

## Elastyczne podejście w polityce pieniężnej w czasach niestabilności rynków. Polityka quantitative easing

Katarzyna Nagraba

*Polityka pieniężna stanowi ważny filar gospodarki, wpływający pośrednio na rozwój każdego kraju. W zależności od przyjętej strategii może zarówno pobudzić ekonomię, jak i zwolnić tempo jej wzrostu.*

*Celem pracy było przybliżenie nowego podejścia w polityce pieniężnej, które stało się niezwykle popularne w Stanach Zjednoczonych w obliczu kryzysu finansowego. W rzeczywistości niskich stóp procentowych, kiedy nie można było korzystać z podstawowego narzędzia polityki pieniężnej, wprowadzono tzw. politykę quantitative easing. Ze względu na analizę bieżących informacji dotyczących quantitative easing, posłużono się zarówno pozycjami książkowymi, jak i doniesieniami prasowymi czy informacjami dostępnymi na stronach internetowych (np. oficjalnych stronach banków centralnych).*

*Zastosowana w polityce pieniężnej metoda przyniosła spodziewane efekty, chociaż jej szczegółowe, długofalowe rozliczenie powinno nastąpić dopiero w kolejnych miesiącach. W wyniku wprowadzenia quantitative easing można zaobserwować wzrost PKB w Stanach Zjednoczonych, jednak przy jednoczesnej podwyższonej inflacji i wzroście bezrobocia.*

### 1. Wprowadzenie

W dobie ciągłych zmian na rynkach światowych i niestabilności systemów gospodarczych, bardzo ważne staje się określenie nowych zasad prowadzenia polityki pieniężnej. Jej cele, dotychczas uznawane za kluczowe, w chwili obecnej zdają się niewystarczające. W Europie podstawową zasadą polityki pieniężnej jest utrzymanie inflacji w z góry określonych granicach. Stany Zjednoczone poszły o krok dalej. Nie tylko inflacja jest monitorowanym wskaźnikiem uwzględnionym w zasadach funkcjonowania banku centralnego. System Rezerwy Federalnej (FED) zakłada także utrzymanie bezrobocia na niskim poziomie, a tym samym stałą kontrolę i pobudzanie wzrostu gospodarczego. Często ten ostatni cel był dominujący wobec tak ważnego w Europie podejścia inflacyjnego.

Niestety wydarzenia ostatniej dekady (bańka internetowa, zamachy terrorystyczne 11 września 2001 r., kryzys na rynkach nieruchomości w Stanach

Zjednoczonych przeniesiony na światowe rynki finansowe, a także zamieszki na kontynencie afrykańskim) stawiają politykę pieniężną w nowym świetle. Wykorzystywane dotychczas narzędzia nie są już tak efektywne i nie spełniają swoich zadań. Główne narzędzie, które było stosowane globalnie, to sterowanie stopami procentowymi. I tak, zwiększenie stóp procentowych wychładzało gospodarkę, spowalniało ich wzrost, ale jednocześnie obniżało poziom inflacji, która wymykała się spod kontroli. Natomiast obniżanie stóp procentowych pobudzało gospodarkę, rozkręcało mechanizm akcji kredytowej, kosztem wzrostu inflacji. Jednak w momencie zaistniałych sytuacji kryzysowych, zaburzających wszelkie reguły stworzone dla stabilnie działającej ekonomii kraju, dotychczasowe metody stały się niewystarczające. Globalnym celem polityki pieniężnej w nowej rzeczywistości staje się przede wszystkim próba ograniczenia niestabilności.

W pracy podjęto tematykę polityki pieniężnej prowadzonej w Stanach Zjednoczonych ze względu na jej znaczenie na rynkach globalnych. Przy prawie zerowych stopach procentowych największa gospodarka wybrała nowe, prawdopodobnie jedyne możliwe na tę chwilę podejście – wykorzystanie polityki tzw. quantitative easing (QE). Określenie to nie doczekało się jeszcze oficjalnego tłumaczenia na język polski. W artykułach można się spotkać z terminem „luzowanie polityki pieniężnej”. Jakie są reguły i wytyczne nowego podejścia oraz czym różni się QE od dotychczasowych metod klasycznej polityki pieniężnej – te kwestie zostaną wyjaśnione w poniższym rozdziale.

## **2. Cele klasycznej polityki pieniężnej i jej wpływ na stabilność ekonomiczną kraju**

Politykę pieniężną, tak ważną dla każdego państwa, prowadzą banki centralne. Realizują je zarówno banki centralne poszczególnych państw, jak i wyższe instancje podejmujące decyzje wpływające na kilka krajów, np. w przypadku strefy euro funkcję taką pełni Europejski System Banków Centralnych (ESBC). W zależności od regionu banki centralne stawiają sobie różne cele. Najczęściej są to cele inflacyjne. W Stanach Zjednoczonych jest inaczej – główny cel to utrzymanie bezrobocia na niskim poziomie i możliwie wysokiego tempa wzrostu gospodarczego. Mimo że inflacja jest brana pod uwagę, to nie jest ona najważniejszą wytyczną dla podejmowanych decyzji.

Polityka pieniężna jest jednym z filarów polityki gospodarczej państwa. Jej istota w głównej mierze polega na zwiększaniu lub zmniejszaniu podaży pieniądza oraz na podnoszeniu lub obniżaniu stopy procentowej. Bank centralny realizuje konstytucyjne zadanie zapewnienia stabilności cen przez dostępne mu instrumenty kontroli podaży pieniądza na rynku. Utrata zaufania do pieniądza, jako środka wymiany czy środka przechowywania majątku, przynosi negatywne skutki zarówno dla gospodarstw domowych, jak i dla całej gospodarki. Bank centralny dzięki realizowanej polityce monetarnej

oddziałuje na wielkość produkcji, a więc też na zatrudnienie, oraz stoi na straży wartości pieniądza, przeciwdziałając inflacji.

