrzymania jego płynności, nie udzielił mu jednak żadnej pomocy, co spowodowało upadłość tej instytucji 11 grudnia 1930 r. Ta upadłość miała szczególne znaczenie, ponieważ zadała szczególnie ciężki cios wiarygodności amerykańskiego systemu bankowego w oczach społeczeństwa i wiarygodności Fed w oczach sektora bankowego. Bank Stanów Zjednoczonych, który dysponował wkładami o wartości 200 mln USD złożonymi przez 400 tysięcy osób, był największym bankiem handlowym pod względem wolumenu posiadanych depozytów, jaki kiedykolwiek upadł w historii Stanów Zjednoczonych. Co więcej, mimo że był to zwykły bank handlowy, nazwa „Bank Stanów Zjednoczonych” sprawiała, że wiele osób w kraju i za granicą uważało, że bank ten jest w pewnym sensie bankiem państwowym albo wręcz bankiem oficjalnym państwa, stąd też jego upadek wywołał o wiele większy spadek zaufania, niż gdyby upadł bank o mniej wyróżniającej się nazwie⁵³. Tym niemniej, w ciągu dwóch następnych lat Rezerwa Federalna pozostawała bierna wobec kolejno wybuchających panik. Ich kulminacja nastąpiła na początku 1933 r., kiedy system finansowy USA znalazł się na krawędzi rozpadu. W odpowiedzi na taki stan rzeczy nowy prezydent, Franklin Delano Roosevelt, 6 marca ogłosił przymusowe „wakacje bankowe” (*bank holiday*) i nakazał zamknięcie wszystkich instytucji depozytowo-kredytowych na terenie całego kraju, łącznie z Bankami Rezerwy Federalnej. 9 marca Kongres uchwalił ustawę o nadzwyczajnej pomocy dla banków (*Emergency Banking Relief Act*), na mocy której kontrolerzy Departamentu Skarbu, Rezerwy Federalnej i Korporacji ds. Rekonstrukcji Finansów mieli błyskawicznie dokonać oceny stanu wszystkich banków i w zależności od konkretnej sytuacji bądź

50 Por. W. Morawski, *Historia finansów współczesnego świata od 1900 roku*, Warszawa 2009, s. 39–41; L. Oręziak, *System bankowy Stanów Zjednoczonych – dotychczasowy rozwój i kierunki zmian*, „Bankowe ABC. Bank i Kredyt”, kwiecień 2000, nr 61, s. 7.

51 Por. M. Friedman, A. J. Schwartz, op. cit., p. 340; M. i R. Friedman, op. cit., s. 75.

52 Por. F. S. Mishkin, op. cit., s. 603.

53 Ibidem, s. 561–562; M. Friedman, A. J. Schwartz, op. cit., p. 308–311; M. i R. Friedman, op. cit., s. 76–78.

przedłużyć im licencję, bądź też zamknąć już na stałe, zwracając depozytariuszom ich pieniądze. Ostatecznie, w dniu 15 marca otwarto w całym kraju 12 756 banków, co stanowiło 69% zarejestrowanych przed ogłoszeniem wakacji bankowych⁵⁴. Fala narastających panik bankowych w latach 1930–1933 ustąpiła, by nie powrócić już nigdy więcej i Roosevelt trafnie podsumował sytuację słowami: „Jedyną rzeczą, której powinniśmy się obawiać, jest właśnie obawa”⁵⁵.

