

Nowe tendencje w polityce pieniężnej po kryzysie finansowym 2008–2012

Dariusz K. Rosati*

Streszczenie: *Cel* – Syntetyczne omówienie niekonwencjonalnych instrumentów, które zostały albo zastosowane albo miały być zastosowane w polityce pieniężnej wybranych banków centralnych. omówiono politykę zerowych i ujemnych nominalnych stóp procentowych, politykę luzowania ilościowego (QE), politykę „pieniędzy z helikoptera” (*helicopter money*) oraz politykę „wytycznych na przyszłość” (*forward guidance*). *Metodologia badania* – Analiza dokumentów ECB, baz Eurostat i OECD oraz Fed. *Oryginalność/wartość* – Zaproponowanie modyfikacji strategii bezpośredniego celu inflacyjnego.

Słowa kluczowe: kryzys finansowy, polityka „pieniędzy z helikoptera”, polityka luzowania ilościowego, polityka „wytycznych na przyszłość”, polityka zerowych i ujemnych nominalnych stóp procentowych

Wprowadzenie

Kryzys finansowy, zapoczątkowany upadkiem amerykańskiego banku inwestycyjnego Lehman Brothers we wrześniu 2008 roku, spowodował zablokowanie rynku międzybankowego w USA. Wzrost ryzyka niewypłacalności skłonił banki do drastycznego ograniczenia skali wzajemnie udzielanych pożyczek. Międzynarodowe powiązania finansowe istniejące pomiędzy poszczególnymi rynkami finansowymi spowodowały, że kryzys płynności w amerykańskim sektorze bankowym rozprzestrzenił się szybko na systemy bankowe w pozostałych krajach rozwiniętych. Niektóre banki, a zwłaszcza te, które na dużą skalę wykorzystywały w finansowaniu krótkoterminowe pożyczki międzybankowe, stanęły w obliczu niewypłacalności. Pojawiło się ryzyko systemowego krachu w sektorze bankowym (Rosati 2009).

Konsekwencją kryzysu finansowego był kryzys gospodarczy. Brak płynności i straty na aktywach zmusiły banki komercyjne do ograniczenia udzielania kredytów do sektora realnego. Pojawiło się zjawisko tzw. zapaści kredytowej (*credit crunch*). Skutkiem ograniczenia finansowania bankowego i wzrostu niepewności była głęboka recesja, która doprowadziła w 2009 roku do spadku produkcji w krajach rozwiniętych średnio o ok. 4%.

Reagując na niedobór płynności, banki centralne poszczególnych krajów agresywnie luzowały politykę pieniężną, obniżając szybko stopy procentowe i zwiększając podaż pieniądza poprzez operacje otwartego rynku. Jednak ta ekspansywna polityka pieniężna nie

* prof. dr hab. Dariusz K. Rosati, Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, e-mail: dariusz.rosati@sgh.waw.pl.

przynosiła oczekiwanych rezultatów. Gospodarki krajów rozwiniętych nie powróciły na ścieżkę szybkiego wzrostu, a poziomy bezrobocia pozostawały nadal wysokie. Ten brak reakcji skłonił do podjęcia działań wykraczających poza konwencjonalny zestaw instrumentów polityki pieniężnej. Banki centralne w krajach rozwiniętych nie tylko zwiększały skalę operacji *repo* zasilających system bankowy w płynność i obniżyły podstawowe stopy procentowe niemal do zera, ale jednocześnie wydłużały terminy zapadalności tych operacji i rozszerzały katalog aktywów finansowych akceptowanych jako zabezpieczenie pożyczek (*collateral*). Podjęły też – na różną skalę – bezwarunkowy skup aktywów na rynku finansowym w ramach tzw. operacji *outright*, zwiększając sumę posiadanych aktywów w swoich bilansach ponad trzykrotnie, co oznaczało również duży wzrost podaży pieniądza rezerwowego. Wszystkie te działania miały na celu zwiększenie zasobów płynności w posiadaniu banków komercyjnych, obniżenie ryzyka niewypłacalności oraz skłonienie banków do zwiększenia kredytu do sektora realnego, aby przywrócić wzrost gospodarczy.

W tabeli 1 pokazano, że średnie stopy wzrostu PKB w strefie euro, w USA i w Wielkiej Brytanii w okresie po kryzysie (2010–2015) były wyraźnie niższe niż w okresie przed kryzysem (1996–2007). Dotyczy to zwłaszcza gospodarek strefy euro, gdzie średnia stopa wzrostu obniżyła się o dwie trzecie. W efekcie dopiero w 2014 roku produkcja w strefie euro przekroczyła poziom z 2007 roku, ale ożywienie pozostawało bardzo anemiczne. Produkcja w Wielkiej Brytanii i Japonii przekroczyła poziom przedkryzysowy po sześciu latach (w 2013 r.), i jedynie w USA powrót na ścieżkę wzrostu był szybszy, a ożywienie bardziej dynamiczne. Tabela 1 pokazuje także, że tej słabej aktywności gospodarczej towarzyszyła bardzo niska inflacja, która pomimo bardzo niskiej ceny pieniądza i „pompowania” płynności do gospodarek, utrzymywała się w latach 2010–2015 wyraźnie poniżej celu inflacyjnego w większości krajów, a w niektórych krajach pojawiły się nawet tendencje deflacyjne.

Tabela 1

Średnie stopy wzrostu PKB i średnie stopy inflacji w głównych gospodarkach rozwiniętych w latach 1996–2007 i 2010–2015

Kraj	PKB		Inflacja	
	1996–2007	2010–2015	1996–2007	2010–2015
Strefa euro	2,3	0,8	1,9	1,4
USA	3,2	2,1	2,5	1,7
Japonia	1,2	1,3	-0,0	0,5
Wielka Brytania	3,0	2,0	1,6	2,4

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Eurostat i OECD.

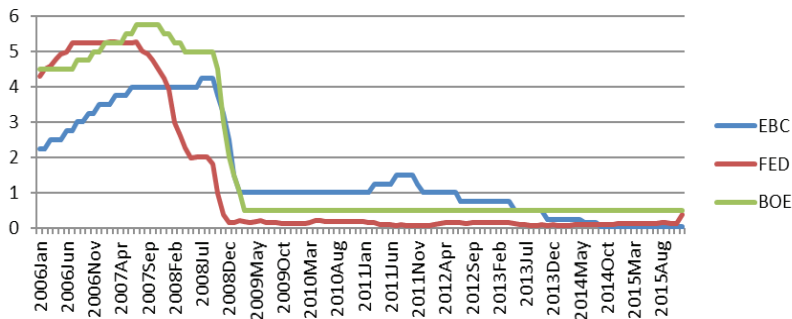
Zarówno niskie tempo ożywienia gospodarczego, jak i niskie stopy inflacji świadczyły o nieskuteczności tradycyjnych instrumentów polityki pieniężnej w pobudzaniu aktywności

gospodarczej¹. W tej sytuacji banki centralne w wielu krajach rozwiniętych sięgnęły po niekonwencjonalne działania, między innymi obniżenie podstawowych stóp procentowych do zera i tzw. luzowania ilościowe (*quantitative easing* – QE). Celem artykułu jest syntetyczne omówienie tych niekonwencjonalnych instrumentów, które zostały zastosowane albo miały być zastosowane w polityce pieniężnej wybranych banków centralnych. Kolejno omówiono politykę zerowych i ujemnych nominalnych stóp procentowych, politykę luzowania ilościowego (QE), politykę „pieniędzy z helikoptera” (*helicopter money*) oraz politykę „wytucznych na przyszłość” (*forward guidance*). W końcowej części tekstu dokonano również przeglądu proponowanych modyfikacji strategii bezpośredniego celu inflacyjnego (BCI).

1. „Zerowa dolna granica” i ujemne nominalne stopy procentowe

1.1. Problem „zerowej dolnej granicy”

Na rysunku 1 pokazano, że między sierpniem 2008 a marcem 2009 roku podstawowe stopy procentowe w głównych krajach rozwiniętych zostały drastycznie obniżone, i od tego czasu aż do połowy 2016 roku pozostawały na historycznie niskim poziomie, w przedziale od zera do 0,5% w skali rocznej. Niektóre banki centralne (strefa euro, Szwajcaria, Dania) wprowadziły ujemne stopy od depozytów utrzymywanych przez banki komercyjne na rachunkach w banku centralnym, a nawet obniżyły też podstawowe stopy procentowe poniżej zera (Szwecja, Szwajcaria)².



Rysunek 1. Podstawowe stopy procentowe banków centralnych w USA, Wielkiej Brytanii i w strefie euro, 2006–2015 (%), stan na koniec miesiąca)

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych banków centralnych.

¹ Jako jedną z głównych przyczyn tego stanu rzeczy wymienia się wysoki poziom zadłużenia i dążenie przedsiębiorstw i gospodarstw domowych do obniżenia długu (delewarowanie – zob. Eggertson, Krugman 2010; Gros 2012). Hall (2013) szacuje koszt delewarowania w sektorze *households in US* na poziomie 5–6% poziomu konsumpcji.

² Niektórzy autorzy zalecają, aby w obliczu ryzyka „zerowego limitu” konwencjonalna polityka pieniężna została podporządkowana zasadzie „niżej na dłużej” (*lower for longer*), która nakazuje agresywnie obniżać stopy i utrzymywać je na niskim poziomie dłużej niż oczekują tego rynki (Williams 2014).

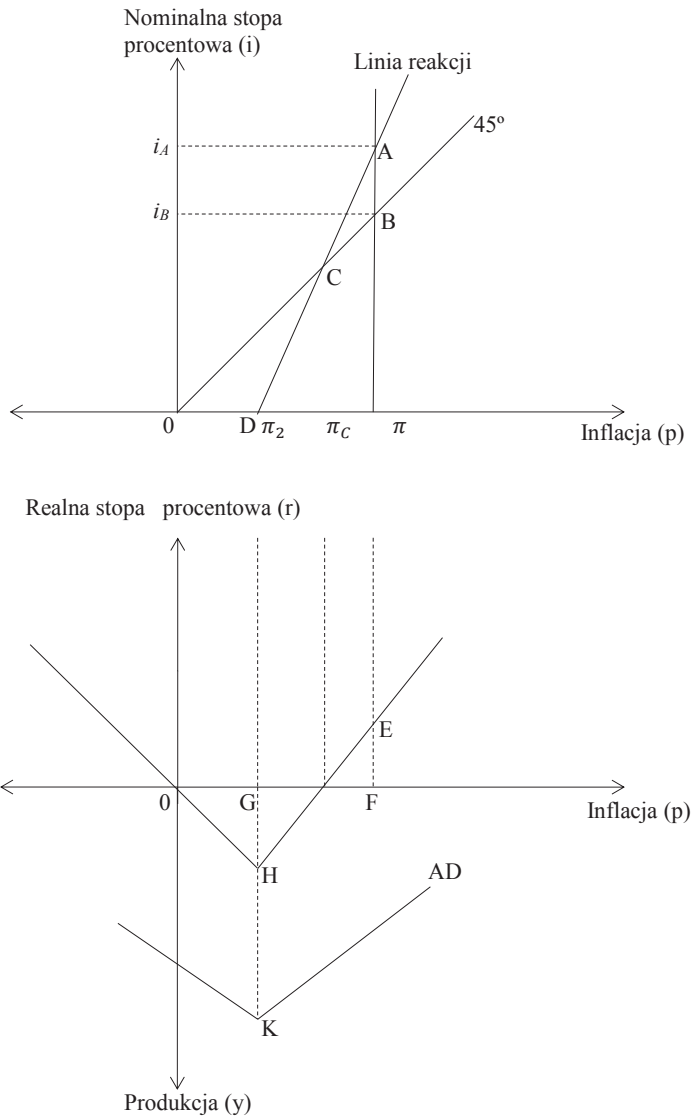
Gdy nominalne stopy procentowe są bliskie zeru, bank centralny traci możliwość dalszego luzowania polityki pieniężnej tradycyjnymi instrumentami, dlatego że – zgodnie z konwencjonalną teorią ekonomii – nominalna cena pieniądza zasadniczo nie może być ujemna (Buiter 2009; Woodford 2012; Hall 2013). W tych warunkach jakkolwiek dalszy spadek inflacji powoduje wzrost realnych stóp procentowych, a to z kolei – dalszy spadek popytu i wydatków oraz dalszy spadek inflacji. Prędzej czy później pojawia się deflacja, która jeszcze bardziej podnosi realne stopy procentowe, utrudniając gospodarce wyjście z recesji.

Wyzwanie, jakie staje przed polityką pieniężną w obliczu dojścia do „zerowej dolnej granicy” (*zero lower bound*), czyli w sytuacji gdy nominalne stopy zbliżają się do zera, zilustrowano na rysunku 2. Górna część rysunku pokazuje kształtowanie się nominalnej stopy procentowej w zależności od poziomu inflacji, gdy bank centralny stosuje regułę celu inflacyjnego i zmienia stopę procentową zgodnie z zasadą Taylora³. Linia 45° jest linią zerowej realnej stopy procentowej, ponieważ na tej linii nominalna stopa procentowa jest równa stopie inflacji, a linia ACD jest linią reakcji banku centralnego na zmiany inflacji. Bank centralny wybiera jakiś (dodatni) cel inflacyjny, na przykład na poziomie π , oraz spójną z tym celem nominalną stopę procentową i_A , zapewniającą realną stopę procentową równą odcinkowi AB. Gdy inflacja przekracza cel inflacyjny ($p > \pi$), bank centralny zaostrza politykę pieniężną, podnosząc nominalne stopy procentowe bardziej niż rośnie inflacja, tak aby wzrosły także realne stopy procentowe. Gdy natomiast inflacja spada poniżej celu inflacyjnego ($p < \pi$), bank łagodzi politykę pieniężną obniżając nominalne stopy procentowe bardziej niż spada inflacja, tak aby realne stopy procentowe także spadły.