Przestrzenią, w której realizowana jest polityka pieniężna, jest rynek międzybankowy. Ciągła cyrkulacja środków pieniężnych jest charakterystyczna dla rynku międzybankowego. Jest to rynek, na którym banki komercyjne handlują między sobą płynnymi rezerwami. Mogą to być wzajemne rozliczenia banków, krótkoterminowe pożyczki lub depozyty. Kluczową pozycję na rynku międzybankowym zajmuje bank centralny, często nazywany bankiem banków lub pożyczkodawcą ostatniej instancji. Bank centralny określa warunki funkcjonowania rynków finansowych, czyli wpływa na podaż funduszy kredytowych i popyt na nie. Wpływa zatem na ceny i rozmiary kredytów, a to określa wielkość podaży pieniądza. Aby wpływać na gospodarkę tak, by osiągnęła produkcję przy pełnym zatrudnieniu czynników wytwórczych bez inflacji, bank centralny stosuje specjalne narzędzia polityki monetarnej.

Istnieją dwa podstawowe kierunki polityki monetarnej: regulowanie ilości pieniądza w obiegu oraz kształtowanie poziomu stopy procentowej. W ten sposób za pomocą polityki pieniężnej można – z jednej strony – dążyć do ożywienia gospodarki, a z drugiej bronić ją przed nadmierną inflacją.

Bank centralny ma do swojej dyspozycji trzy podstawowe narzędzia: stopy rezerw obowiązkowych, stopy procentowe oraz operacje otwartego rynku. Jednocześnie, będąc bankiem banków, udziela innym bankom kredytów, za które banki te muszą zapłacić. Ceną za kredyty zaciągane w banku centralnym jest stopa procentowa, nosząca nazwę stopy redyskontowej – jest to kolejne narzędzie banku centralnego. Określanie jej wpływa na poziom kredytów udzielanych przez banki. Niższa stopa oznacza potanieenie kredytu i umożliwia łatwiejsze jego zaciąganie przez banki, co w rezultacie prowadzi do wzrostu podaży pieniądza. Podwyższenie stopy redyskontowej wywołuje odwrotne skutki, czyli towarzyszy mu zmniejszenie podaży pieniądza. Stopy procentowe ustalane przez bank centralny wyznaczają korytarz wahań dla stóp procentowych na rynku międzybankowym. Poza stopą redyskontową istnieje także stopa lombardowa.

### **3. Bank Centralny Stanów Zjednoczonych, czyli System Rezerwy Federalnej**

System Rezerwy Federalnej (Federal Reserve System), w skrócie określany jako FED, został utworzony ustawą kongresu w 1913 r. – Federal Reserve Act. Działalność rozpoczął w roku 1914. Jest on odpowiednikiem europejskich banków centralnych, tym samym jest odpowiedzialny za wszystkie ogólne funkcje banku centralnego. Jednak stanowi niepowtarzalną mieszankę elementów zarówno państwowych, jak i prywatnych.

Charakterystyczna jest złożona struktura instytucji. Całości przewodni Zarząd Gubernatorów (Board of Governors) nazywany inaczej Zarządem Rezerwy Federalnej (Federal Reserve Board) zlokalizowany w Waszyngtonie.

W jego skład wchodzi 7 gubernatorów zaproponowanych przez prezydenta i zatwierdzonych przez senat. Zarząd Rezerwy Federalnej określa swoją misję, czyli płaszczyzny, w których działa. Do podstawowych funkcji Zarządu Gubernatorów należą: prowadzenie polityki pieniężnej, analiza ekonomii narodowej i międzynarodowej oraz stanu finansowego państwa, a także dowodzenie komitetami pracującym nad bieżącymi zadaniami, nadzór nad pracą Banków Rezerwy (jest ich 12). Głównym zadaniem Zarządu jest uczestniczenie w Federalnej Komisji Otwartego Rynku (FOMC), która prowadzi narodową politykę pieniężną. Jest ona przykładem niezależności struktury FED.

Ważnym elementem systemu bankowego Stanów Zjednoczonych jest system Banków Rezerwy Federalnej. Tworzy go sieć 12 regionalnych banków i 25 ich oddziałów. Banki są akcjonariuszami FED, nie mogą jednak sprzedawać ani handlować tymi akcjami. Około 38% z 8039 banków komercyjnych w Stanach Zjednoczonych to Banki Członkowskie Systemu Rezerwy Federalnej. Banki krajowe muszą być członkami, inne mogą dołączyć po spełnieniu pewnych wymagań.

Przyczyną takiego rozkładu sił i możliwości podejmowania decyzji jest dbanie o niezależność instytucji prowadzących politykę pieniężną. FED odpowiada przed Kongresem i wysłuchuje opinie prezydenta, jednak nikt nie może narzucić jej podejmowania konkretnych decyzji. System Rezerwy Federalnej zwykle wybiera drogę, która z jego punktu widzenia wydaje się najlepsza dla kraju. Jego decyzje nie muszą być przez nikogo aprobowane ani zatwierdzane.

Strategię banku centralnego w Stanach Zjednoczonych określa się jako brak strategii. Powodem jest bardzo elastyczny kierunek działań, jaki obiera FED. Nie jest on ograniczony żadnymi opisami – FED ma więc absolutnie wolną rękę. Może dbać zarówno o inflację, jak i o ilość pieniądza w gospodarce, a raporty zaopatrzyć w odpowiednie komentarze.