7. Reasumując, bezprecedensowy w historii amerykańskiego rynku finansowego spadek podaży pieniądza o 35% pomiędzy rokiem 1929 a 1933 jest uważany przez wielu ekonomistów – w tym przede wszystkim monetarystów – za główny czynnik, który doprowadził do tak ostrego kryzysu, nienotowanego nigdy wcześniej ani potem⁵⁶. Doraźnym skutkiem tak szeroko zakrojonego ograniczenia zasobów pieniądza był spadek realnego poziomu produkcji i zatrudnienia. Ceny i płace po prostu nie były w stanie spadać w procesie dostosowawczym w takim tempie, w jakim spadała wielkość zasobów pieniądza; to zaś przyspieszyło wzrost bezrobocia⁵⁷. Oznacza to z kolei, że wielki kryzys nie tylko udowodnił znaczenie (wagę) dla rozwoju gospodarczego czynników *stricte* pieniężnych⁵⁸, ale był w istocie zjawiskiem monetarnym⁵⁹. Tym samym podjęte przez System Rezerwy Federalnej działania restrykcyjne okazały się całkiem efektywne: wraz ze spadkiem realnych zasobów pieniądza ceny oraz poziom aktywności gospodarczej coraz bardziej się obniżały. W rezultacie w największym stopniu do wyjścia z recesji przyczyniły się nie działania banku centralnego, czy aktywna polityka fiskalna nowej administracji Franklina D. Roosevelta, ale dewaluacja dolara w 1934 r.⁶⁰

Biorąc pod uwagę, że pieniądz jest „smarem dla gospodarki” i dobrem powszechnie pożądanym; tym bardziej pożądanym, im mniej go na rynku⁶¹, oraz uwzględniając rolę niskiego wskaźnika inflacji w stymulowaniu wzrostu gospodarczego, zwłaszcza w okresie kryzysu deflacyjnego, dewaluacja dolara przeprowadzona z osobistej inicjatywy prezydenta Roosevelta miała szczególne znaczenie. Tym bardziej, że rząd rozegrał tę sprawę w taki sposób, by w możliwie największym stopniu nakręcić koniunkturę. Pierwszym krokiem na drodze przyspieszenia ożywienia gospodarczego było zawieszenie wymienialności dola-

54 Por. F. S. Mishkin, op. cit., s. 603; M. Friedman, A. J. Schwartz, op. cit., p. 328 i 420–428; K. Michałek, op. cit., s. 165.

55 Cyt. za: F. S. Mishkin, op. cit., s. 604.

56 Por. F. S. Mishkin, op. cit., s. 604; R. Parker, op. cit., s. 35.

57 Por. D. R. Kamerschen, R. B. McKenzie, C. Nardinelli, op. cit., s. 158.

58 Por. M. Friedman, A. J. Schwartz, op. cit., p. 300.

59 Por. D. R. Kamerschen, R. B. McKenzie, C. Nardinelli, op. cit., s. 295.

60 Por. A. Wojtyna, op. cit., s. 130.

61 Por. T. Gruszecki, *Teoria pieniądza i polityka pieniężna. Rys historyczny i praktyka gospodarcza*, Kraków 2004, s. 141.

ra na złoto, co nastąpiło 19 kwietnia 1933 r., oraz uchwalenie miesiąc później – 19 maja, poprawki Thomasa do ustawy o przystosowaniu rolnictwa (*Agricultural Adjustment Act* – AAA), która upoważniła prezydenta do dewaluacji dolara do 50%. Reakcją Amerykanów na poprawkę Thomasa (*Thomas amendment*) było gorączkowe pozbywanie się dolarów, co zwiększyło popyt wewnętrzny, i co za tym idzie – obrót gospodarczy. Po pewnym czasie obywatele uznali jednak, że dewaluacja nie nastąpi i ponownie zaczęli oszczędzać. W październiku 1933 r. ogłoszono zamiar dewaluacji, ale bez określania rzeczywistych jej rozmiarów. Zaczął się okres kroczącej dewaluacji, podczas której cena uncji złota wyznaczana była codziennie przez prezydenta. W takiej sytuacji Amerykanie raz jeszcze zaczęli pozbywać się dolarów, dzięki czemu ponownie osiągnięto efekt zwiększenia popytu. Ostatecznym zakończeniem dewaluacji była ustawa o rezerwie złota (*Gold Reserve Act*) z 30 stycznia 1934 r., która ustaliła cenę złota na 35 dolarów za uncję, co stanowiło w stosunku do uprzedniego poziomu 20,67 USD za uncję dewaluację o 41%. Omawiany akt normatywny ustanowił także niewymienialność biletów bankowych na złoto oraz nałożył na Amerykanów obowiązek odstąpienia Regionalnym Bankom Rezerwy Federalnej wszystkich posiadanych na obszarze USA monet złotych podług stosunku wprowadzonego ustawą z 14 marca 1900 r. o standardzie złota (*Gold Standard Act*), czyli 1 dolar papierowy za 1 dolar złoty. Poza tym akt ów zakazywał posiadania przez osoby fizyczne i prawne złota w formie monetarnej. Zgromadzone przez państwo zapasy tego szlachetnego kruszcu miały być przechowywane w przystosowanym do tego celu w 1936 r. Forcie Knox w stanie Kentucky. Warto także nadmienić, iż ustalone wówczas zasady ustroju pieniężnego obowiązywały do 1971 r., kiedy prezydent Nixon wydał oświadczenie o zakończeniu wymienialności dolara na złoto na żądanie zagranicznych banków centralnych i odejściu od systemu sztywnych kursów walutowych⁶².