Gdy inflacja spada poniżej π_C , nominalne stopy procentowe zbliżają się do zera, a stopy realne stają się ujemne. Kształtowanie realnej stopy procentowej pokazane jest na dolnej części rysunku 1. Od punktu D dalsze obniżanie stóp nominalnych zasadniczo nie jest już możliwe. Wówczas dalszy spadek inflacji, poniżej poziomu π_2 , powoduje wzrost realnych stóp procentowych. Linia realnej stopy procentowej zmienia nachylenie z opadającego na rosnące. W punkcie H realna stopa procentowa jest maksymalnie ujemna, równa odcinkowi GH, ale następnie, w miarę dalszego obniżania inflacji – przy stałej zerowej nominalnej stopie procentowej – zaczyna rosnąć w tempie równym spadkowi inflacji (nachylenie 45°).

Zmiany realnej stopy procentowej wywołują zmiany produkcji poprzez wpływ na zagregowany popyt. Linia zagregowanego popytu AD jest w normalnych warunkach krzywą opadającą, ponieważ popyt rośnie w miarę spadku inflacji i spadku realnych stóp procentowych. Jednak w punkcie H następuje zmiana zależności i stopy realne zaczynają rosnąć w wyniku spadku inflacji przy zerowej stopie nominalnej, i w konsekwencji następuje

³ Zasada Taylora (*Taylor principle*) polega na bardziej niż proporcjonalnej reakcji polityki pieniężnej na zmiany oczekiwanej inflacji. Gdy oczekiwana inflacja rośnie o jeden punkt procentowy, bank centralny – *ceteris paribus* – powinien podnieść nominalne stopy procentowe o więcej niż jeden punkt procentowy. Oznacza to, że wzrost inflacji wymaga wzrostu realnych stóp procentowych, aby sprowadzić inflację z powrotem do celu (zob. Davig, Leeper 2007).

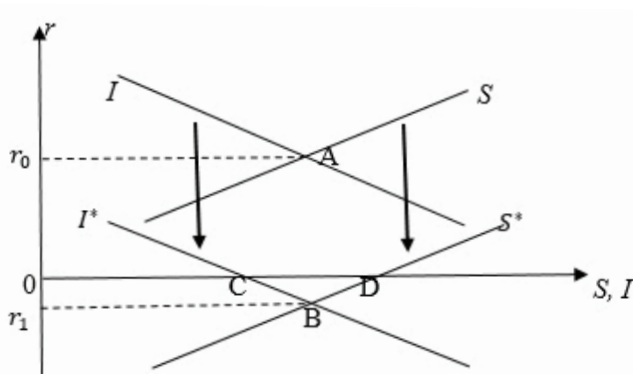


Rysunek 2. Wpływ niskiej inflacji na realne stopy procentowe, zagregowany popyt i produkcję
 Źródło: opracowanie własne.

spadek produkcji. W dolnej części rysunku 2 widoczne jest, że krzywa AD zmienia nachylenie w punkcie K z ujemnego na dodatnie. Gdy nominalne stopy procentowe zbliżą się do zera, dalsze ich obniżanie jest niemożliwe (Taylor 2000). Osiągnięcie „zerowej dolnej granicy” powoduje, że konwencjonalna polityka pieniężna przestaje być skuteczna.

1.2. Ujemne nominalne stopy procentowe

W tej sytuacji powstaje pytanie, czy i ewentualnie co jeszcze mogą zrobić banki centralne, aby pobudzić wzrost gospodarczy i przybliżyć inflację do celu inflacyjnego. W normalnych warunkach bank centralny stosuje operacje otwartego rynku na ogół dla utrzymania pożądanego poziomu rynkowej stopy procentowej, natomiast wielkość rezerw w posiadaniu banków komercyjnych ma mniejsze znaczenie. Gdy nominalne stopy procentowe są wyraźnie wyższe od zera, bank centralny może zawsze je obniżyć, jeśli chce poluzować politykę pieniężną. Jednak gdy stopy procentowe są już bliskie lub równe zeru, możliwości luzowania polityki drogą dalszego obniżania stóp procentowych wyczerpują się, ponieważ – zgodnie z konwencjonalną teorią polityki pieniężnej – nominalne stopy procentowe nie mogą spaść poniżej zera. W szczególności uważano, że nominalne stopy procentowe na depozytach nie mogą być ujemne, ponieważ wówczas opłaca się trzymać gotówkę zamiast depozytów bankowych. Uważano też, że nominalne stopy procentowe od pożyczek udzielanych przez bank centralny także nie mogą być ujemne, bo oznaczałoby to konieczność dopłacania do pożyczek udzielanych bankom komercyjnym. Jednak zawirowania na rynkach finansowych w latach 2014–2015 efektywnie obaliły przekonanie, że stopy procentowe nie mogą być ujemne.



Rysunek 3. Wielorakie równowagi na rynku oszczędności i inwestycji

Źródło: opracowanie własne.

Możliwość wystąpienia na rynku ujemnych stóp procentowych można wyjaśnić przy pomocy rysunku 3, na którym podaż oszczędności S jest rosnącą funkcją stopy procentowej, a popyt na oszczędności – czyli inwestycje I – jest malejącą funkcją stopy procentowej. Początkowym punktem równowagi jest A, gdzie $S = I$, a stopą procentową równowagi jest r_0 . Jednak w warunkach kryzysu położenie krzywych S i I ulega zmianie – obie krzywe przesuwają się w dół. Dla każdego danego poziomu stopy procentowej oszczędności są teraz wyższe, a inwestycje niższe, ze względu na niepewność co do poziomu przyszłych

dochodów. W przypadku dostatecznie głębokiego załamania zaufania na rynkach, nowa równowaga między podażą oszczędności i popytem na oszczędności może ustalić się w punkcie B – dla ujemnego poziomu stopy procentowej r_1 . Jeśli jednak bank centralny nie zechce obniżyć stóp procentowych poniżej zera, podaż oszczędności będzie wyższa niż popyt o wielkość odcinka CD. Jeśli nowe położenie krzywych S^* i I^* jest względnie trwałe, nierównowaga też będzie względnie trwała i gospodarka może znaleźć się w okresie długo-trwałej stagnacji – stagnacji sekularnej (*secular stagnation* – Summers 2013).

Jak jednak wiadomo, poczynając od 2013 roku banki centralne w niektórych krajach wprowadziły ujemne stopy procentowe od jednodniowych depozytów bankowych. Na przykład, na koniec grudnia 2014 roku stopa oprocentowania krótkoterminowych depozytów trzymanyh przez banki komercyjne w banku centralnym wynosiła w Danii $-0,2\%$, w Szwajcarii $-0,25\%$, w Szwecji $-0,75\%$, i w strefie euro $-0,2\%$. Na koniec grudnia 2015 roku stopy te jeszcze bardziej spadły – odpowiednio – do $-0,65\%$ w Danii, $-0,75\%$ w Szwajcarii, $-1,25\%$ w Szwecji i $-0,40\%$ w strefie euro.

Wyjaśnienie akurat tego zjawiska jest stosunkowo proste. Alternatywa w postaci zamiany depozytów na gotówkę jest realistyczna tylko w przypadku detalicznych klientów, trzymających w bankach relatywnie niewielkie depozyty. Natomiast dla banków, które zarządzają często płynnymi środkami o równowartości setek milionów euro lub więcej, zamiana depozytów na pieniądź gotówkowy po prostu nie wchodzi w rachubę, ze względu na ogromne koszty związane z transportem, przechowywaniem i zabezpieczeniem tak dużych kwot gotówki. Również przejście na gotówkowe rozliczenia codziennych transakcji zaciągania i spłacania pożyczek na rynku międzybankowym wiązałyby się z wielkimi kosztami. W takiej sytuacji banki są gotowe dopłacać do depozytów utrzymywanych w banku centralnym, aby tych kosztów uniknąć. Nie ma bowiem praktycznej alternatywy dla utrzymywania rezerw w banku centralnym. Ujemna stopa depozytowa staje się więc czymś w rodzaju opłaty za możliwość bezpiecznego przechowywania środków płynnych. Ponadto, ujemne stopy depozytowe są konieczne w sytuacji, gdy podstawowa stopa refinansowa zostaje zredukowana do zera. Jak pamiętamy, stopa depozytowa pełni funkcje dolnego limitu przedziału wahań stóp procentowych na rynku międzybankowym. Gdy stopa podstawowa zostaje obniżona do zera, stopa depozytowa musi spaść wyraźnie poniżej zera, aby zapewnić odpowiednią szerokość tego przedziału.

Na przełomie lat 2014–2015 niektóre banki centralne obniżyły również podstawowe stopy procentowe poniżej zera. W październiku 2014 roku bank centralny Szwecji jako pierwszy obniżył stopę procentową od operacji *repo* do poziomu $-0,10\%$. W jego ślady poszedł Szwajcarski Bank Narodowy, obniżając na początku stycznia 2015 roku podstawową stopę procentową (stopę *repo*) najpierw do przedziału $-0,75$ – $-0,25\%$, a następnie – od połowy stycznia – do przedziału $-1,25$ – $-0,25\%$. W połowie 2016 roku podstawowe stopy procentowe w Szwecji i w Szwajcarii wynosiły odpowiednio $-0,50$ i $-0,73\%$. Oznacza to, że banki centralne w tych krajach dopłacają do krótkoterminowych pożyczek udzielanych bankom komercyjnym. Główną przyczyną tej nietypowej sytuacji jest oczywiście przewlekła stagnacja

w wielu krajach europejskich i próba zachęcenia banków komercyjnych do zwiększenia skali akcji kredytowej dla gospodarki poprzez ułatwienie im refinansowania się w banku centralnym. W obu sytuacjach – zarówno w odniesieniu do depozytów, jak i do operacji *repo* – ujemne nominalne stopy procentowe są składnikiem wyjątkowo ekspansywnej polityki pieniężnej prowadzonej przez większość banków centralnych w latach 2013–2015⁴.

Ujemne stopy procentowe pojawiły się także na rynku papierów wartościowych. Jak pokazano w tabeli 2, na koniec grudnia 2015 roku rynkowe rentowności rządowych obligacji o okresie zapadalności od dwóch do pięciu lat w wielu krajach europejskich były ujemne. W przypadku Szwajcarii, ujemne rentowności były notowane także dla obligacji 10-letnich w Niemczech. Powstaje oczywiście pytanie, dlaczego inwestorzy są gotowi w pełni świadomie kupować papiery wartościowe o ujemnej dochodowości?

Tabela 2

Rentowności obligacji rządowych w wybranych krajach europejskich, notowania na koniec grudnia 2015 roku (%)

Maturity	CH	DE	NL	AT	FI	FR	UK
2Y	-0,811	-0,350	-0,351	-0,274	-0,322	-0,307	0,599
5Y	-0,713	-0,096	-0,080	-0,083	-0,032	0,053	1,218
10Y	-0,164	0,550	0,702	0,820	0,836	0,894	1,832

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Eurostat i OECD.

Można wskazać na co najmniej kilka przyczyn takiego zachowania. Jedną z nich jest brak bezpiecznej, dostępnej alternatywy do inwestowania ogromnych kwot, jakimi dysponują inwestorzy, zwłaszcza instytucjonalni (wielkie fundusze emerytalne, ubezpieczeniowe i inwestycyjne). Jak już zauważyliśmy, trzymanie gotówki jest niepraktyczne i kosztowne, a z kolei kupowanie obligacji rządowych innych krajów jest w sytuacji przewlekłego kryzysu traktowane jako obciążone zbyt dużym ryzykiem. Gdy więc można „przechować” pieniądze w bezpiecznych papierach, inwestorzy gotowi są nawet ponieść dodatkowe koszty. Innym powodem jest deflacja, która na przełomie 2014 i 2015 roku zagościła w wielu krajach europejskich, w tym w strefie euro. Gdy ceny spadają, niewielkie ujemne rentowności wciąż mogą zapewnić niewielką dodatnią stopę przychodu w kategoriach realnych. Jeszcze inną przyczyną mogą być przewidywania aprecjacji waluty, w jakiej denominowane są obligacje. Jeśli inwestorzy przewidują umocnienie się kursu euro lub franka szwajcarskiego, są gotowi akceptować ujemne rentowności licząc na zyski z aprecjacji tych walut. Wreszcie, zapowiedź rozpoczęcia na początku 2015 roku przez Europejski Bank Centralny skupu aktywów finansowych na szeroką skalę, w ramach tzw. luzowania ilościowego (QE), powoduje oczekiwania wzrostu cen tych aktywów, w tym obligacji skarbowych. Antycypując

⁴ Na ryzyka związane z polityką bardzo niskich stóp procentowych wskazują m.in. Rzońca (2014) oraz Rzońca i Ciżkowicz (2014).

te zakupy, inwestorzy kupują więc obligacje licząc na to, że będą je mogli korzystnie odsprzedać EBC w nieodległej przyszłości. Powoduje to wzrost cen obligacji i dalszy spadek ich rentowności. Wszystkie wymienione przyczyny mają oczywiście charakter przejściowy – w perspektywie kilku lat nominalne stopy procentowe z pewnością powrócą do dodatnich poziomów.