FED dysponuje różnymi instrumentami, zwanymi narzędziami, które mają wpływ na cele pośrednie (rezerwy, podaż pieniądza, stopy procentowe). Dzięki temu w sposób pośredni oddziałuje na cele ostateczne, którymi są: stałe ceny, niskie bezrobocie, szybki wzrost realnego PKB. FED posługuje się trzema głównymi narzędziami, które pozwalają mu prowadzić politykę pieniężną. Są to operacje otwartego rynku, stopa redyskontowa oraz wymagania co do rezerw.

Wyznaczone cele zmieniały się jednak na przestrzeni lat. W latach 80. tych skupiano się głównie na powolnej zmianie ustalonego wcześniej poziomu stopy funduszy federalnych. Począwszy od 1994 r. rozpoczęto wprowadzanie zmian, tak że w 1995 r. zaczęto już wyraźnie określać poziom, do którego dążono. Od lutego 2000 r. na zgromadzeniach FOMC włączano stwierdzenia komitetu dotyczące długotrwałej stabilności cen i podtrzymywania wzrostu gospodarczego.

FED wykorzystywał podstawowe, wyżej wymienione instrumenty do podtrzymywania wysokiego wzrostu gospodarczego, dbając o niski poziom

bezrobocia i jednocześnie biorąc pod uwagę poziom inflacji. Podejście było słuszne aż do momentu pojawienia się szoków i kryzysów na rynkach. Bańka internetowa, zamachy czy kryzys subprime zachwiały gospodarką amerykańską i okazało się, że dotychczasowe metody prowadzenia polityki pieniężnej nie są już wystarczające. Z tego powodu piastujący stanowisko przewodniczącego FED B. Bernanke wprowadził nowy model polityki pieniężnej – tzw. quantitative easing.

## **4. Wpływ polityki pieniężnej na ograniczenie niestabilności w czasie kryzysu**

### **4.1. Istota quantitative easing**

W czasie kryzysu finansowego banki centralne zmieniły podejście w prowadzeniu polityki pieniężnej. Dotychczasowe cele i narzędzia stały się niewystarczające. W większym stopniu skupiono się na ochronie stabilności rynków oraz na pobudzaniu wzrostu gospodarczego. Nowe strategie miały przede wszystkim obniżyć koszty pozyskania finansowania dla podmiotów ekonomicznych.

*Quantitative easing* (QE) to nowe podejście stosowane w polityce pieniężnej, które wykorzystują banki centralne. W ten sposób pobudzane są gospodarki narodowe w okresie, gdy tradycyjne metody zawodzą. Różni się ona od tradycyjnego podejścia, które poprzez operacje zakupu i sprzedaży aktywów finansowych stara się utrzymać stopy procentowe na określonym poziomie. Podejście to zostało po raz pierwszy zastosowane w Japonii w latach 2001–2006. Według badań przeprowadzonych przez Francuzów Erica Girardin i Zakari Moussa polityka QE nie tylko może zapobiec recesji, ale także staje się dobrym narzędziem w walce z deflacją. Ponadto stymuluje wzrost cen przy zbyt niskim poziomie inflacji. Jednocześnie podkreśla się, że jest ona skuteczna tylko przy przeprowadzeniu restrukturyzacji w ramach finansów budżetu państwa. Wyjście z polityki QE powinno odbyć się w ściśle kontrolowanych warunkach, przy jasno określonym schemacie i konkretnych celach określonych liczbowo.

QE polega na skupowaniu przez bank centralny instrumentów finansowych w celu zwiększenia podaży pieniądza do z góry założonego poziomu. Aktywa kupowane są od banków komercyjnych i prywatnych przedsiębiorstw za elektronicznie wykreowane środki pieniężne. Działanie to zwiększa nadwyżkę rezerw banków, a także podnosi ceny kupowanych aktywów finansowych, co jednocześnie obniża ich stopę zwrotu. Często polityka ta określana była mianem „dodrukowywania pieniędzy”. Mimo powyższej opinii banki centralne podkreślają, że pieniądze nie są dodrukowywane. Bank kupuje instrumenty finansowe i w ten sposób udziela sprzedawcy aktywów kredytu w rachunku bankowym. Nowa pula pieniądza jest kreowana elektronicznie poprzez zwiększenie salda na rachunku.

Pobudzenie gospodarki poprzez zastosowanie tradycyjnej ekspansywnej polityki pieniężnej polega właśnie na zakupie krótkoterminowych obligacji. W ten sposób, zgodnie z opisanym w części teoretycznej mechanizmem, obniżane są stopy procentowe. Jednak w momencie, gdy stopy procentowe są bliskie zera, nie ma możliwości dalszego stymulowania gospodarki w ten sposób. Tradycyjna polityka nie jest już wystarczająca. Jej kontynuacja może powodować jedynie wzrost poziomu inflacji. Z tego powodu zaczęto stosować podejście quantitative easing. Bank centralny, wykorzystując QE, może nadal pobudzać gospodarkę, kupując już nie tylko aktywa krótkoterminowe, ale także te o dłuższym okresie zapadalności. Dzięki tej działalności obniżone zostają także długoterminowe stopy procentowe. Jednocześnie politykę można wykorzystać do zabezpieczenia się przed spadkiem inflacji poniżej założonego poziomu.