Zerwanie powiązania krajowej waluty ze złotem umożliwiło z kolei finansowanie różnorodnych przedsięwzięć rządowych za pomocą deficytu budżetowego, co pozwoliło na interwencję państwa w procesy gospodarcze w celu stabilizowania przebiegu wewnętrznej koniunktury. Najważniejszym osiągnięciem pionierskiego programu prezydenta w tym względzie, który przeszedł do historii pod nazwą Nowego Ładu (*New Deal*), było wprowadzenie w 1935 r. ustawą o zabezpieczeniu społecznym (*Social Security Act*) – podpisaną przez prezydenta Roosevelta 14 sierpnia – zasiłków dla ubogich i bezrobotnych, systemu emerytalnego finansowanego przez pracowników i pracodawców oraz pomocy

62 Por. W. Morawski, op. cit., s. 43–44; P. Trescott, op. cit., s. 748; Z. Karpiński, *Bankowość w krajach kapitalistycznych. Problemy teorii i praktyki*, Warszawa 1961, s. 365–366; A. Budnikowski, *Międzynarodowe stosunki gospodarcze*, Warszawa 2001, s. 356; J. Głuchowski, *Międzynarodowe stosunki finansowe*, Warszawa 1997, s. 75.

dla matek samotnie wychowujących dzieci, co uniezależniało od wahań cyklicznych znaczną część siły nabywczej społeczeństwa⁶³. Tak więc dopiero od tego momentu trwałym składnikiem amerykańskiej polityki budżetowej (fiskalnej) stały się działające samoczynnie automatyczne stabilizatory koniunktury. Samoczynny charakter automatycznej stabilizacji oznacza, że uruchomienie tych środków nie wymaga żadnej decyzji władz administracyjnych, choć ich ustanowienie wymaga aktywności legislacyjnej państwa, podczas gdy polityka interwencjonizmu gospodarczego może powodować wiele niekorzystnych zjawisk, w tym zwłaszcza zniekształcenie procesu rozwojowego⁶⁴. W przeciwieństwie jednak do polityki świadomych wydatków państwa, automatyczne stabilizatory nie tworzą dochodów w czasie recesji, lecz tylko hamują spadek już istniejących. Z tego powodu są one jedynie pierwszą linią obrony przed wahaniami dochodu narodowego, produkcji oraz zatrudnienia i dlatego wymagają korygującego i uzupełniającego wsparcia ze strony aktywnej polityki budżetowej. Krótko mówiąc, znaczenie polityki interwencjonizmu państwowego w dobie kryzysu deflacyjnego polega głównie na tym, że odgrywa on dokładnie taką samą rolę w oddziaływaniu na popyt wewnętrzny jak instrumenty polityki pieniężnej stosowane przez bank centralny⁶⁵.