Wydarzenia lat 2014–2015 w zasadniczy sposób podważyły jednak ugruntowane od lat przekonanie o istnieniu „zerowej dolnej granicy” (*zero lower bound*) dla stóp procentowych. Okazało się, że nominalne stopy procentowe – i to zarówno stopy rynkowe, jak i stopy banku centralnego – mogą przyjmować wartości ujemne, i to w dłuższych okresach czasu (oczywiście, tym bardziej dotyczy to realnych stóp procentowych). Dolna granica prawdopodobnie nadal istnieje, ale jest jednak wyraźnie niższa od zera – być może nawet o 2–3 p.p.⁵

Wyjaśnieniem tego paradoksu może być malejąca użyteczność gotówki w miarę wzrostu skali jej wykorzystania. Utrzymywanie płynności w gotówce przez uczestników rynku pociąga za sobą koszty związane z przechowywaniem, zabezpieczeniem i transportem. Jeśli koszty te wynoszą, na przykład, 1% wartości posiadanych środków, to bezpieczną „dolną granicą” jest -1% , a nie zero. W praktyce trudno wycenić te koszty, ale pewnym przybliżeniem mogą być opłaty za stosowanie kart kredytowych, które umożliwiają dokonywanie transakcji bezgotówkowych. Opłaty te (łącznie uiszczane przez sprzedawcę i przez konsumenta) przez wiele lat wynosiły między 1 a 3% wartości transakcji⁶. Pokazuje to, na jakie koszty gotowi są godzić się konsumenci, aby uniknąć posługiwania się gotówką. Może to oznaczać, że rzeczywista „dolna granica” nominalnych stóp procentowych wynosi właśnie pomiędzy -1 a -3% . Dodatkowo, użyteczność gotówki maleje na skutek rozwoju elektronicznych form płatności i handlu internetowego.

2. Polityka luzowania ilościowego

2.1. Cel i mechanizm polityki luzowania ilościowego

Jednym z najbardziej znanych i szeroko dyskutowanych niekonwencjonalnych instrumentów polityki pieniężnej, po który sięgnęły niektóre banki centralne w okresie kryzysu finansowego, jest luzowanie ilościowe (*quantitative easing* – QE). Polega ono na bezwarunkowym zakupie przez bank centralny papierów wartościowych od banków komercyjnych na określoną kwotę (w ramach operacji typu *outright*). Celem tych operacji jest zwiększenie

⁵ Już w końcu XIX w. ekonomista niemiecki Silvio Gesell zauważył, że gdy gospodarka znajduje się w tzw. pułapce płynności (*liquidity trap*), rząd może nałożyć „podatek” na zasoby płynnych środków utrzymywanych przez uczestników rynku, w postaci na przykład konieczności odpłatnego ostemplowania banknotów. Gesell chciał w ten sposób zniechęcić uczestników rynku do gromadzenia gotówki. W bardzo podobny sposób działają ujemne stopy procentowe nałożone przez bank centralny na płynne rezerwy banków komercyjnych (zob. Buitier, Panigirtzoglou 2003).

⁶ Po 2012 r. wysokość tych opłat (tzw. *interchange fee*) w wielu krajach uległa obniżeniu w wyniku nałożenia ograniczeń administracyjnych przez władze publiczne.

zasobów pieniądza rezerwowego w posiadaniu banków i doprowadzenie, poprzez mechanizm mnożnika pieniężnego, do zwiększenia całej podaży pieniądza w gospodarce. Stosując luzowanie ilościowe, bank centralny nie dąży więc do obniżenia krótkoterminowych stóp procentowych, ponieważ z reguły są one już bliskie zeru. Chodzi o zwiększenie zasobów pieniądza rezerwowego w portfelach banków, co ma skłonić je do zwiększenia emisji kredytów i inwestycji w inne aktywa, takie jak obligacje korporacyjne. Dodatkowym efektem polityki luzowania ilościowego jest obniżenie długoterminowych stóp procentowych, ponieważ zakup papierów wartościowych przez bank centralny powoduje także wzrost rynkowych cen papierów wartościowych, a zatem i spadek ich rentowności. Z kolei spadek długoterminowych stóp zachęca do zwiększania inwestycji finansowanych pożyczkami lub emisją obligacji. Ubocznym skutkiem polityki luzowania ilościowego jest także osłabienie kursu waluty narodowej, co poprzez przesunięcie popytu z dóbr zagranicznych na dobra krajowe dodatkowo stymuluje gospodarkę. Polityka luzowania ilościowego polega więc na powiększaniu sumy bilansowej aktywów w bilansie banku centralnego i równoległym powiększaniu sumy pasywów poprzez nowe zobowiązania związane z wzrostem sumy pieniądza rezerwowego o określoną wielkość (Marciniak 2015). Taką właśnie formę luzowania ilościowego zastosowano na początku lat 2000. w Japonii⁷.

Luzowanie ilościowe odróżnia się czasem od luzowania jakościowego oraz od luzowania kredytowego. Luzowanie jakościowe polega na tym, że bank centralny zastępuje w swoim bilansie aktywa płynne, mniej ryzykowne, aktywami mniej płynnymi i bardziej ryzykownymi, ale bez powiększania ogólnej sumy aktywów (Buiter 2008). W ten sposób bank centralny zmienia strukturę jakościową aktywnej strony swojego bilansu, aby wzmocnić bilanse banków komercyjnych. Z kolei celem luzowania kredytowego (*credit easing*) nie jest samo zwiększanie ilości pieniądza rezerwowego w posiadaniu banków, jak w przypadku luzowania ilościowego, ale raczej powiększanie strony aktywnej bilansu banku centralnego poprzez zakup takich aktywów (papiery wartościowe, pakiety kredytów), aby uzyskać wzrost akcji kredytowej w całym sektorze bankowym. Tę właśnie formę luzowania ilościowego zastosowano w USA⁸. Politykę luzowania ilościowego w strefie euro zdecydował się zastosować w 2015 roku także Europejski Bank Centralny.

⁷ Bank Japonii jako pierwszy bank centralny na świecie zastosował politykę luzowania ilościowego w marcu 2001 r. Gdy krótkoterminowe stopy procentowe utrzymywały się od wielu miesięcy na poziomie bliskim zeru, i mimo to gospodarka pozostawała w stanie stagnacji, BoJ rozpoczął na wielką skalę skup obligacji rządowych i papierów wartościowych emitowanych pod zastaw innych aktywów, czyli tzw. ABS (*asset-backed securities*), i „zalewając” sektor bankowy tanią płynnością, licząc na to, że ułatwi to bankom wznowienie akcji kredytowej. W okresie 2001–2004 bank centralny zasilił banki komercyjne pieniądzem rezerwowym na łączną kwotę 300 mld USD. Jednak polityka ta nie przyniosła oczekiwanych rezultatów. Wzrost podaży pieniądza rezerwowego będący skutkiem polityki QE nie przełożył się w dostatecznym stopniu na wzrost kredytów dla gospodarki i wzrost masy pieniądza ogółem, m.in. z powodu spadku skłonności banków do ryzyka na skutek strat kapitałowych poniesionych w poprzednich latach, braku opłacalnych projektów inwestycyjnych oraz słabego popytu na kredyty ze strony mocno zadłużonego sektora przedsiębiorstw (zob. Hiroshi i in. 2001, s. 89–130).

⁸ Zob. Bernanke (2009). Politykę QE zastosował również Bank Anglii, skupując w latach 2009–2012 aktywa od banków na łączną kwotę 375 mld £.

Kryzys finansowy lat 2008–2009 spowodował wzrost zainteresowania niekonwencjonalnymi instrumentami polityki pieniężnej. Najszybciej zareagował amerykański Fed, który już w listopadzie 2008 roku rozpoczął zakupy papierów wartościowych zabezpieczonych kredytami hipotecznymi (*mortgage-backed securities*) na łączną kwotę 600 mld USD. Do marca 2009 roku suma aktywów Fed wzrosła z 900 mld USD do 1,75 bln USD, a w czerwcu 2010 roku osiągnęła kwotę 2,1 bln USD. W późniejszym czasie kwota papierów wartościowych w posiadaniu Fed uległa obniżeniu, ale gdy po przejściowym ożywieniu gospodarka amerykańska ponownie zwolniła w 2010 roku, Fed wznowił operacje skupu aktywów. W ramach drugiej rundy luzowania ilościowego (QE2), w okresie od listopada 2010 do czerwca 2011 roku, Fed skupił od banków obligacje rządu USA na łączną kwotę 600 mld USD. Celem było utrzymanie sumy aktywów w bilansie banku centralnego na stabilnym poziomie 2,054 bln USD⁹.

Trzecia runda (QE3) została uruchomiona we wrześniu 2012 roku. Fed zobowiązał się do kupowania aktywów w wysokości 40 mld USD miesięcznie, przy czym skup miał dotyczyć przede wszystkim obligacji i instrumentów dłużnych agencji rządowych finansujących rynki nieruchomości. W grudniu 2012 roku kwota miesięcznych zakupów została zwiększona do 85 mld USD. Jednocześnie Fed nie wyznaczył żadnych ram czasowych dla programu skupu, zobowiązując się przy tym do utrzymania super niskich stóp procentowych „co najmniej do 2015 roku”. W rezultacie suma aktywów w bilansie Fed przekroczyła na koniec 2013 roku 4 bln USD.

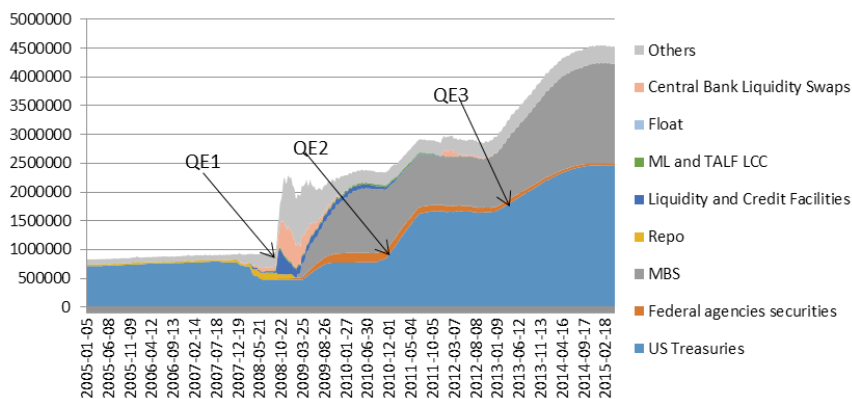
W czerwcu 2013 roku Prezes Rezerwy Federalnej Ben Bernanke zapowiedział stopniowe ograniczanie skali skupu aktywów (*tapering*), aż do całkowitego zaprzestania tych operacji w połowie 2014 roku. Jednak nadspodziewanie silna, negatywna reakcja rynków finansowych na tę deklarację zmusiła Fed do wycofania się z tych zapowiedzi i wydłużenia okresu stopniowego wygaszania luzowania ilościowego. Ostateczne zaprzestanie skupu aktywów nastąpiło dopiero w październiku 2014 roku.

Na rysunku 4 ukazano zmiany stanu aktywów Fed w latach 2005–2013. Jak widać, w wyniku trzech rund luzowania ilościowego w USA, pomiędzy wrześniem 2008 a grudniem 2013 roku, suma aktywów w bilansie banku centralnego wzrosła prawie 4,5 razy. O ile w pierwszej fazie kryzysu dominowały operacje związane z zakupem papierów MBS, a także transakcje swapowe i bezpośrednie pożyczki dla banków, o tyle w drugiej i trzeciej rundzie Fed skupował przede wszystkim papiery skarbowe (*US Treasuries*).

Czy rzeczywiście luzowanie ilościowe przyniosło oczekiwaną poprawę sytuacji gospodarczej w USA? Badania przeprowadzone przez Bank Rezerwy Federalnej w San Francisco wskazują, że QE1 i QE2 spowodowały łącznie spadek długoterminowych stóp

⁹ Oprócz operacji bezwarunkowego skupu aktywów, Fed realizował także w tym okresie tzw. operację TWIST, czyli zakup długoterminowych papierów i równoczesną sprzedaż krótkookresowych papierów w celu obniżenia długoterminowych stóp procentowych (na łączną kwotę 667 mld USD w okresie wrzesień 2011 – grudzień 2012). Operacja TWIST zwiększa zasoby płynnych aktywów w systemie bankowym i obniża ryzyko płynności (bez wzrostu podaży pieniądza).

procentowych o 15–20 punktów bazowych, obniżyły stopę bezrobocia w USA o 1,5 p.p. i zwiększyły poziom PKB o 3%, przy czym zdecydowana większa część tych efektów była skutkiem pierwszej rundy luzowania (Chen, Curdia, Ferrero 2012)¹⁰. Jednak w miarę upływu czasu skuteczność polityki QE w USA wyraźnie malała. Na przykład, QE1 obniżył stopę oprocentowania kredytu dla korporacji o 1 p.p. i zwiększył poziom PKB o 2,8%, a QE2 – odpowiednio tylko o 13 bps i 0,13%. Jednocześnie badanie wykazało, że QE działa skuteczniej, gdy towarzyszy mu *forward guidance*, bo wtedy rynki nie obawiają się odwrócenia kierunku polityki¹¹.