Niestety, wśród ryzyk wymienia się fakt, iż z jednej strony polityka może stać się bardziej skuteczna w walce z deflacją, niż jest to początkowo zakładane, lub może w ogóle nie zadziałać, jeśli banki nie „odkupią” wprowadzonego do obiegu pieniądza elektronicznego. Jeżeli wartość stóp procentowych jest bliska zera, nie mogą już zostać one obniżone. Taka sytuacja, nazywana „pułapką płynności” (Eggertsson 2008), występuje, gdy wskaźnik inflacji jest bardzo niski lub w momencie wystąpienia deflacji. Zastosowanie QE spowoduje zwiększenie pieniądza w obiegu bez wpływu na poziom stóp procentowych. Taki sposób działania często nazywany jest „ostatnią szansą” pobudzenia gospodarki.

Skupiając się na samej nazwie nowej odsłony polityki pieniężnej, warto zauważyć, że prawdopodobnie pierwszy raz pojęcie quantitative easing zastosował ekonomista R. Werner (profesor International Banking School of Management, University of Southampton) w roku 1994. Wspomnianą nazwę wykorzystał także w tytule artykułu opublikowanym w roku 1995 N.K. Shinbun (Nikkei). Autor użył tego sformułowania do zaproponowania nowej formy polityki pieniężnej. Było to inne podejście od dotychczasowego, gdyż zakładało podejmowanie kroków przy zerowych stopach procentowych. W sytuacji, gdy dalsze obniżki stóp były niemożliwe, a tradycyjne koncepcje monetarystów, zakładające zwiększenie podaży pieniądza, nierealne do zastosowania. Zamiast tego konieczne i wystarczające do ożywienia gospodarki było zwiększenie kreacji kredytów poprzez następujące narzędzia:

- bezpośredni zakup od banków komercyjnych aktywów niepracujących (non performing assets),
- bezpośrednie kredytowanie przedsiębiorstw i rządu przez BC,
- zakup papierów komercyjnych przedsiębiorstw,
- zaprzestanie emisji obligacji skarbowych w celu sfinansowania potrzeb pożyczkowych sektora publicznego powiększających dług publiczny.

Ponadto rząd powinien pożyczać środki bezpośrednio od banków komercyjnych na normalnych warunkach kredytowych.

#### 4.2. Zastosowanie nowego podejścia w polityce pieniężnej

Polityka quantitative easing została po raz pierwszy zastosowana w Japonii. Według Banku Centralnego Japonii miało to miejsce dokładnie 19 marca 2001 r., chociaż informacja ta nie została potwierdzona w żadnym oficjalnym oświadczeniu dotyczącym polityki pieniężnej z tego czasu. Początkowo bank ten twierdził, że zastosowanie QE jest nieefektywne. Jednak kolejne wypowiedzi szefa Banku Centralnego Japonii dowodzą w rzeczywistości zastosowanie QE jako metody, która uzdrowi gospodarkę państwa.

Zastosowanie QE w pierwszych latach XXI wieku w Japonii w celu walki z deflacją nie przyniosło jednak szybkich sukcesów. Spodziewano się większego zapanowania nad deflacją. Mimo to podkreślano korzystne skutki nowej polityki, jak chociażby wyższy od zakładanego poziom wzrostu gospodarczego (rocznie 4,6% w roku 2009). Należy zwrócić uwagę, że Bank Centralny Japonii utrzymywał niskie krótkoterminowe stopy procentowe od 1999 r. Jedynym działaniem, które wydawało się słuszne przy takich niskich stopach, było pobudzenie gospodarki właśnie przez QE. Mimo że efekt tej polityki był zbyt mały, aby znacznie zmienić sytuację Japonii, to w literaturze przedmiotu dostrzega się jego pozytywne skutki. Bank Centralny, stosując QE, zwiększył płynność banków komercyjnych, aby w ten sposób pobudzić udzielanie kredytów. Zapewniając im wysoki poziom kapitałów rezerwowych, nie pozwalał na zmniejszenie poziomu płynności w związku z udzielanymi kredytami.

Polityka quantitative easing wróciła do łask w latach 2007–2010, w okresie globalnego kryzysu finansowego. Wprowadziły ją zarówno Stany Zjednoczone, gdy stopa funduszy federalnych była bliska zera, jak i Wielka Brytania, gdy podobne wartości przyjmowała oficjalna stopa bankowa (*official bank rate*). Należy jednak podkreślić, że podejścia Stanów Zjednoczonych, Wielkiej Brytanii i Japonii różnią się od siebie.

W 2004 r. przewodniczący FED B. Bernanke wyjaśniał, że nowa polityka skupia się na zakupie papierów wartościowych, takich jak obligacje rządowe. W odróżnieniu od tego, polityka jakościowa (*qualitative easing*) polega na zmianie struktury bilansu banku centralnego bez kreacji dodatkowych rezerw. W 2009 r. B. Bernanke wprowadził termin *credit easing*, który ściśle wiąże się ze wspomnianym *qualitative easing*: „Podejście FED o nazwie *credit easing* skupia się na współwystępowaniu kredytów i papierów wartościowych, które posiada FED, i na tym, jak struktura aktywów wpływa na warunki kredytowe dla gospodarstw domowych i przedsiębiorstw”.

Według tradycyjnych modeli makroekonomicznych zwiększenie podaży pieniądza przy zerowych stopach procentowych jest nieefektywne, gdyż podmioty prywatne będą wymagały pieniędzy aż do poziomu pełnego nasycenia. W związku z powyższym podejście quantitative easing powinno nie mieć żadnego znaczenia aż do momentu, gdy podmioty te nie zmienią oczekiwań w stosunku do przyszłych decyzji z zakresu polityki pieniężnej i fiskalnej.