Koncepcja nakręcania koniunktury przez zwiększanie popytu krajowego oznaczała zarazem zerwanie z dotychczasową wiarą Amerykanów, że rząd nie powinien ingerować w samoregulujący się mechanizm rynkowy⁶⁶, co w konsekwencji było tożsame z przejęciem przez państwo odpowiedzialności za dobrobyt własnego społeczeństwa oraz zapewnienie harmonijnego rozwoju gospodarczego⁶⁷. Próba przywrócenia równowagi budżetowej przez administrację Roosevelta doprowadziła natomiast do bardzo głębokiej recesji lat 1937–1938 i dalszego zwiększenia bezrobocia. Tym razem jednak lekarstwem na to zjawisko było zastosowanie na masową skalę instrumentu operacji otwartego rynku i podjęcie ekspansywnej polityki pieniężnej przez System Rezerwy Federalnej, która na skutek wybuchu drugiej wojny światowej, a następnie rywalizacji z blokiem komunistycznym była stale podtrzymywana aż do 1951 r. i w efekcie doprowadziła do stopniowego zwiększenia zasobów pieniądza w społeczeństwie ponad jego możliwości konsumpcyjne. Skutkiem tego była rosnąca inflacja, która w 1947 r. wyniosła aż 14 punktów procentowych⁶⁸. Z drugiej jednak strony

63 Por. T. Kowalik, *Systemy gospodarcze. Efekty i defekty reform i zmian ustrojowych*, Warszawa 2005, s. 99.

64 Por. S. Owsiak, *Finanse publiczne. Teoria i praktyka*, Warszawa 2002, s. 286.

65 Por. P. A. Samuelson, W. D. Nordhaus, op. cit., s. 447.

66 Por. T. Kowalik, op. cit., s. 98.

67 Por. E. Ruśkowski, *Ogólna charakterystyka finansów publicznych*, [w:] *Finanse publiczne i prawo finansowe*, red. C. Kosikowski i E. Ruśkowski, Warszawa 2003, s. 28.

68 Por. *1951 Accord*, tekst zaczerpnięty został ze strony internetowej dostępnej pod adresem: http://en.wikipedia.org/wiki/1951_Accord, s. 1.

duży wzrost zasobów pieniądza w tym okresie przyczynił się do obniżenia stopy bezrobocia do 1% w 1944 r., przy czym kontynuacja polityki obfitego pieniądza w latach 50. i 60. pozwoliła ustabilizować ten wskaźnik na poziomie nieprzekraczającym 5 punktów procentowych aż do 1970 r. (niekiedy nawet poniżej naturalnej stopy bezrobocia). Słowem, w świetle przytoczonych faktów, polityka pieniężna Systemu Rezerwy Federalnej podczas wielkiego kryzysu oraz w dobie demokratycznej administracji Roosevelta i Trumana potwierdza tezę sformułowaną przez Milтона Friedmana, że tylko „pieniądz ma znaczenie”⁶⁹.

Dopowiedzieć w tym miejscu trzeba, że koncepcja teoretyczna propagująca interwencjonizm instytucji państwa w sprawy gospodarcze powstała już po zakończeniu wielkiego kryzysu i wiąże się z opublikowaniem w 1936 r. przez Johna Maynarda Keynesa książki pt. *Ogólna teoria zatrudnienia, procentu i pieniądza*. Tak więc aktywna polityka fiskalna prezydenta Roosevelta nie była oparta na konkretnej doktrynie ekonomicznej, ale wynikała z przeświadczenia jego i najbliższych mu doradców o zastosowaniu tych rozwiązań, które w danej chwili wydawały się być najbardziej adekwatne, pod warunkiem, że nie pociągałyby za sobą zasadniczej zmiany systemu społeczno-gospodarczego⁷⁰.

8. Jeśli chodzi o System Rezerwy Federalnej to najbardziej doniosłym aktem prawnym modernizującym jego organizację i kompetencje poszczególnych organów była ustawa prawo bankowe (*Banking Act*) *vel* ustawa Glassa – Steagalla (nazywana tak od nazwisk jej głównych promotorów w Senacie i Izbie Reprezentantów), uchwalona 23 sierpnia 1935 r. Zakres tej nowelizacji był tak duży, że pod wieloma względami należałoby zdefiniować ten akt prawny jako nową ustawę o Rezerwie Federalnej. Najbardziej kluczowymi postanowieniami ustawy prawo bankowe z 1935 r. były te dotyczące centralizacji całego Systemu w kierunku przyznania decydującego głosu w formułowaniu polityki pieniężnej dla Zarządu w Waszyngtonie.