Rysunek 4. Zmiany w aktywach FED (mln USD, 01.2005–04.2015)¹²

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Fed.

Przypomnijmy, że luzowanie ilościowe oddziałuje na gospodarkę realną kilkoma kanałami. Po pierwsze, skup obligacji powoduje wzrost ich cen i spadek rentowności. To z kolei prowadzi do spadku długoterminowych stóp procentowych i obniża koszt pozyskiwania kapitału na rynku przez firmy, banki, a także przez sektor publiczny¹³. Zachęca to do zwiększania inwestycji. Po drugie, mamy do czynienia z efektem równoważenia portfela aktywów przez banki (*portfolio rebalancing*), ponieważ po sprzedaży bankowi centralnemu

¹⁰ Polityka QE została również zastosowana w Wielkiej Brytanii. Wyniki badań przeprowadzonych w Banku Anglii wskazują, że skup aktywów na kwotę 200 mld £ zwiększył brytyjski PKB o 2% i inflację o 1,5 p.p. Jest to równoważne obniżce głównych stóp procentowych o 3 p.p.

¹¹ Również badania przeprowadzone przez Międzynarodowy Fundusz Walutowy potwierdzają, że polityka QE pozwoliła ograniczyć ryzyko załamania i ustabilizować sytuację w systemach finansowych w krajach rozwiniętych (zob. Klyuev, de Imus, Srinivasan 2009).

¹² *Float* oznacza „pieniądz w ruchu”, który liczony jest w systemie bankowym podwójnie ze względu na opóźnienie w realizacji czeków (pomiędzy momentem zaksięgowania kwoty czeku na rachunku odbiorcy i momentem obciążenia kwotą czeku rachunku wystawcy).

¹³ Odmianą polityki QE jest także zakup papierów wartościowych w dysfunkcyjnych segmentach rynku finansowego (np. na rynku długu państw zadłużonych), aby doprowadzić do pożądanego poluzowania polityki pieniężnej w tych segmentach. Zakup taki może być sterylizowany lub nie, w zależności od konkretnych zamiarów banku centralnego co do zmian całości podaży pieniądza.

papierów wartościowych banki inwestują pozyskane środki w inne aktywa, w tym obligacje, kredyty i instrumenty udziałowe, co dodatkowo ułatwia dostęp do kapitału sektorowi realnemu i skłania do inwestycji. Dodatkowo, spadek stóp procentowych powoduje odpływ kapitału za granicę i osłabia kurs waluty krajowej, co oddziałuje na wzrost produkcji eksportowej i konkurującej z importem.

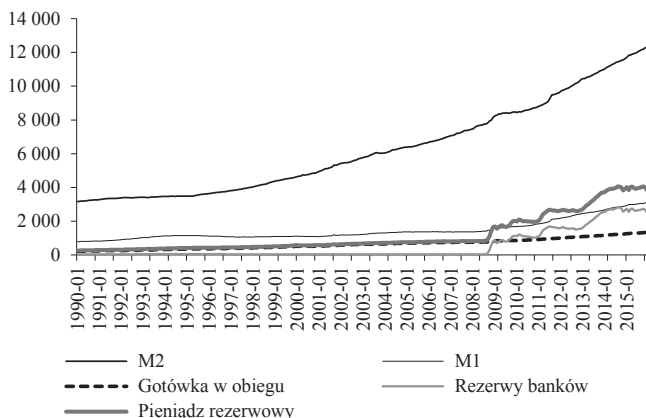
2.2. Ryzyka związane z polityką luzowania ilościowego

Polityka luzowania ilościowego pociąga za sobą także określone ryzyka. Skup aktywów zwiększa nadpłynność banków i czyni je bardziej niezależnymi od banku centralnego. Może to w przyszłości utrudnić zaostrenie polityki pieniężnej i konieczną walkę z inflacją (Marciniak 2015). Wielu ekonomistów uważa też, że polityka QE zmniejsza presję na konieczne reformy strukturalne i konsolidację finansów publicznych, ponieważ ułatwia rządowi zaciąganie kolejnych pożyczek na rynku finansowym. Powoduje to wzrost długu publicznego, co może pociągać za sobą wyższe stopy procentowe i wolniejszy wzrost gospodarczy, a w przyszłości może zmusić władze do podniesienia podatków. Generalnie, przy niskich stopach procentowych i obfитоści finansowania dłużnicy mają mniej bodźców do oddłużania się i do restrukturyzacji, co może stanowić istotny hamulec wzrostu, gdy koniunktura się poprawi (Rzońca, Ciżkowicz 2014).

Polityka QE może też zniekształcać bodźce rynkowe i zachęcać do spekulacji, ponieważ na skutek masowego wzrostu płynności rynkowe stopy procentowe są poniżej poziomu trwałej równowagi. Wówczas sztucznie zaniżone stopy procentowe i łatwość dostępu do kredytu skłaniają do inwestowania w aktywa nieprodukcyjne, jak na przykład nieruchomości, lub powoduje nadmierny wzrost cen papierów wartościowych na giełdach. Wskazuje się także, że polityka QE realizowana w danym momencie wymusza działania odwrotne w (nieodległej) przyszłości, czyli sygnalizuje zacieśnienie polityki pieniężnej na jakiś czas. Jeśli QE jest traktowane przez uczestników rynku jako polityka tymczasowa, przejściowa, to perspektywa jej odwrócenia i zaostrenia osłabia pożądane efekty luzowania. Racjonalnie zachowujący się uczestnicy rynku powstrzymają się bowiem w takiej sytuacji od zwiększania wydatków, w tym zwłaszcza inwestycji.

Szczególnie kontrowersyjnym zagadnieniem jest potencjalny wpływ luzowania ilościowego na inflację. Rzeczywiście, definitywny skup papierów wartościowych od banków przez bank centralny powoduje wzrost podaży pieniądza rezerwowego. Ale nie musi to samo z siebie powodować zwiększonej inflacji, ponieważ inflacja zależy od całej podaży pieniądza. Tak długo zatem, jak wzrost podaży pieniądza rezerwowego nie przekłada się wzrost podaży pieniądza ogółem, inflacja nie będzie rosła. Tymczasem wzrost szerszych agregatów pieniężnych zależy nie tylko od wzrostu podaży pieniądza rezerwowego, ale i od tego, czy banki komercyjne zechcą zwiększyć akcję kredytową. Tak długo, jak nie ma wzrostu akcji kredytowej, nie ma również wzrostu wydatków, a zatem i nie może być wzrostu inflacji. Inflacja bowiem jest możliwa tylko w warunkach szybkiego wzrostu faktycznych

wydatków finansowanych kredytem. W normalnych warunkach wzrost podaży pieniądza rezerwowego przekłada się na wzrost kredytu zgodnie z mechanizmem mnożnika, ale w warunkach kryzysu i utrzymującej się „zapaści kredytowej” (*credit crunch*) mnożniki pieniężne maleją.



Rysunek 5. Zmiany podaży a agregatów pieniężnych w USA (mld USD, 1990–2015)

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Fed.

Potwierdzają to dane dotyczące zmian poziomu agregatów pieniężnych w USA. Kolo-salny wzrost podaży pieniądza rezerwowego nie przełożył się proporcjonalnie na wzrost szerszych agregatów pieniężnych. Na rysunku 5 pokazano zmiany agregatów pieniężnych w latach 1990–2015. Po pierwsze, widać wyraźnie, że w kształtowaniu podaży pieniądza rezerwowego zaszła fundamentalna zmiana po wybuchu kryzysu finansowego we wrześniu 2008 roku. Długookresowy trend uległ całkowitemu zakłóceniu na skutek stosowania przez Fed polityki agresywnego zwiększania płynności w systemie bankowym. Wyraźnie widoczne są trzy tury luzowania ilościowego w przebiegu zmian podaży pieniądza rezerwo-wego i rezerw banków po 2008 roku. Po drugie, ten wzrost podaży pieniądza rezerwo-wego był prawie w całości spowodowany wzrostem stanu rezerw na rachunkach banków komercyj-nych w systemie rezerwy federalnej, natomiast tempo wzrostu podaży pieniądza gotów-kowego praktycznie nie uległo zmianie w porównaniu z poprzednimi latami. Wreszcie po trzecie, podaż najszerszego agregatu, M2, praktycznie nie zareagowała na skokowy wzrost podaży pieniądza rezerwowego¹⁴. Oznacza to, że – przynajmniej w okresie pierwszych kil-ku lat – polityka luzowania ilościowego nie spowodowała nadmiernego wzrostu całości pieniądza w obiegu. Podobnie leniwie reagowała podaż agregatu M1. Po 2008 roku doszło nawet do zupełnie nietypowej sytuacji, kiedy podaż pieniądza rezerwowego przewyższała

¹⁴ Tempo wzrostu podaży pieniądza rezerwowego wzrosło z 6,4% w latach 1990–2007 do 28,5% w latach 2008–2013, natomiast tempo wzrostu agregatu M2 wynosiło w tym okresie odpowiednio 4,9 i 6,5%.

podaż agregatu M1. Oznacza to, że płynne rezerwy banków komercyjnych były większe niż wszystkie depozyty bieżące zgromadzone w całym sektorze bankowym. W końcu 2015 roku wielkość pieniądza rezerwowego przewyższała wielkość M1 o ponad 700 mld dolarów.

Brak bezpośredniego zagrożenia wzrostem inflacji w wyniku polityki QE nie oznacza jednak, że luzowanie ilościowe jest z tego punktu widzenia całkowicie obojętne. Po pierwsze, duże zasoby płynności zgromadzone w bankach mogą zostać po pewnym czasie wykorzystane dla zwiększenia akcji kredytowej, gdy polepszą się perspektywy wzrostu gospodarczego i poprawią się nastroje na rynkach. Nadwyżkowa płynność zmniejsza także potrzeby banków w zakresie zasilania się w płynność w banku centralnym. Wówczas bank centralny może stanąć w obliczu konieczności silnego podnoszenia stóp procentowych ponad pożądaną poziom równowagi, aby hamować nadmierną emisję kredytu. Może to w przyszłości utrudnić zaostrzenie polityki pieniężnej i konieczną walkę z inflacją.

Rysunek 5 pozwala także odnieść się do często pojawiającego się w mediach niepokojącego przekazu, że polityka QE oznacza „drukowanie pieniędzy”¹⁵. Przypomnijmy, że bank centralny, skupując papiery wartościowe od banków komercyjnych, zapisuje należne im kwoty na ich rachunkach w banku centralnym. Powoduje to wzrost sumy aktywów i pasywów banku centralnego, ale nie oznacza to automatycznie druku pieniądza, ponieważ ilość gotówki w obiegu nie ulega zmianie. Precyzyjnie mówiąc, bank centralny tworzy w ten sposób pieniądz w postaci zapisów na rachunkach banków, ale nie zwiększa podaży gotówki w fizycznej postaci banknotów i monet. Nie występuje więc „druk” w dosłownym znaczeniu tego słowa¹⁶. W okresie między sierpniem 2008 a grudniem 2013 roku stan rezerw bankowych w USA wzrósł z 47 mld USD do 2541 mld USD (czyli ponad 50 razy), natomiast gotówka w obiegu zwiększyła się w tym samym czasie z 777 mld USD do 1160 mld USD, a więc tylko o 50%.

Dzięki większym rezerwom banki komercyjne mogą, ale nie muszą, zwiększyć akcję kredytową. Ale nawet jeśli się tak stanie, nie oznacza to jeszcze automatycznie druku pieniądza – dopiero gdy udzielony kredyt powoduje zwiększone wypłaty gotówkowe z banków, rozpoczyna się dodatkowy druk pieniądza. A więc polityka QE spowoduje dodatkowy druk pieniądza dopiero wtedy, gdy banki zwiększą akcję kredytową i gdy w wyniku udzielenia tych dodatkowych kredytów wzrośnie popyt na gotówkę.

W dniu 22 stycznia 2015 roku Europejski Bank Centralny zapowiedział rozpoczęcie programu skupu aktywów od banków na masową skalę. Uzupełniając wcześniejsze programy skupu papierów wartościowych zabezpieczonych aktywami (*Asset-Backed Securities Purchase Programme* – ABSPP) oraz skupu zabezpieczonych obligacji bankowych (*Covered Bonds Purchase Programme* – CBPP), EBC zapowiedział uruchomienie programu skupu rządowych papierów wartościowych (*Public Sector Purchase Programme* – PSPP).

¹⁵ Na przykład, 29 października 2014 r. „Gazeta Wyborcza” informując o stopniowym wycofywaniu się Fed-u z polityki luzowania ilościowego, donosiła w tytule, że „Fed zaprzestaje dodruku dolarów”.