Podejście credit easing nie było brane pod uwagę w standardowych modelach stóp procentowych. Jednak według publikacji M. Hörmanna, i A. Schaberta przykład polityki FED dowodzi, że zarówno credit easing jak i quantitative easing były skuteczne podczas ostatniego kryzysu finansowego, głównie dzięki redukcji premii za płynność (*liquidity premia*).

Warto wspomnieć również o często używanych w literaturze przedmiotu i prasie pojęciach QE1, QE2 i QE3 (Akasie 2011). Są to określenia wskazujące na kolejne rundy zastosowania nowego podejścia w polityce monetarnej. Nazwa QE2, która pojawiła się w 2010 r., kojarzyła się z wprowadzeniem drugiego etapu tej polityki. Stąd, dla wyróżnienia, wcześniejsze działania można nazwać QE1. Brana pod uwagę trzecia runda określana jest przez samych przewodniczących banków centralnych jako QE3 (Inman 2011).

## **5. Poszukiwanie nowych rozwiązań w dobie kryzysu. Polityka Stanów Zjednoczonych po 2007 r. Zastosowanie quantitative easing**

W latach 2006–2007 stopy procentowe utrzymywały się na zbliżonym wysokim poziomie. Szczyt przypadł na koniec czerwca 2006 r., kiedy stopa procentowa została ustalona na poziomie 6,25%.

Rok 2007 rozpoczął okres zmiany polityki pieniężnej w Stanach Zjednoczonych. 17 czerwca 2007 r. stopy procentowe obniżono do poziomu 5,75%. Nowe podejście wiązało się z pojawieniem się pierwszych oznak kryzysu, który zawałdął w kolejnych miesiącach rynkiem Stanów Zjednoczonych.

Kryzys finansowy, który swym zasięgiem objął także rynek bankowy, rozpoczął się na amerykańskich rynkach nieruchomości. Następnie przeniósł się na rynki finansowe, powodując poważne konsekwencje także w sektorze bankowym na całym świecie.

Pierwsze oznaki globalnego kryzysu finansowego można dostrzec w 2008 r., mimo że w pierwszej połowie tego roku sytuacja na rynkach była stosunkowo stabilna. Niestety złe informacje pojawiły się w Stanach Zjednoczonych już w lipcu i wrześniu 2008 r. W tym okresie miały miejsce: nacjonalizacja Fannie Mae i Freddie Mac, upadek Lehman Brothers, przejęcie Merrill Lynch przez Bank of America oraz nacjonalizacja AIG. Te zdarzenia przyczyniły się do wzrostu wzajemnej nieufności pomiędzy uczestnikami wszystkich rynków, także między bankami. Zarejestrowano wysokie spadki wartości akcji (na tyle, że zniosły falę hossy z lat 2003–2007, a niektóre indeksy powróciły do poziomu z lat 90.), cen surowców i wycofywanie kapitału z rynków wschodzących. W efekcie wzrosły stawki pożyczek na rynku międzybankowym, zmniejszono limity na ekspozycje względem określonych podmiotów, wzrosły koszty finansowania i problemy związane z utrzymaniem bieżącej płynności i zachowaniem odpowiedniego poziomu ryzyka. Także w Polsce można było zaobserwować nerwowe zachowania



uczestników rynku, a także spadek zaufania między bankami. Powodem były pogłoski o problemach finansowych strategicznych inwestorów polskich banków, jak chociażby Fortis Banku.

W związku ze złą sytuacją wielu instytucji finansowych musiały interweniować władze wielu państw. Po raz pierwszy spotkano się z tak silną pomocą ze strony rządów państw i banków centralnych, które wspierały płynność systemu finansowego, zwiększały gwarancje depozytów i złych aktywów. Pomoc rządowa na zwiększenie kapitałów wyniosła prawie 400 mld EUR, a ujawnione straty sięgnęły prawie 1 biliona EUR. W Polsce, aby przeciwdziałać kryzysowi, NBP opracował „Pakiet zaufania”. Rząd zmienił ustawę o Bankowym Funduszu Gwarancyjnym (podwyższenie gwarancji do 50 tys. EUR), utworzył „Plan stabilności i rozwoju”, przyjął ustawę, która zezwala na udzielanie wsparcia instytucjom finansowym przez Skarb Państwa.

W momencie rozpoczęcia kryzysu w Stanach Zjednoczonych stopy procentowe były na bardzo niskim poziomie. W grudniu 2008 r. komitet FOMC (Federal Open Market Comitee) obniżył stopy procentowe do poziomu bliskiego zera. Celem kolejnego cięcia była próba walki z największą recesją od 1937 r. W tym momencie stracono możliwość wykorzystania podstawowego narzędzia polityki pieniężnej do pobudzania gospodarki oraz kontroli inflacji. W nowej rzeczywistości pozostało zainteresowanie się polityką quantitative easing, nazywaną często przez B. Bernanke'a polityką credit easing (Blinder 2010).

FOMC zaczął jednak reagować na informacje płynące z rynków o zbliżającym się kryzysie gospodarczym znacznie wcześniej. Stopę funduszy federalnych zaczęto obniżać już od 18 września 2007 r., począwszy od wyjściowego poziomu 5,25%. Zapoczątkowany trend trwał aż do 30 kwietnia 2008 r., kiedy stopy procentowe znalazły się na poziomie 2%. Wtedy FOMC zdecydował się wstrzymać od dalszych cięć i obserwować rynki. Na początku roku 2008 FED zaczął sprzedawać obligacje skarbowe i kupować w zamian inne aktywa o mniejszej płynności. Taka zmiana w portfelu FED miała na celu zapewnienie wzrostu płynności na rynku, jednocześnie redukując premię za płynność.