Ustawa ta została podzielona na 3 tytuły i liczyła razem 346 artykułów (*sections*). Przepisy modyfikujące umocowanie ustawowe amerykańskiego banku centralnego zostały zamieszczone w tytule 2, noszącym nazwę „Poprawki do ustawy o Rezerwie Federalnej” (*Amendments to the Federal Reserve Act*), składającym się z 9 bardzo rozbudowanych sekcji (art. 201–209). Ponadto liczne regulacje dotyczące przede wszystkim technicznych aspektów prowadzenia polityki pieniężno-walutowej oraz obowiązków pracowników, dyrektorów i banków członkowskich Systemu zawarte zostały w tytule 3 ustawy, noszącym nazwę „Poprawki techniczne do praw bankowych” (*Technical Amendments to the Banking Laws*). Natomiast tytuł 1 ustawy (*Federal Deposit Insurance*) po-

69 Por. np. P. A. Samuelson, W. D. Nordhaus, op. cit., s. 402.

70 Por. T. Kowalik, op. cit., s. 97; G. B. Tindall, D. E. Shi, op. cit., s. 1061.

święcony został Federalnej Korporacji Ubezpieczenia Depozytów (*Federal Deposit Insurance Corporation* – FDIC), utworzonej na podstawie drugiej ustawy Glassa – Steagalla z 16 czerwca 1933 r., przedłużając funkcjonowanie tej agencji na czas nieokreślony. Tak więc na podstawie tytułu 2 ustawy najważniejszym organem prawnofinansowym Fed stała się Rada Gubernatorów Rezerwy Federalnej (*Board of Governors of the Federal Reserve System*), składająca się z siedmiu członków mianowanych przez prezydenta Stanów Zjednoczonych za radą i zgodą Senatu. Zastąpiła ona Radę Rezerwy Federalnej. Jak widać, prawodawca odebrał prezesom i wiceprezesom Rad Dyrektorów poszczególnych Banków Rezerwy Federalnej tytuł „gubernatora”, przyznając go członkom waszyngtońskiego Zarządu. Rzeczywistemu umocnieniu pozycji Rady Gubernatorów w stosunkach zewnętrznych, a zwłaszcza wobec organów władzy wykonawczej, było ustanie w niej członkostwa sekretarza skarbu i kontrolera obiegu (z dniem 2 lutego 1936 r.) oraz powołanie na ich miejsce dwóch nowych Gubernatorów. Na tle doświadczeń kryzysu bankowego zasiadanie w Radzie sekretarza skarbu, a zatem ministra odpowiedzialnego bezpośrednio przed prezydentem i jednocześnie kierownika finansów państwowych, posiadającego faktycznie decydujący głos w decyzjach podejmowanych przez Zarząd, choć uwzględniającego zazwyczaj krótszy horyzont czasowy niż ten optymalny dla polityki pieniężnej, uznano za niewłaściwe, gdyż prowadziło to do powiększenia kontroli politycznej nad Radą i sprzyjało „upolitycznieniu” cyklu gospodarczego. Był to również gest w stronę sektora bankowego mający zjednać jego poparcie dla omawianej ustawy, powiększającej kompetencje Zarządu kosztem dwunastu Rad Dyrektorów zdominowanych przez przedstawicieli banków komercyjnych i regionalne grupy nacisku. Uniezależnieniu Rady Gubernatorów od administracji federalnej służyło też wydłużenie z 10 do 14 lat nieodnawialnej kadencji członka Zarządu, przy czym prezydent mógł mianować nowego Gubernatora co dwa lata. W praktyce wykluczało to możliwość nominacji większości członków Rady przez jednego prezydenta. Koncentracji władzy wewnątrz Rady Gubernatorów służyło zaś powierzenie funkcji ustalania porządku obrad tego podmiotu oraz kierowania jego obradami przewodniczącemu – w razie jego nieobecności – wiceprzewodniczącemu RGRF, mianowanym przez prezydenta na czteroletnią i odnawialną kadencję. Najważniejszą prerogatywą Rady wobec sektora banków handlowych było przyznanie jej prawa podmiotowego do samodzielnego (bez uprzedniej zgody prezydenta USA) ustalania wysokości poziomu rezerw obowiązkowych w granicach wytyczonych przez odrębną ustawę. Pozytywna decyzja w tej sprawie wymagała uzyskania bezwzględnej większości głosów co najmniej czterech Gubernatorów.