¹⁶ Zarazem trzeba pamiętać, że rezerwy bankowe mogą być w każdym momencie wykorzystane przez banki do dokonania wypłat gotówkowych dla klientów. W tym sensie rezerwy są równie płynne jak gotówka.

W ramach PSPP, Eurosystem (EBC oraz banki centralne państw członkowskich strefy euro) ma kupować papiery rządowe państw członkowskich oraz papiery emitowane przez instytucje europejskie i agencje rządowe na łączną kwotę 60 mld euro miesięcznie. EBC dołączył w ten sposób do grupy banków centralnych USA, Wielkiej Brytanii i Japonii, które stosowały politykę QE w związku z kryzysem finansowym i gospodarczym lat 2008–2012. EBC ogłosił również, że zakupy w ramach PPSP będą kontynuowane co najmniej do września 2016 roku, ale mogą zostać przedłużone, jeśli inflacja będzie pozostawać nadal poniżej celu średniookresowego. Oznacza to, że w istocie program ma charakter „otwarty” (*open-ended*) (Draghi 2015). EBC rozpoczął operacje skupu w marcu 2015 roku.

W ramach miesięcznej kwoty 60 mld euro, EBC przeznaczają 10 mld euro na zakup zabezpieczonych obligacji bankowych (*covered bonds*), kontynuując program CBPP uruchomiony w październiku 2014 roku. Pozostałe 50 mld euro obejmuje zakupy w ramach programu PSPP, z czego 6 mld euro (12%) przeznaczonych jest na zakup obligacji emitowanych przez ponadnarodowe instytucje europejskie mające siedzibę w strefie euro¹⁷, a 44 mld euro (88%) przeznaczonych jest na zakup obligacji rządowych wyemitowanych przez rządy państw strefy euro oraz wybrane agencje rządowe¹⁸, przy czym na EBC przypada 4 mld euro, a na narodowe banki centralne – 40 mld euro (Claeys, Leandro, Mandra 2015).

Tabela 3

Wartość aktywów skupionych przez Eurosystem w ramach programu skupu aktywów (*Asset Purchase Program – APP*) (mld euro)

	ABSPP	CBPP3	CSPP	PSPP	APP
Stan na 30.04.2016	19,043	172,253	0	726,521	917,817
Stan na 31.05.2016	19,060	177,809	0	806,194	1003,063

Źródło: ECB.

W tabeli 3 pokazano zmiany w poziomie aktywów skupionych w ramach programu APP w maju 2016 roku oraz stan na koniec tego miesiąca. Łączna wartość papierów wartościowych skupionych przez EBC w ramach czterech cząstkowych programów (ABSPP, CBPP3, CSPP, PSPP) od początku ich uruchomienia w marcu 2015 roku do końca maja 2016 roku wyniosła ponad 1003 mld euro, a w samym maju 2016 roku skupiono aktywa o wartości ponad 85 mld euro. Największy udział – ponad 80% – w tych operacjach miał program skupu papierów rządowych (PSPP), natomiast udział trzeciej transzy zakupów obligacji zabezpieczonych banków (CBPP3) wyniósł ok. 18%. W wyniku realizacji programu skupu aktywów w roku 2015 bilans Eurosystemu zwiększył się z 2208 mld euro do 2780 mld euro,

¹⁷ European Financial Stability Facility, European Investment Bank, European Stability Mechanism, European Union, European Atomic Energy Community, Council of Europe Development Bank oraz Nordic Investment Bank.

¹⁸ Do agencji tych zaliczono: Instituto de Credito Oficial (Hiszpania), KfW (Niemcy), Landeskreditbank Baden-Württemberg Foerderbank (Niemcy), Landwirtschaftliche Rentenbank (Niemcy), NRW.Bank (Niemcy), CADES (Francja) oraz UNEDIC (Francja).

czyli o 572 mld euro (25,9%). O prawie taką samą kwotę wzrosła wielkość pieniądza rezerwowego w 2015 roku (ok. 546 mld euro).

3. Pieniądze z „helikoptera” (*helicopter money*)

Termin *helicopter money* spopularyzował Milton Friedman w swoim głośnym eseju na temat optymalnej ilości pieniądza w obiegu (Friedman 1969). Jest to metaforyczny opis szczególnej odmiany polityki pieniężnej, która polega po prostu na rozdawaniu uczestnikom rynku pieniądza gotówkowego przez bank centralny. Friedman rozpatruje przypadek hipotetycznego społeczeństwa, którego nominalny produkt roczny wynosi 10 000 dolarów, z czego jedna dziesiąta – czyli 1000 dolarów – utrzymywana jest w formie pieniądza (gotówkowego), a następnie analizuje efekt jednorazowego zwiększenia podaży pieniądza o 100%. Stosowny fragment tekstu Friedmana brzmi następująco: „Let us suppose now that one day a helicopter flies over this community and drops an additional \$1,000 in bills from the sky, which is, of course, hastily collected by members of the community. Let us suppose further that everyone is convinced that this is a unique event which will never be repeated (...)” (Friedman 1969, s. 4–5).

Przyjmując szereg dodatkowych upraszczających założeń, Friedman pokazuje, że w opisanej sytuacji nie ma żadnych szczególnych powodów, dla których popyt na pieniądz gotówkowy miałby wzrosnąć, i w efekcie członkowie tego społeczeństwa wydadzą dodatkowe pieniądze na przejściowy wzrost konsumpcji, a jedynym trwałym skutkiem takiej polityki będzie wzrost cen. Ponieważ dzięki helikopterowi podaż pieniądza zwiększa się dwukrotnie, a popyt na pieniądz pozostaje stały, ceny muszą wzrosnąć także dwukrotnie, a zatem całkowity produkt roczny społeczeństwa w cenach nominalnych wzrośnie do 20 000 dolarów.

Przypadek omówiony przez Friedmana pokazuje, że wzrost nominalnej podaży pieniądza powoduje – w ramach przyjętych założeń – wzrost bieżących wydatków, ponieważ ludzie starają się utrzymać rezerwy kasowe na dotychczasowym poziomie, czyli w tej samej proporcji do stałego dochodu. Ta właśnie zależność dostarcza uzasadnienia dla polityki luzowania ilościowego. Stosując QE, bank centralny zwiększa rezerwy płynne w posiadaniu banków komercyjnych licząc na to, że banki odpowiednio dostosują strukturę swojego portfela aktywów, czyli zwiększą zakupy papierów wartościowych i – przede wszystkim – emisję kredytu do gospodarki. To z kolei ma pozwolić przedsiębiorstwom i gospodarstwom domowym na wzrost wydatków.

Istnieją jednak dwie ważne różnice pomiędzy polityką *helicopter money* i luzowaniem ilościowym. Pierwsza różnica dotyczy wpływu na bilans banku centralnego. W przypadku QE wartość bilansu banku rośnie po stronie aktywów o kwotę zakupionych papierów wartościowych, która jest dokładnie równa kwocie przyrostu podaży pieniądza rezerwowego po stronie pasywów. Natomiast w ramach *helicopter money* wzrost zobowiązań, po stronie pasywów banku centralnego, w postaci przyrostu masy pieniądza gotówkowego w obiegu

jest dokładnie kompensowany jednoczesnym spadkiem wielkości pasywów na skutek obniżenia wyniku finansowego banku centralnego lub powiększenia straty. Oznacza to, że „rozdawanie” pieniędzy jest transferem bogactwa, który pomniejsza zysk banku i musi być w całości pokryty z rezerw banku centralnego. Jeśli tych rezerw jest za mało, różnicę musi pokryć właściciel banku centralnego, czyli skarbu państwa, reprezentowany przez rząd. Ale deficyt powstały w bilansie banku centralnego stanowi część deficytu sektora publicznego, który w ostatecznym rachunku będzie musiał być sfinansowany przez przyszłe podatki. W takiej sytuacji pieniądze z „helikoptera” pozwolą na wzrost rzeczywistych wydatków tylko w takim stopniu, w jakim nie występuje w gospodarce równowaga rikardiańska¹⁹.

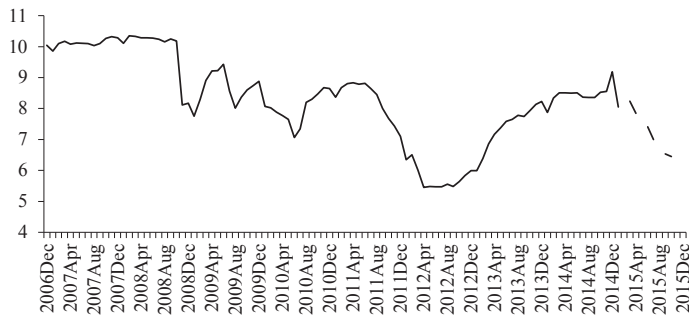
Druga różnica jest również istotna. Polityka QE oddziałuje na udział pieniądza w bilansach uczestników rynku nie bezpośrednio, ale za pośrednictwem banków. Skala wzrostu ilości pieniądza w posiadaniu uczestników rynku zależy – zgodnie z mechanizmem mnożnika – od skłonności banków do zwiększania kredytu. W warunkach dużej niepewności i bardzo niskich stóp procentowych, charakterystycznych dla okresów kryzysowych, banki zmieniają strukturę swojego portfela na rzecz wzrostu udziału środków płynnych. Oznacza to, że banki zwiększają popyt na pieniądz rezerwowy i absorbują zwiększoną podaż – na tym polega słynna keynesowska „pułapka płynności” (*liquidity trap*). W takiej sytuacji do uczestników rynku dociera tylko niewielka część dodatkowej płynności, czyli pośrednictwo systemu bankowego w przekazywaniu płynnych środków do uczestników rynku zawodzi. W rezultacie polityka QE staje się mało skuteczna w pobudzaniu wydatków.

Pieniądze zrzucone z „helikoptera”, które trafiają bezpośrednio do uczestników rynku, mogą w takiej sytuacji okazać się bardziej skutecznym sposobem stymulowania popytu i poprawy koniunktury (Buiter 2008, 2014). Będzie tak w sytuacji, gdy mamy do czynienia z niechęcią banków do udzielania kredytów i w efekcie na rynku występuje zacieśnienie kredytowe (*credit crunch*). Wówczas zamiast zasilać banki w dodatkową płynność, można przekazać ją bezpośrednio do uczestników rynku. W szczególności gospodarstwa domowe cechują się stosunkowo wysoką skłonnością do wydatków z bieżącego dochodu. Co więcej, stojąc w obliczu ostrzejszych ograniczeń budżetowych w okresie kryzysu, będą bardziej skłonne przeznaczyć dodatkowe środki na bieżącą konsumpcję (zgodnie z zasadą wygładzania konsumpcji w czasie). Może to spowodować – zgodnie z sugestią Friedmana – przejściowy wzrost popytu i wydatków, zapewne na znacznie większą skalę niż polityka QE.

Jakie warunki muszą być spełnione, aby pieniądze z „helikoptera” były skuteczniejszym instrumentem pobudzania popytu niż luzowanie ilościowe? Jeśli mnożnik pieniężny jest duży, to system bankowy jest bardzo efektywnym mechanizmem zwiększania podaży „szerokiego” pieniądza. Na przykład, gdy mnożnik M3 wynosi 10, zwiększenie podaży bazy monetarnej o jednostkę powoduje wzrost podaży M3 o 10 jednostek. Ale jeśli mnożnik

¹⁹ Równowaga rikardiańska oznacza, że wzrost wydatków publicznych finansowany z deficytu budżetowego powoduje ograniczenie wydatków prywatnych, ponieważ sektor prywatny oczekuje wzrostu podatków w przyszłości w związku z koniecznością spłaty zadłużenia. Efekt rikardiański występuje w krajach europejskich jedynie w ograniczonym zakresie. Polityka *helicopter money* byłaby więc z tego punktu widzenia skuteczna.

jest mały, wzrost kredytów, i w konsekwencji wzrost agregatu M3, będzie niewielki. Tak będzie, gdy banki trzymają większość płynnych środków na rachunkach w banku centralnym.

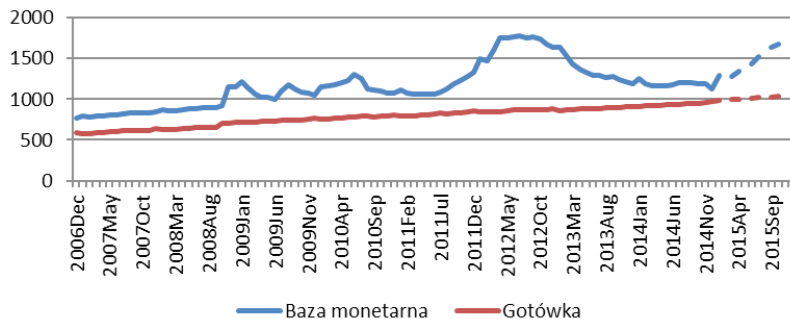


Brak niektórych danych miesięcznych dla 2015 roku.

Rysunek 6. Mnożnik pieniądza M3 w strefie euro a stosunek agregatu M3 do bazy monetarnej (2007–2015)

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych ECB.