Drugi rodzaj operacji charakterystycznych dla QE miał miejsce po stronie pasywów bilansu FED. Z pomocą przyszedł Skarb Państwa, który zaczął pożyczać na zapas środki i deponował nadwyżki na rachunkach banku centralnego. Były to jedynie operacje fiskalne, dzięki którym FED mógł zwiększyć poziom aktywów (poprzez zakup papierów wartościowych i zaciąganie krótkoterminowych kredytów, tzw. *discount widow loans*<sup>1</sup>, np. tzw. TAF – *Term Auction Facility*), nie zwiększając rezerw bankowych.

Podejście FED musiało jednak zmienić się, gdy upadł Lehman Brothers. FOMC wrócił do obniżania poziomu stóp procentowych na spotkaniu z 10 października 2008 r. i 16 grudnia wynosiły one już prawie zero. FED zaczął zwiększać bilans poprzez wzrost operacji pożyczkowych i rezerw bankowych. W ostatnim kwartale 2008 r. FED nie wahał się już pobudzać

zagregowanego popytu, gdyż w zaistniałej sytuacji nie było innego wyjścia. W ten sposób aktywa FED zwiększyły się z poziomu 907 mld USD w dniu 3 września 2008 r. do 2 214 mld USD w dniu 12 listopada 2008 r. FED kupował różne papiery wartościowe, których wcześniej nie nabywał (jak np. papiery komercyjne przedsiębiorstw), i udzielał pożyczek, jakich wcześniej nie posiadał wśród produktów (np. niebankowych). Po stronie pasywów zwiększono rezerwy bankowe z 11 mld USD aż do 595 mld USD w tym samym (wyżej wskazanym) okresie. W ostatnim dniu 2008 r. wyniosły one aż 860 mld USD.

W odpowiedzi na kryzys w latach 2008–2009 szef FED wyróżnił nowy program, który nazwał *credit easing*, aby w ten sposób odróżnić go od japońskiego stylu *quantitative easing*. W swoim wystąpieniu tłumaczył zasady nowego podejścia, które polegało głównie na zwiększeniu sumy bilansowej. W czystym podejściu QE skupia się na poziomie rezerw banków, które stanowią zobowiązania banku centralnego. Struktura kredytów i papierów wartościowych po stronie aktywów banku centralnego jest taka sama. Bank centralny w Japonii skupił się głównie na rezerwach banków. Podejście FED stanowczo różni się od japońskiego. Otóż amerykański bank centralny skupia się na odpowiednim zestawieniu kredytów i papierów wartościowych, które trzyma w swoim portfelu, i analizuje wpływ tej struktury na warunki kredytowe dla gospodarstw domowych i przedsiębiorstw.

Warto zwrócić uwagę, że jeszcze przed recesją FED utrzymywał w swoim portfelu papiery skarbowe na poziomie 700–800 mld USD. Pod koniec listopada 2008 r. FED zaczął inwestować w MBS (*mortgage back securities*) w wysokości 600 mld USD. Do marca 2009 r. wartość utrzymanych w bilansie MBS i papierów skarbowych (łącznie z długiem bankowym – *bank debt*) wyniosła 1,75 bln USD, a szczytowy poziom tych aktywów przypadł na czerwiec 2010 r. – 2,1 bln USD (Censky 2010). Kolejne zakupy zostały wstrzymane ze względu na poprawę koniunktury. Wraz z zapadalnością długu wartość posiadanych aktywów malała. W sierpniu 2010 r. FED postanowił ponownie podjąć temat polityki QE, ponieważ gospodarka nie rozwijała się w zakładanym tempie. Wynikało to głównie z faktu, że banki nie pożyczały tak dużo, jak zakładano. Celem, do którego dążył FED, było utrzymanie wkładów w wysokości 2,054 bln USD. Aby utrzymać zakładany poziom, FED zainwestował 30 mld USD w 2–10 letnie obligacje skarbowe. W listopadzie 2010 r. FED ogłosił ponowne wykorzystanie polityki QE poprzez zakup skarbowych papierów wartościowych (*treasury securities*) o wartości 600 mld USD do końca drugiego kwartału 2011 r. Druga runda zastosowania polityki *quantitative easing* była znana jako QE2. FED liczył, że pobudzi inflację poprzez zwiększenie podaży pieniądza. Wzrost inflacji miał z kolei pobudzić wzrost ekonomiczny. Wynika to z logicznego założenia, iż ludzie są bardziej skłonni kupować dobra konsumpcyjne teraz, po aktualnych cenach, spodziewając się w przyszłości szybkiego wzrostu cen.