Dominująca pozycja Zarządu w Waszyngtonie nad dwunastoma Regionalnymi Bankami Rezerwy Federalnej została osiągnięta głównie przez utworzenie Federalnego Komitetu Otwartego Rynku (*Federal Open Market Committee* – FOMC), składającego się z siedmiu członków Rady Gubernatorów Rezerwy

Federalnej oraz pięciu Prezydentów Banków Rezerwy Federalnej, który od 1 marca 1936 r. zastąpił analogiczny Komitet złożony z dwunastu Gubernatorów Banków Rezerwy Federalnej, tworzących ten organ na podstawie drugiej ustawy Glassa – Steagalla z 1933 r. Dopełnieniem tego rozwiązania prawnofinansowego było wyeliminowanie uprawnień Banków do kupowania i sprzedawania federalnych papierów wartościowych na własny rachunek, bez jednoznacznego pozwolenia i nadzoru Federalnego Komitetu Otwartego Rynku.

Decydująca rola Rady Gubernatorów w zakresie polityki pieniężno-kredytowej Systemu Rezerwy Federalnej wyraża się również w tym, że omawiana ustawa przyznała temu organowi prawo podmiotowe ustalania stopy dyskontowej na podstawie propozycji przedkładanych przez okręgowe banki centralne. Tym samym zmiany stopy procentowej od pożyczek udzielanych członkowskim bankom handlowym przez regionalne banki centralne przestały być suwerenną decyzją dziewięciu dyrektorów dwunastu Banków Rezerwy Federalnej, ponieważ od 1935 r. wymagają zatwierdzenia waszyngtońskiego Zarządu. Toteż w praktyce bywają z nim z góry uzgadniane i zwykle jednolicie dokonywane przez wszystkie banki federalne. Kropką nad „i” w reorganizacji Fed w oparciu o zasadę hierarchicznego podporządkowania było przyznanie Radzie nominacji prezydenta i wiceprezydenta (prezesa i wiceprezesa) Rady Dyrektorów Banków Rezerwy Federalnej spośród trzech dyrektorów przez nią delegowanych.

Z kolei ustępstwem na rzecz Banków Rezerwy Federalnej było stworzenie prawnej możliwości udostępnienia pożyczki dyskontowej każdemu bankowi członkowskiemu w dowolnym momencie, pod warunkiem otrzymania satysfakcjonującego zabezpieczenia (decyzja uznaniowa regionalnego banku centralnego) i z poszanowaniem regulacji w tym zakresie ustanowionych przez Radę Gubernatorów Rezerwy Federalnej.

Zasługującym na uwagę postanowieniem Rady było także utrzymanie w mocy norm prawnych pierwszej ustawy Glassa – Steagalla z 27 lutego 1932 r., dotyczących zwiększenia akcji kredytowej banków komercyjnych. Zabezpieczeniem udzielanych przez banki kredytów mogły być nie tylko banknoty Rezerwy Federalnej, obligacje bądź bony skarbowe rządu federalnego, rządów stanowych i innych związków publicznoprawnych (np. hrabstw), ale wszystkie papiery wartościowe nadające się do redyskonta. Jak widać, banki handlowe od 1932 r. mogły już na stałe posiadać bardziej zróżnicowane, choć określone rezerwy bankowe.