Wydaje się, że z taką właśnie sytuacją mieliśmy do czynienia w strefie euro w okresie kryzysu. Rysunek 6 pokazuje, że wartość mnożnika pieniądza M3 spadła w latach 2009–2012 niemal o połowę – z około 10,0–10,2 do około 5,5. Wzrost wartości mnożnika od połowy 2012 roku do końca 2014 roku do poziomu ok. 8,0–9,0 był głównie skutkiem ustabilizowania sytuacji na rynku długu suwerennego w związku z ogłoszeniem programu OMT, a także rozpoczęcia przez EBC skupu aktywów w ramach programu ABSPP i CBPP. Jednak w 2015 roku wartość mnożnika M3 zaczęła ponownie spadać i na koniec roku wynosiła około 6,2, co świadczy o wciąż niewielkiej skuteczności polityki luzowania ilościowego rozpoczętej w marcu 2015 roku.



Brak niektórych danych miesięcznych dla 2015 roku.

Rysunek 7. Baza monetarna i gotówka w obiegu w strefie euro (mld euro, 2007–2014)

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych EBC.

Z kolei na rysunku 7 pokazano zmiany poziomu bazy monetarnej na tle zmian ilości gotówki w obiegu. Przebieg zmian bazy monetarnej jest lustrzanym odbiciem zmian wartości mnożnika. Wynika z nich, że posiadane nadwyżki płynności banki lokowały na rachunkach w EBC – stan tych rachunków zwiększył się z ok. 200 mld euro w latach poprzedzających kryzys do niemal 1000 mld euro w połowie 2012 roku, i po przejściowym spadku w latach 2013–2014 znowu wzrósł do ok. 600 mld euro. Oznacza to, że wysiłki EBC mające na celu zwiększenie zasilania banków europejskich w płynność, podejmowane w latach 2009–2015, nie miały praktycznie wpływu na zwiększenie wielkości gotówki w obiegu, co pośrednio dowodzi, że kredyty i wydatki rosły w tym okresie bardzo powoli.

Kłopoty ze skutecznym pobudzaniem wzrostu gospodarczego w strefie euro i podniesieniem inflacji z bardzo niskich poziomów w okolice celu inflacyjnego spowodowały, że Europejski Bank Centralny zainteresował się w 2016 roku ideą *helicopter money*, mimo że w żadnym kraju na świecie polityka ta nie była dotychczas stosowana²⁰. Idea *helicopter money* jest też przychylnie traktowana przez niektórych ekonomistów, którzy są zdania, że takie „rozdawanie” pieniędzy bezpośrednio pomiędzy członków społeczeństwa może być też uzasadnione na gruncie sprawiedliwości społecznej, jako podział przyszłego dochodu z emisji (seniorat) w formie swoistej „obywatelskiej dywidendy”²¹.

4. Polityka *forward guidance*

Polityka *forward guidance*, która w języku polskim może być tłumaczona jako polityka „wytycznych na przyszłość” (lub polityka „wskazywania kierunku”), jest nowym instrumentem polityki pieniężnej, polegającym na komunikowaniu uczestnikom rynków zamiarów i intencji banku centralnego w odniesieniu do przyszłych zmian w polityce pieniężnej. *Forward guidance* jest stosowany przez banki centralne w celu ograniczenia niepewności co do przyszłości i zwiększenia przejrzystości polityki pieniężnej oraz kształtowania pożądanych oczekiwań co do przyszłego poziomu stóp procentowych. Ma to szczególne znaczenie w okresach zawirowań i kryzysów na rynkach finansowych, kiedy spada zaufanie i rośnie

²⁰ Prezes EBC Mario Draghi nie wykluczył możliwości wykorzystania *helicopter money* w strefie euro, określając tę koncepcję podczas konferencji prasowej w dniu 10 marca 2016 r. jako „bardzo interesującą”. Draghi poinformował zarazem, że w EBC prowadzone są prace analityczne nad możliwością zastosowania tej polityki w praktyce.

²¹ W wywiadzie dla włoskiego dziennika członek Zarządu EBC Peter Praet, pytany o możliwość zastosowania *helicopter money*, oświadczył: „Yes, all central banks can do it. You can issue currency and you distribute it to people. That’s helicopter money. Helicopter money is giving to the people part of the net present value of your future seigniorage, the profit you make on the future banknotes. The question is, if and when is it opportune to make recourse to that sort of instrument which is really an extreme sort of instrument” (La Repubblica, 18.03.2016, <http://www.ecb.europa.eu/press/inter/date/2016/html/sp160318.en.html>). Więcej na ten temat na portalu kampanii na rzecz „Quantitative Easing for People” (www.qe4people.eu).

ryzyko zaburzeń w funkcjonowaniu mechanizmów dostarczania płynności do systemu bankowego. W warunkach dużej luki podażowej oraz niskiej i stabilnej inflacji bank centralny obniża silnie stopy procentowe. Ale przy nominalnych stopach procentowych bliskich zeru konwencjonalna polityka pieniężna przestaje być skuteczna. *Forward guidance*, utrwalając oczekiwania co do utrzymania zerowych stop procentowych w przyszłości, może w tych warunkach stać się substytutem dalszego obniżania stóp procentowych.

Stosowanie *forward guidance* oznacza znaczące odstępstwo od tradycyjnej postawy banku centralnego, cechującej się skłonnością do unikania wiążących zobowiązań co do przyszłych działań. Ze względu na niepewność przyszłości, bank centralny generalnie woli nie wiązać sobie rąk i zostawić możliwie szeroki zakres swobody decyzji. Są jednak okresy, kiedy niepewność co do przyszłych działań banku centralnego silnie ogranicza inwestycje i hamuje działalność gospodarczą. Pokazał to kryzys finansowy i gospodarczy w latach 2008–2013, kiedy nawet bardzo luźna polityka pieniężna nie była w stanie przełamać stagnacji gospodarczej z powodu utrzymującego się braku zaufania i braku pespektyw wzrostu.

Stosując *forward guidance*, bank centralny zobowiązuje się publicznie do utrzymywania zerowych (lub bliskich zeru) stóp procentowych przez okres dłuższy niż byłoby to w normalnych warunkach uzasadnione. Jeśli taka deklaracja jest wiarygodna, wpływa ona na obniżenie oczekiwań co do przyszłego poziomu stóp procentowych, a to zwiększa skłonność uczestników rynku do wydatków (Krugman 1998; Eggertsson, Woodford, 2003; Werning 2012). Polityka *forward guidance* może występować w dwóch odmianach – „odysejskiej” i „delfickiej”. Ta pierwsza polega na bardzo twardym zobowiązaniu banku centralnego do utrzymywania stóp procentowych na zadeklarowanym poziomie, ta druga natomiast ma bardziej charakter prognozy sytuacji i sugestii co do prawdopodobnych reakcji polityki pieniężnej²².

Politykę *forward guidance* stosowała najdłużej i w najpełniejszej formie Rezerwa Federalna w Stanach Zjednoczonych. Ale instrument ten wykorzystwały także banki centralne Kanady, Wielkiej Brytanii, Japonii i strefy euro, a nawet, choć w bardzo ograniczonym zakresie, także Narodowy Bank Polski²³. Oceniając skuteczność polityki *forward guidance* trzeba podkreślić, że pomaga ona w pobudzaniu gospodarki tylko wówczas, gdy rynki uwierzą, że bank centralny będzie tolerował wyższą inflację, przynajmniej przez jakiś czas.

Już w grudniu 2008 roku Federalny Komitet do spraw Operacji Otwartego Rynku (FOMC) ogłosił, że „Komitet przewiduje, że słabe warunki ekonomiczne uzasadniają

²² Pierwsza z „antycznych” nazw nawiązuje do Odyseusza, który kazał przywiązać się do masztu swojego okrętu, aby nie ulec pokusie syrenich śpiewów i uniknąć wpadnięcia na skały, a druga nazwa nawiązuje do wyroczeni delfickiej, której przepowiednie były bardziej ambiwalentne i zagadkowe, dając tym samym większą swobodę interpretacji.

²³ Od wrześniu 2013 r. w swoich komunikatach RPP zapowiadała utrzymanie obniżonych stóp procentowych: najpierw „do końca” 2013 r., od stycznia 2014 r. „co najmniej do końca pierwszego półrocza” 2014 r., a od marca 2014 r. „w dłuższym okresie, tj. co najmniej do końca trzeciego kwartału” 2014 r.. Od lipca 2014 r. RPP zaprzestała stosowania *forward guidance*.

utrzymanie wyjątkowo niskich poziomów stopy oprocentowania funduszy federalnych przez pewien czas” (*for some time*). W marcu 2009 roku, po zakończeniu pierwszej rundy zakupów skarbowych papierów wartościowych na dużą skalę, w komunikacie FOMC słowa „pewien czas” zostały zastąpione sformułowaniem „dłuższy okres czasu” (*for an extended period*). W sierpniu 2011 roku FOMC poszedł o krok dalej, ogłaszając że „Komitet oczekuje, że stopa funduszy federalnych pozostanie wyjątkowo niska co najmniej do połowy 2013 roku”, czyli uściślił, że horyzont jego własnego zobowiązania do utrzymania niskich stóp jest wydłużony do dwóch lat. W komunikacie po posiedzeniu w styczniu 2012 roku FOMC ogłosił wydłużenie okresu obowiązywania niskich stóp procentowych do końcowych miesięcy 2014 roku (*to late 2014* – zob. Campbell, Evans, Fisher, Justiniano 2012), czyli na okres niemal trzech lat. Tego rodzaju publiczne komunikaty ogłaszane przez bank centralny nazywamy *forward guidance*. Każdy z tych komunikatów powodował spadek długookresowych stóp procentowych (Williams 2014).

Na początku 2013 roku Fed ogłosił, że „stopy procentowe nie będą podnoszone, aż stopa bezrobocia spadnie do 6,5%, o ile inflacja nie będzie wyższa niż 2,5%”. Tego typu powiązanie stopy procentowej z publicznie dostępnymi danymi statystycznymi niezależnymi od banku centralnego jeszcze bardziej uwiarygadnia politykę *forward guidance*²⁴. Na posiedzeniu w październiku 2014 roku FOMC podtrzymał stanowisko, że w świetle aktualnych danych wyjątkowo niski poziom stopy funduszy federalnych (w przedziale od 0 do 0,25%) jest uzasadniony i powinien być utrzymany przez „znaczący okres czasu (*a considerable time*) po zakończeniu bieżącego programu skupu aktywów, zwłaszcza jeśli inflacja pozostanie poniżej długookresowego celu 2%, a długookresowe oczekiwania inflacji pozostaną dobrze zakotwiczone (*well anchored*)”.

5. Zmiany w strategii BCI

5.1. Strategia BCI

Reguła (albo strategia) BCI polega na tym, że bank centralny ustala pożądany poziom inflacji w średnim okresie (czyli ustala tzw. cel inflacyjny – *inflation target*), a następnie prognozuje inflację i dostosowuje politykę pieniężną do różnicy między celem inflacyjnym a przewidywaną inflacją. Innymi słowy, bank centralny zaostrza politykę pieniężną, gdy z prognozy wynika, że inflacja będzie wyższa od przyjętego celu, i luzuje politykę pieniężną, gdy prognoza wskazuje, że inflacja będzie niższa od celu. W praktyce oznacza to, że w pierwszym przypadku bank centralny podnosi oficjalne stopy procentowe, a w drugim przypadku je obniża.

W rzeczywistości strategia BCI jest czymś znacznie szerszym i bardziej kompleksowym, niż tylko wąsko zdefiniowaną regułą prowadzenia polityki pieniężnej (Szpunar 2000,

²⁴ Pomimo że już w kwietniu 2014 r. stopa bezrobocia w USA spadła poniżej 6,5% (do 6,3%), Fed nie zdecydował się na zaostrzenie polityki pieniężnej, a jedynie ogłosił, że stopniowo będzie ograniczał skalę skupu aktywów.

s. 183–196). Jest w istocie pewnym całościowym systemem, w ramach którego bank centralny prowadzi politykę pieniężną w taki sposób, aby utrzymać stabilność cen w różnych warunkach. Strategia BCI nie jest tak sztywna, czy wręcz mechaniczna, jak stosowane tradycyjnie reguły celu pośredniego (na przykład reguły stałej stopy wzrostu podaży pieniądza czy reguły stałego kursu walutowego), ale nie jest też całkowicie dowolna, jak pełna dyskrecjonalność. Może ona przybierać różne formy, uwzględniające specyfikę poszczególnych krajów. Jest to więc system zapewniający niezbędną elastyczność, pozwalający bankom centralnym reagować na nieoczekiwane wydarzenia, zachowując jednocześnie jasny cel działania (Bernanke i in. 1999; Wojtyła 2012).

Rezygnacja z celu pośredniego w postaci podaży pieniądza oznaczała daleko idącą zmianę w sposobie prowadzenia polityki pieniężnej, a w praktyce – zerwanie z zasadą sformułowaną przez M. Friedmana, że banki centralne powinny starać się utrzymywać stabilne, umiarkowane tempo wzrostu podaży pieniądza w długim okresie. Parametry polityki pieniężnej miały teraz dostosowywać się do przewidywanego poziomu inflacji w przyszłości. Ta orientacja „ku przyszłości” (*forward-looking policy*) jest najbardziej charakterystyczną cechą koncepcji BCI.