Taka polityka pieniężna podyktowana była obawami Systemu Rezerwy Federalnej, że osłabienie działalności gospodarczej spowoduje deflację. Nastawienie inwestorów było zgoła inne. Nie obawiali się oni deflacji, a raczej faktu,

że działania FED przekroczą zakładany cel inflacyjny w wysokości 2%, a nawet doprowadzą do hiperinflacji. Dlatego, kiedy została ogłoszona druga runda QE, wielu inwestorów zaczęło kupować tzw. TIPS-y (*treasury inflation protected securities*). Inni zaczęli inwestować w złoto lub standardowy hedging przeciwko inflacji. We wrześniu 2011 r. FED wprowadził Operation Twist (Inman 2011). Proces był podobny do QE2 z dwoma wyjątkami. Po pierwsze, po wygaśnięciu krótkoterminowych bonów skarbowych FED kupił długoterminowe obligacje. Po drugie, FED zintensyfikował zakup MBS. Obydwie transakcje kupna były przeprowadzone w celu wsparcia rynku mieszkaniowego. Skąd pomysł na takie kroki? W ciągu dwóch ostatnich lat FED, prowadząc politykę QE, zakupił obligacje rządowe za 1,65 bln USD. Zapadalność niektórych z nich przypada za rok lub dwa, niektórych znacznie później, bo aż za 30 lat. Jeśli FED zacznie handlować obligacjami krótkoterminowymi w większym stopniu niż długookresowymi ich alternatywami, popyt na długoterminowe papiery wartościowe znacznie przewyższy ich podaż. W efekcie podniesie to ceny obligacji, przez co spadnie ich rentowność. Niższa rentowność długoterminowych obligacji prowadzić będzie do obniżenia oprocentowania 25-letnich kredytów hipotecznych, kredytów samochodowych i innych kredytów bankowych.

## 6. Zakończenie

Polityka pieniężna stanowi podstawę dla prawidłowego funkcjonowania państwa. To dzięki odpowiednim wytycznym banków centralnych gospodarki mogą prawidłowo funkcjonować, odnotowując wzrost przy stabilnym poziomie cen. W związku z tym, że wypracowanie wysokiego wzrostu gospodarczego wiąże się z działalnością przedsiębiorstw oraz aktywnością konsumpcyjną gospodarstw domowych, tak wiele zależy od prawidłowego ustalenia narzędzi polityki na właściwym poziomie, np. stóp procentowych. Właśnie kontrolowanie podaży pieniądza, dzięki wykorzystaniu pośrednich narzędzi, jest tak ważnym zadaniem banków centralnych. W sytuacjach stabilizacji, przewidzianych w modelach makroekonomicznych, oczywiste stają się kierunki i sposoby prowadzenia polityki pieniężnej. Jednak znane podejścia mogą nie wystarczyć w sytuacjach kryzysowych.

W czasie kryzysu finansowego banki centralne zmieniły podejście w prowadzeniu polityki pieniężnej. Dotychczasowe cele i narzędzia stały się niewystarczające. W większym stopniu skupiono się na ochronie stabilności rynków oraz na pobudzaniu wzrostu gospodarczego. Nowe strategie miały przede wszystkim obniżyć koszty pozyskania finansowania dla podmiotów ekonomicznych.

W takiej rzeczywistości znalazły się Stany Zjednoczone, a wraz z nimi rynki światowe. Wielokrotnie osłabiane w ostatniej dekadzie (ataki terrorystyczne, kataklizmy, problemy na rynku nieruchomości) Stany Zjednoczone musiały podjąć decyzję, jakiego rodzaju kroki podjąć. Przy bardzo niskich stopach procentowych jedynym wyjściem okazało się wprowadzenie polityki quantitative

easing, wykorzystanej już wcześniej w Japonii. Po wprowadzeniu dwóch rund QE szef banku centralnego zdecydował się na wprowadzenie Operation Twist. Czy wybory te okazały się słuszne? Czas pokaże, gdyż jest jeszcze za wcześnie, aby ostatecznie osądzić poczynione kroki. Jedno jest natomiast pewne. Podejmowane przez FED decyzje mają niezwykle duże znaczenie dla przedsiębiorstw funkcjonujących nie tylko w Ameryce, ale także na całym świecie. To z racji dużego znaczenia Stanów Zjednoczonych w kontaktach handlowych a także ze względu na wielkość powiązań z innymi krajami, decyzje FED nie przesądzają o losach tylko Stanów Zjednoczonych, ale także o rynkach globalnych.

W literaturze przedmiotu zwraca się uwagę, że stabilność cen nie wystarczy do osiągnięcia stabilności finansowej. W dobie załamań na rynkach światowych, niestabilności i nieprzewidywalności mechanizmów gospodarczych należy szukać innych rozwiązań. Polityka pieniężna wywiera duży wpływ na sytuację na rynkach światowych także poprzez wpływanie na ceny aktywów w bilansach podmiotów gospodarczych. Utrzymywanie niskich stóp przez dłuższy czas zwiększa ryzyko banków, co znajduje swoje odzwierciedlenie w warunkach finansowych dostępnych na rynku. Ostatni kryzys pokazał, że dotychczas stosowane narzędzia polityki pieniężnej są niewystarczające w dobie kryzysu. Z tego względu należy brać pod uwagę także takie rozwiązania jak wpływanie na bilans podmiotów ekonomicznych, na czym opierało się nowe podejście stosowane w polityce pieniężnej, a mianowicie quantitative easing.

#### **Informacje o autorce**

**Mgr Katarzyna Nagraba** – doktorantka w Kolegium Nauk o Przedsiębiorstwie Szkoły Głównej Handlowej w Warszawie oraz analityk klienta korporacyjnego w ING Banku Śląskim SA. E-mail: knagraba@gmail.com.

#### **Przypisy**

- <sup>1</sup> Instrument polityki pieniężnej (zazwyczaj kontrolowany przez banki centralne), który pozwala instytucjom o dobrej kondycji finansowej pożyczyć pieniądze od banku centralnego, zazwyczaj na krótki okres, w celu zaspokojenia okresowych braków płynności spowodowanych przez zakłócenia wewnętrzne lub zewnętrzne.