W konkluzji należy stwierdzić, iż ustawa prawo bankowe z 1935 r. gruntownie przebudowała i umocniła system bankowości centralnej Stanów Zjednoczonych w kierunku aktywnego i skutecznego wspierania rozwoju gospodarczego państwa, polityki fiskalnej rządu federalnego w tym zakresie i w sferze międzynarodowych stosunków finansowych oraz przejęcia pełnej odpowiedzialności za kondycję finansów publicznych demokratycznych krajów Europy Zachodniej i Japonii po zakończeniu drugiej wojny światowej. Ponadto należy podkreślić, że omówiony wyżej akt prawny wspólnie z drugą ustawą Glassa – Steagalla z 1933 r.

zmodernizował i ustabilizował cały system bankowy Stanów Zjednoczonych bezpośrednio po uratowaniu go, na podstawie ustawy o nadzwyczajnej pomocy dla banków z 9 marca 1933 r., przed niemalże zupełną katastrofą, jakiej doświadczył on podczas wielkiego kryzysu. W rezultacie ścisły podział władzy wewnątrz Fed z jednej strony oraz prawny rozdział sektora bankowego od sektora papierów wartościowych z drugiej, były tymi czynnikami, które walczyły przyczyniły się do zwiększenia depozytów, a co za tym idzie – również do zwiększenia oszczędności i zdolności kredytowej banków. To z kolei zadecydowało o uzyskaniu przewagi konkurencyjnej przez amerykański system bankowy nad systemami bankowymi państw europejskich i Japonii. Trzecim istotnym składnikiem w zapewnieniu stabilności krajowego sektora bankowego było przywrócenie zaufania do rynku kapitałowego, co miało nastąpić poprzez związanie giełdy prawem federalnym oraz oparcie obrotu papierami wartościowymi na zasadzie jawności, po to, żeby zapobiec zawieraniu spekulacyjnych transakcji i fali oszustw, charakterystycznych dla lat bezpośrednio poprzedzających krach na rynku akcji w 1929 r. Osiągnięciu tych celów służyło uchwalenie w 1934 r. ustawy o federalnych papierach wartościowych i obrotach walorami giełdowymi (*Federal Securities and Exchange Act*), która powołała do życia Komisję do Spraw Papierów Wartościowych i Giełdy (*Securities and Exchange Commission* – SEC). Komisja ta wymaga od przedsiębiorstw emitujących papiery wartościowe ujawniania pewnych informacji dotyczących wielkości sprzedaży, aktywów i dochodów oraz zobowiązała dyrektorów spółek publicznych do zawiadamiania Komisji w krótkim terminie o każdej operacji na rynku kapitałowym, które następnie są rozpowszechniane w miesięcznych publikacjach urzędowych. Publikowane są również takie zakupy papierów wartościowych, w wyniku których dana korporacja lub osoba fizyczna staje się właścicielem 10% lub większego pakietu akcji danej spółki. W założeniu ustawodawcy miało to zapobiec manipulowaniu cenami walorów, grą na ich wyżkę, wrogim przejęciom firm oraz pojawieniu się spekulacyjnego balonu. Słowem, ustawa o federalnych papierach wartościowych pomogła odzyskać, a następnie podtrzymać zaufanie społeczne do rynku kapitałowego, podobnie jak druga ustawa Glassa – Steagalla w odniesieniu do sektora bankowego i ustawa prawo bankowe z 1935 r. w stosunku do Systemu Rezerwy Federalnej⁷¹.

71 Por. R. LeRoy Miller, D. D. van Hoose, op. cit., p. 308–309; M. Friedman, A. J. Schwartz, op. cit., p. 434–442 i 445–449; P. Trescott, op. cit., s. 748; Z. Karpiński, op. cit., s. 389–391, 400; F. S. Mishkin, op. cit., s. 79; T. Kowalik, op. cit., s. 99–100; tekst ustawy prawo bankowe z 1935 r. (*Banking Act of 1935*) został zaczerpnięty ze strony internetowej dostępnej pod adresem: <http://landru.i-link-2.net/monques/bank35.html#BANKING>, s. 1–44.