Jednak reguła oparta o praktycznie nieobserwowalną zmienną, jaką jest prognozowana inflacja, niosła ryzyko osłabienia wiarygodności polityki pieniężnej. Uczestnicy rynku mogli obawiać się, że prognozy mogą być sporządzane w sposób mało wiarygodny, a niepewna przyszłość może być źródłem częstych błędów w polityce pieniężnej. Co więcej, rezygnacja z nominalnej kotwicy, jaką był parytet złota w systemie waluty złotej czy ustalone tempo wzrostu podaży pieniądza w systemie pieniądza papierowego, niosła ryzyko wzrostu oczekiwań inflacyjnych i dewaluacyjnych. Dlatego rozwijając koncepcję BCI, szczególną uwagę poświęcono tym jej elementom, które wzmacniały jej wiarygodność i stabilizowały oczekiwania uczestników rynku.

Przyjmuje się, że w operacyjnym zastosowaniu strategii BCI banki centralne muszą rozstrzygnąć o następujących kwestiach (zob. m.in. Bernanke, Mishkin 1997; Bernanke i in. 1999, s. 27–38):

- wybór miernika inflacji – czy ma nim być wskaźnik CPI, PPI, HICP, wskaźnik inflacji bazowej (*core inflation*), czy też jakaś inna miara zmian cen,
- ustalenie celu inflacyjnego w perspektywie średniookresowej, co jest równoznaczne z przyjęciem określonej definicji „stabilności cen”. Wyznaczenie celu może przyjąć postać wartości punktowej, przedziału wartości, bądź wartości punktowej z określonymi limitami odchylenia (na przykład w Polsce $2,5\% \pm 1$ p.p., a w Unii Gospodarczo-Walutowej „poniżej 2%, ale blisko 2%”),
- przyjęcie systemu systematycznych (powtarzalnych), niezależnych i wiarygodnych prognoz inflacji i zasady „patrzenia do przodu” (*forward-looking*) zamiast „patrzenia do tyłu” (*backward-looking*),
- przyjęcie i ogłoszenie „funkcji reakcji”, rozumianej jako sposób powiązania decyzji polityki pieniężnej z wynikami prognoz, uwzględniając jednocześnie dopuszczalne

opóźnienia w reakcji, dopuszczalny okres odchylenia się inflacji od celu oraz sposób reagowania na jednorazowe szoki podażowe i zewnętrzne (*external shocks*),

- strategii komunikowania się z rynkami (wyjaśnianie decyzji, udostępnianie stosowanych modeli, wyjaśnianie błędów i odchyłeń).

Tak zdefiniowana strategia BCI sprawdzała się całkiem nieźle w kontrolowaniu inflacji w latach 90. i 2000. Prawdziwym testem jej skuteczności stał się jednak dopiero kryzys finansowy (Rosati 2016). Okazało się, że polityka pieniężna, która skupia się na realizacji jednego celu, jakim jest utrzymanie stabilności cen, nie jest w stanie zapobiec narastaniu spekulacyjnej nierównowagi na rynku aktywów, i nie chroni przed recesyjnymi skutkami pęknięcia bańki spekulacyjnej. Okazało się również, że ujemne następstwa kryzysu finansowego mogą być długotrwałe i trudne do przezwyciężenia tradycyjnymi metodami. Dlatego w odpowiedzi na kryzys pojawiły się propozycje zmian w strategii BCI, które mogłyby przyspieszyć ożywienie gospodarcze i zapobiec załamaniom finansowej przy jednoczesnym utrzymaniu stabilności cen jako głównego celu polityki pieniężnej. Najważniejsze z nich są omówione poniżej.

5.2. Propozycje zmian w strategii BCI

Niezależnie od poszukiwania i testowania niekonwencjonalnych instrumentów polityki pieniężnej, w środowisku ekonomistów toczy się dyskusja na temat sposobów udoskonalenia i korekty strategii bezpośredniego celu inflacyjnego zarówno w kontekście przeciwdziałania nadmiernej spekulacji na rynkach finansowych, jak i w kontekście przełamania kryzysu i pobudzania aktywności gospodarczej. Dyskusje te idą w kilku kierunkach.

Jako jedno z pierwszych pojawiło się pytanie, czy i jak banki centralne stosujące strategię BCI powinny przeciwdziałać narastaniu baniek spekulacyjnych. Teoretycznie, bank centralny może zareagować na pojawiające się napięcia na rynku aktywów na kilka różnych sposobów. Na przykład, może włączyć zmiany cen aktywów do głównego wskaźnika inflacji (CPI, HICP) i reagować na nadmierny wzrost tego wskaźnika poprzez podniesienie stóp procentowych, gdy inflacja przekroczy pewien poziom. Jest to działanie wyprzedzające (*ex-ante*) i sprowadza się do „przebicia” bańki spekulacyjnej jeszcze w fazie jej narastania²⁵. Mankamentem tej metody jest jednak to, że naraża ona politykę pieniężną na względnie dużą niestabilność. Gdy ceny aktywów szybko rosną, a ich udział we wskaźniku inflacji jest relatywnie wysoki, działanie *ex-ante* wymaga dużych wzrostów stóp procentowych, co może nadmiernie utrudniać działalność sektora realnego i hamować wzrost gospodarczy. Gdy z kolei ceny aktywów rosną wolniej lub nawet spadają, wskaźnik CPI będzie zaniżał rzeczywistą inflację, i nadmiernie luźna polityka pieniężna może wówczas zagrozić

²⁵ Wiele wskazuje na to, że tak właśnie powinien był zachować się bank centralny Japonii w latach 90., kiedy na skutek ekspansywnej polityki pieniężnej doszło do spekulacyjnego wzrostu cen aktywów finansowanego kredytem bankowym. Pęknięcie bańki spekulacyjnej zagroziło stabilności sektora bankowego, który musiał silnie ograniczyć kredyty dla sektora realnego, co wpędziło japońską gospodarkę w wieloletnią stagnację.

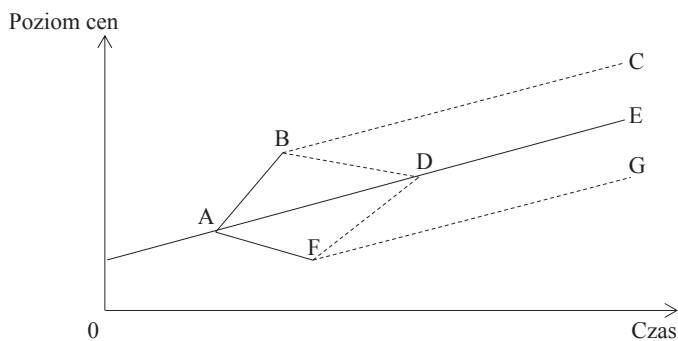
stabilności cen. Co więcej, bank centralny często nie jest w stanie ocenić, czy i kiedy wzrost cen aktywów, w tym na przykład cen domów, jest na tyle duży, że uzasadnia zaostrzenie polityki pieniężnej.

Zamiast podejmować ryzyko działania wyprzedzającego, bank centralny może utrzymywać umiarkowane stopy procentowe i czekać, aż bańka spekulacyjna sama pęknie, a następnie przeciwdziałać tendencjom recesyjnym agresywnie luzując politykę pieniężną *ex-post*. Takie podejście ekonomiści zaczęli nazywać doktryną Greenspana, ponieważ to właśnie szef amerykańskiego Fed przekonywał do słuszności takiej polityki (Greenspan 1999; Bernanke, Gertler 2001). Zgodnie z tym poglądem, polityka pieniężna powinna uwzględniać zmiany cen aktywów tylko w takim stopniu, w jakim wpływają one na prognozę przyszłej inflacji. Gdy prognoza przyszłej inflacji uwzględnia bieżące zmiany cen aktywów, dodatkowa reakcja polityki pieniężnej na te zmiany nie jest potrzebna. Tak właśnie postępowała większość banków centralnych w okresie poprzedzającym kryzys. Okazało się jednak, że nie było to w stanie zapobiec wejściu gospodarki USA w głęboką recesję w 2009 roku, pomimo bardzo agresywnego luzowania polityki pieniężnej i szybkiego obniżenia stóp procentowych praktycznie do zera. Ponadto, w dłuższym okresie niepożądanym skutkiem takiego działania może być trwale odchylenie nastawienia polityki pieniężnej w stronę nieuzasadnionej ekspansji – ponieważ poluzowanie polityki w okresie pokryzysowym nie jest równoważone odpowiednim zacieśnieniem polityki w okresie ekspansji gospodarczej. Ta asymetria zwiększa prawdopodobieństwo wystąpienia kolejnych baniek spekulacyjnych w przyszłości.

Jeszcze innym sposobem postępowania jest stosowanie strategii „opierania się wiatrowi” (*leaning against the wind*). Bank centralny stara się wówczas uwzględniać zagrożenia płynące z nadmiernego wzrostu cen aktywów dla stabilności cen w średnim horyzoncie czasu i reaguje, stopniowo zaostrzając politykę pieniężną. Celem nie jest przebijanie bańki spekulacyjnej, a raczej systematyczne ograniczanie dostępu do finansowania, tak, aby ją „zagłodzić”. Zaletą tej strategii jest działanie w sposób wyprzedzający i symetryczny. Ale strategia „opierania się wiatrowi” wymaga bardzo dobrego rozeznania w sytuacji na rynku aktywów i umiejętności trafnego przewidywania jego dalszej dynamiki. Gdy tego rozeznania brakuje, strategia stopniowego zaostrzania polityki pieniężnej może nie być skuteczna, a według niektórych autorów może nawet być przeciwnie skuteczna, gdy wzrost stóp procentowych pobudza dalszy wzrost cen aktywów (Gali 2013).

Inne propozycje idą w kierunku zmiany sposobu formułowania celu w ramach strategii BCI. Jedną z najbardziej popularnych jest odejście od strategii BCI na rzecz strategii osiągnięcia określonego poziomu cen, czyli *price-level targeting* – PLT (Eggertsson, Woodford 2003; Kahn 2009; Carney 2009; Bean i in. 2011; Wojtyna 2012). O ile w strategii BCI chodzi o powrót do określonej stopy inflacji, o tyle w strategii PLT odchylenia od ścieżki cen są korygowane zmianami stóp procentowych w taki sposób, aby powrócić do ustalonego określonego poziomu cen. Zilustrowano to na rysunku 8.

Gdy inflacja rośnie i poziom cen podnosi się z A do B, strategia BCI wymaga ustabilizowania inflacji na ścieżce BC, natomiast strategia PLT wymaga powrotu na ścieżkę BDE. Z kolei, gdy inflacja spada i poziom cen obniża się z A do F, strategia BCI wymaga ustabilizowania inflacji na ścieżce FG, natomiast strategia PLT wymaga powrotu na ścieżkę BDE. Oznacza to, że strategia PLT wymaga generalnie silniejszego zaostżenia polityki pieniężnej niż strategia BCI przy wzroście inflacji (ponieważ poziom cen ma powrócić na wyjściową ścieżkę), ale wymaga słabszego zaostżenia polityki pieniężnej przy spadku inflacji niż strategia BCI. Różnica jest szczególnie ważna przy zagrożeniu deflacją – przy spadku cen z A do F, strategia PLT pozwala na silniejsze luzowanie polityki pieniężnej. Gdy stopy procentowe są już na dolnej zerowej granicy, strategia PLT ma przewagę nad BCI, bo wywiera presję na spadek realnych stóp i stabilizuje oczekiwania inflacyjne na wyższym poziomie, co powinno sprzyjać szybszemu wzrostowi gospodarczemu (Woodford 2012).



Rysunek 8. Strategia BCI a strategia PLT

Źródło: opracowanie własne.

Problemem do rozwiązania w przypadku stosowania strategii PLT jest sposób komunikowania się z rynkami. Strategia ta wymaga bowiem porzucenia jasnego i zrozumiałego celu w postaci określonej stopy inflacji i przejścia na nowy wskaźnik, mniej powszechnie zrozumiały. Uzasadnianie przez bank centralny ciągłych zmian poziomu pożądanej inflacji może grozić utratą wiarygodności banku. Generalnie strategia PLT wiąże się z większą zmiennością stóp procentowych w czasie, co może destabilizować działalność gospodarczą. Być może dlatego żaden bank centralny nie zdecydował się na jej konsekwentne wdrożenie.