#### **Bibliografia**

- Akasio, J. 2011. Bernanke Announcement Could Be Best Part Of QE3. *International Business Times*, 30.08.2011.
- Amadeo, K. 2011. *What Is Quantitative Easing?* About.com Guide, useconomy.about.com/od/glossary/g/Quantitative-Easing.htm, odczyt: 15.02.2012.
- Bebenroth, R. i U. Vollmer 2007. Bank of Japan versus Eurosystem. A Comparison of Monetary Policy Institutions and Conduct in Japan and in the Euro Area. *Intereconomics*, DOI: 10.1007/s10272-006-0203-6.

- Begg, D., Fischer, S. i R. Dornbusch 2007. *Makroekonomia*, Warszawa: Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne.
- Blinder, A.S. 2010. Quantitative Easing: Entrance and Exit Strategies. *Princeton University CEPS Working Paper*, nr 204 (marzec).
- Bowman, D., Cai, F., Davies, S. i S. Kami 2011. Quantitative Easing and Bank Lending: Evidence from Japan Board of Governors of the Federal Reserve System. *International Finance Discussion Papers*, nr 1018.
- Censky A. 2010. QE2: Fed Pulls the Trigger. *CNNMoney.com*, 3.11.2010.
- CNBC 2010. *Is quantitative easing working?* reportaż telewizyjny, 12.02.2012.
- Duygan-Bump, B., Parkinson, P.M., Rosengren, E.S., Gustavo A.S. i P.S. Willen 2010. How Effective Were the Federal Reserve Emergency Liquidity Facilities? *Quantitative Analysis Unit Working Paper*, nr QAU10-3, Federal Reserve Bank of Boston.
- Eggertsson, G.B. 2008. Liquidity trap, w: S.N. Durlauf i L.E. Blume (red.). *The New Palgrave Dictionary of Economics*, Second Edition.
- Fujiki, H., Okina, K. i S. Shiratsuka 2001. Monetary Policy under Zero Interest Rate: Viewpoints of Central Bank Economists. *Monetary and Economic Studies*, nr 1 (19).
- Girardin, E. i Z. Moussa 2010. Quantitative Easing Works: Lessons from the Unique Experience in Japan 2001–2006. *GREQAM*, s. 1–18.
- Hadas, E. i H. Dixon 2009. Quantitative Easing: A Therapy of Last Resort. *The New York Times*, [www.nytimes.com/2009/01/11/business/worldbusiness/11iht-views12.1.19248009.html](http://www.nytimes.com/2009/01/11/business/worldbusiness/11iht-views12.1.19248009.html), odczyt: 20.05.2012.
- Hörmann, M. 2010. *When is Quantitative Easing Effective?* Andreas Schabert Duisenberg School of Finance – Tinbergen Institute Discussion Paper.
- Inman, P. 2011. Moody's Sounds Note of Caution while Bernanke Promises Support for US Economy. *The Guardian*, 14.07.2011.
- Inman, P. 2011. What is Operation Twist? *The Guardian*, [www.guardian.co.uk/business/2011/sep/21/operation-twist-federal-reserve-gamble-us-economic-stimulus](http://www.guardian.co.uk/business/2011/sep/21/operation-twist-federal-reserve-gamble-us-economic-stimulus).
- Kasprzak, E. 2011. *Gwałtowna reakcja na "Operation Twist"*, [biznes.interia.pl/news/gwaltowna-reakcja-na-operation-twist,1698283](http://biznes.interia.pl/news/gwaltowna-reakcja-na-operation-twist,1698283), odczyt: 20.05.2012.
- Konstantinos, V. i R.A. Werner 2011. *New Evidence on the Effectiveness of 'Quantitative Easing' in Japan*, Centre for Banking, Finance and Sustainable Development, School of Management, University of Southampton, The Center for Financial Studies (CFS).
- Nojszewska, E. 2005. *Podstawy ekonomii*, Warszawa: Wydawnictwo Szkolne i Pedagogiczne.
- Samuelson, P.A. i W.D. Nordhaus 2004. *Ekonomia*, t. 2, Warszawa: PWN.
- Sobaś, D. 2010. Kryzys na rynku kredytów hipotecznych w USA, w: A. Szablewski (red.) *Zmienność rynków a wartość przedsiębiorstw*, s. 71–73. Warszawa: Poltex.
- Taylor, J.B. i J.C. Williams 2009. A Black Swan in the Money Market. *American Economic Journal: Macroeconomics*, DOI: 10.1257/mac.1.1.58.
- Werner, R.A. 2000. *New Paradigm in Macroeconomics: Solving the Riddle of Japanese Macroeconomic Performance*, DOI: 10.1057/9780230506077.

#### Inne

- Oficjalna strona Banku Centralnego Japonii: [www.boj.or.jp/en](http://www.boj.or.jp/en).
- Oficjalna strona Banku Centralnego Wielkiej Brytanii: [www.bankofengland.co.uk](http://www.bankofengland.co.uk).
- Oficjalna strona Europejskiego Banku Centralnego: [www.ecb.int](http://www.ecb.int).
- Oficjalna strona FED: [www.federalreserve.gov](http://www.federalreserve.gov) oraz strona edukacyjna FED [www.federalreserveeducation.org](http://www.federalreserveeducation.org).
- Oficjalna strona KNF: [www.knf.gov.pl](http://www.knf.gov.pl).
- Oficjalna strona NBP: [www.nbp.pl](http://www.nbp.pl).
- Artykuły z: *New York Times*, *The Guardian*, *BBC News*, *The Economist*, *Financial Times*, ogólnodostępne oświadczenia i wykłady Bena Bernanke'a w sprawie quantitative easing oraz Alana S. Blindera (lista artykułów dostępna u autorki publikacji).