Inną interesującą propozycją jest porzucenie celu inflacyjnego na rzecz celu w postaci określonej stopy wzrostu nominalnego PKB (*nominal GDP growth* – NG). Załóżmy, że ustala się cel wzrostu nominalnego PKB na poziomie 5%, zakładając, że w normalnych warunkach potencjalne tempo realnego wzrostu wynosi 3%, a inflacja pozostaje na poziomie 2%. Gdy realne tempo wzrostu spada poniżej tempa potencjalnego, trzeba luzować politykę pieniężną. Na przykład, gdy realne tempo spada do 0%, trzeba tak obniżyć stopy procentowe, aby inflacja wzrosła do 5%. Z kolei gdy realne tempo wzrostu przyspiesza do

5%, należy zaostrzać politykę pieniężną, aby obniżyć inflację do zera. Reguła nominalnego wzrostu PKB zakłada więc pełną wymiennosc pomiędzy preferowaną stopą inflacji i stopą realnego wzrostu PKB (Sumner 2011; McCallum 2011a; Sheedy 2014). Również i ta strategia wiąże się z szeregiem problemów. Z jednej strony brakuje wiarygodnych modeli i dobrego rozpoznania zależności pomiędzy PKB a inflacją. Z drugiej – znacznie trudniej jest stabilizować oczekiwania inflacyjne w ramach tej strategii, ponieważ wskaźnik nominalnego PKB jest mniej czytelny niż wskaźnik CPI. Rodzi to ryzyko utraty wiarygodności antyinflacyjnej przez bank centralny. Ponadto, jak wskazują Hall i Mankiw (1994), problemem mogą być zmiany w tempie wzrostu wydajności pracy. Mogłyby one zmuszać do zaostrzania polityki pieniężnej, aby hamować inflację w okresach szybkiego wzrostu wydajności pracy. Wreszcie, istotną trudnością techniczną jest brak miesięcznych danych dotyczących PKB w większości krajów.

Trzecim możliwym sposobem korekty strategii BCI jest po prostu podwyższenie celu inflacyjnego w okresach przewlekłej recesji. Na przykład, Blanchard i in. (2010) proponują, aby w czasie kryzysu podnieść cel inflacyjny z 2 do 4%, aby ograniczyć ryzyko spadku stóp procentowych do dolnej „zerowej granicy”, i ogłosić, że ten wyższy cel inflacyjny będzie utrzymany aż do momentu, gdy stopa bezrobocia spadnie do ustalonego wcześniej poziomu, na przykład 6,5% (Blanchard, Dell’Ariccia, Mauro 2010). Gdy nie można dalej obniżyć stóp nominalnych poniżej zera, trzeba po prostu wykreować oczekiwania wyższej inflacji. Aby uwiarygodnić tę politykę, można podnosić cel inflacyjny albo obniżać wymagany próg bezrobocia. Uzasadniając tę propozycję, autorzy wskazują na duże prawdopodobieństwo powtarzania się w przyszłości kryzysów finansowych i występowania problemu „zerowej granicy”²⁶.

Krytycy tej propozycji wskazują, że pociąga ona za sobą wyższe koszty netto inflacji – generalnie przy wyższym poziomie inflacji ma miejsce wyższa dyspersja cen i występuje spadek popytu na realne zasoby pieniądza, co ujemnie wpływa na wzrost gospodarczy. Podkreślają także trudności komunikacyjne i ryzyko spadku wiarygodności banku centralnego, związane z akceptowaniem wyższego poziomu inflacji i, generalnie, z większym zakresem dyskrecjonalności polityki pieniężnej (Bean i in. 2010; Issing 2011; McCallum 2011b).

Podsumowując, wydaje się, że strategia BCI wyszła generalnie zwycięsko z trudnej próby, jaką okazał się kryzys finansowy i gospodarczy lat 2008–2012, i wciąż jest traktowana jako najbezpieczniejsza i najmniej kontrowersyjna odmiana reguły polityki pieniężnej. Zarazem można jednak przypuszczać, że lekcje zebrane w czasie kryzysu posłużą bankom

²⁶ Również Schmitt-Grohé i Uribe (2012) proponują przejściowe podwyższenie celu inflacyjnego w horyzoncie średniookresowym, tak aby przyspieszyć inflację i uzyskać tą drogą niezbędny spadek płac realnych w zadłużonych krajach strefy euro warunkach sztywności płac nominalnych. Autorzy szacują, że podniesienie inflacji do 4,2–4,3% w okresie pięciu lat pozwoliłoby powrócić do poziomu pełnego zatrudnienia w zadłużonych (peryferyjnych) krajach strefy euro.

centralnym jako materiał do dokonania kolejnych modyfikacji i usprawnień strategii BCI, przy pozostawianiu generalnie w jej ramach.

Uwagi końcowe

Kryzys finansowy lat 2008–2009 ujawnił ograniczenia konwencjonalnej polityki pieniężnej i zmusił do ponownego przemyślenia jej głównych reguł i zasad. W ramach dyskusji nad sposobami przezwyciężenia zapaści gospodarczej wywołanej kryzysem rozważano różne propozycje mające zwiększyć skuteczność polityki pieniężnej. Niektóre z nich, w tym niekonwencjonalne instrumenty polityki pieniężnej, takie jak skup aktywów i ujemne stopy procentowe, zostały zastosowane w praktyce przez niektóre banki centralne. Inne, jak zmiany w strategii BCI, są nadal przedmiotem dyskusji lub są testowane w sposób nieformalny. Pełna ocena tej polityki musi jeszcze poczekać, aż ujawnią się skutki działań podjętych w okresie kryzysu i w latach następnych. Jednak wstępna analiza pozwala sądzić, że zastosowanie niestandardowych instrumentów, zwłaszcza takich jak ujemne stopy procentowe, luzowanie ilościowe i polityka „wytycznych na przyszłość” przyczyniło się do złagodzenia przebiegu załamania gospodarczego i przyspieszyło wyjście z kryzysu. Ocena ta dotyczy zwłaszcza tych krajów, które podjęły niekonwencjonalne działania odpowiednio wcześniej i na dużą skalę, takich jak Stany Zjednoczone i, w mniejszym stopniu, Wielka Brytania. W Japonii i w strefie euro instrumenty niekonwencjonalne były zastosowane generalnie kilka lat później niż w USA. Mógł być to jeden z powodów, dla których powrót na ścieżkę wzrostu w strefie euro trwał dłużej.

Literatura

- Bean Ch., Paustian M., Penalver A., Taylor T. (2011). Monetary Policy After the Fall. W: *Macroeconomic Challenges: The Decade Ahead* (s. 267–328). A Symposium Sponsored by the Federal Reserve Bank of Kansas City. Jackson Hole. July.
- Bernanke B.S. (2009). *The Crisis and the Policy Response*. Board of Governors of the Federal Reserve System. Pobrano z: <http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20090113a.htm>.
- Bernanke B.S., Mishkin F.S. (1997). Inflation Targeting: A New Framework for Monetary Policy? *National Bureau of Economic Research, Working Paper 5893*.
- Bernanke B.S., Gertler M. (2001). Should Central Banks Respond to Movements in Asset Prices. *American Economic Review*, 91 (2), 253–257.
- Bernanke B.S., Laubach T., Mishkin F.S., Posen A.S. (1999). *Inflation targeting. Lessons from International Experience*. Princeton University Press.
- Blanchard O.J., Dell’Ariccia G., Mauro P. (2010). *Rethinking Macroeconomic Policy*. IMF Staff Position Note, SPN/10/03. Washington D.C.
- Blanchard O.J., Dell’Ariccia G., Mauro P. (2013). *Rethinking Macroeconomic Policy. Getting Granular*. IMF Staff Discussion Note, SDN/13/03.
- Buiter W. (2008). Pobrano z: <http://blogs.ft.com/maverecon/2008/12/quantitative-easing-and-qualitative-easing-a-terminological-and-taxonomic-proposal/#axzz3Gn2czDrq>.
- Buiter W.H. (2014). The Simple Analytics of Helicopter Money: Why it Works – Always. *Economics*, 8, 1–53.
- Buiter W.H., Panigirtzoglou N. (2003). Overcoming the Zero Bound on Nominal Interest Rates with negative Interest on Currency. Gesell’s Solution. *The Economic Journal*, 113 (490), 723–746.

- Campbell J.R., Evans Ch.L., Fisher J.D.M., Justiniano, A. (2012). Macroeconomic Effects of Federal Reserve Forward Guidance. *Brookings Papers on Economic Activity*, Spring.
- Carney M.J. (2009). Commentary: Using Monetary Policy to Stabilize Economic Activity. W: *Financial Stability and Economic Policy. A Symposium Sponsored by the Federal Reserve Bank of Kansas City*. Jackson Hole.
- Chen H., Curdia V., Ferrero A. (2012). *The Macroeconomic Effects of Large-Scale Asset Purchase Programs*. The Federal Reserve Bank of San Francisco.
- Claeys G., Alvaro L., Mandra A. (2015). European Central Bank Quantitative Easing: A Detailed Manual. *Bruegel Policy Contribution*, 01.
- Davig T., Leeper E.M. (2007). Generalizing the Taylor Principle. *American Economic Review*, 97 (3), 607–635.
- Draghi M. (2015). *Introductory Statement to the Press Conference (with Q&A)*. Frankfurt am Main, 22 January. Pobrano z: <http://www.ecb.europa.eu/press/pressconf/2015/html/is150122.en.html>.
- Gali J. (2013). Monetary Policy and Rational Asset Price Bubbles. *CEPR Discussion Paper*, DP9355.
- Greenspan A. (1999). *Testimony before the Committee on Banking and Financial Services*. US House of Representatives.
- Gros D. (2012). A Simple Model of Multiple Equilibria and Default. *CEPS Working Document*, 366.
- Eggertsson G.B., Woodford M. (2003). The Zero Bound on Interest Rates and Optimal Monetary Policy. *Brookings Papers on Economic Activity*, 1, 139–211.
- Friedman M. (1969). *The Optimum Quantity of Money*. Chicago: Chicago University Press.
- Hall R.E. (2013). *The Routes Into and Out of the Zero Lower Bound*. Pobrano z: <https://www.kansascityfed.org/publicat/sympos/2013/2013hall.pdf>.
- Hall R.E., Mankiw N.G. (1994). Nominal Income Targeting. *NBER Working Paper*, 4439.
- Fujiki H., Okina K., Shiratsuka S. (2001). *Monetary Policy under Zero Interest Rate: Viewpoints of Central Bank Economists*. Monetary and Economic Studies. Bank of Japan's Institute for Monetary and Economic Studies.
- Issing O. (2011). Lessons for Monetary Policy. What Should the Consensus Be? *IMF Working Paper*, 11/97.
- Kahn G.A. (2009). Beyond Inflation Targeting: Should Central Banks target the Price Level? *Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Review*, 3.
- Klyuev V., de Imus P., Srinivasan K. (2009). *Unconventional Choices for Unconventional Times: Credit and Quantitative Easing in Advanced Economies*. IMF Staff Position Note.
- Krugman P.R. (1998). It's Baaack: Japan's Slump and the Return of the Liquidity Trap. *Brookings Papers on Economic Activity*, 2, 137–187.
- Marciniak Z. (2014). Niekonwencjonalna polityka pieniężna. W: G. Wojtkowska-Lodej, H. Bąk (red.), *Wybrane aspekty funkcjonowania Polski w Unii Europejskiej*. Warszawa: Oficyna Wydawnicza Szkoły Głównej Handlowej.
- McCallum B.T. (2011a). *Nominal GDP Targeting*. Shadow Open Market Committee. October.
- McCallum B.T. (2011b). Should Central Banks Raise their Inflation Targets? Some Relevant Issues. *Federal Reserve Bank of Richmond Economic Quarterly*, 2.
- Rosati D.K. (2009). Przyczyny i mechanizm kryzysu finansowego w USA. *Ekonomista*, 3, 315–351.
- Rosati D.K. (2016). *Polityka gospodarcza. Wybrane zagadnienia*. Warszawa: Oficyna Wydawnicza Szkoły Głównej Handlowej.
- Rzońca A. (2014). *Kryzys banków centralnych. Skutki stopy procentowej bliskiej zera*. Warszawa: C.H. Beck.
- Rzońca A., Cizkowicz P. (2014). The Effects of Unconventional Monetary Policy: What Do Central Banks Not Include in their Models? *mBank – CASE Seminar Proceedings*, 131/2014.
- Schmitt-Grohé S., Uribe M. (2012). The Case for Temporary Inflation in the Eurozone. *CEPR Discussion Paper*, 9133.
- Sheedy K.D. (2014). Debt and Incomplete Financial Markets: A Case for Nominal GDP Targeting. *Brookings Papers on Economic Activity*, 301–361.
- Summers L. (2016). The Age of Secular Stagnation: What It Is and What to Do About It. *Foreign Affairs*, February.
- Sumner S.B. (2011). Re-Targeting the Fed. *National Affairs*, Fall.
- Sumner S.B. (2014). Nominal GDP Targeting: A Simple Rule to Improve Fed Performance. *Cato Journal*, 34 (2).
- Taylor J.B. (2000). Reassessing Discretionary Fiscal Policy. *Journal of Economic Perspectives*, 30 (3).
- Werning I. (2011). Managing a Liquidity Trap: Monetary and Fiscal Policy. *Working Paper. NBER Working Paper* 17344.
- Williams, J.C. (2014). *Monetary Policy at the Zero Lower Bound. Putting Theory into Practice*. Hutchins Centre on Fiscal & Monetary Policy at Brookings. January 16.
- Wojtyła A. (2012). Banki centralne po kryzysie: czy konieczne są zmiany w strategii bezpośredniego celu inflacyjnego? *Gospodarka Narodowa*, 7–8, 45–65.

Woodford M. (2012). *Methods of Policy Accommodation at the Interest-Rate Lower Bound*. The Federal Reserve Bank of Kansas City Symposium on The Changing Policy Landscape. Jackson Hole, Wyoming, August 31.

NEW TENDENCIES IN MONETARY POLICY AFTER THE FINANCIAL CRISIS 2008–2012

Abstract: *Purpose* – Synthetic discussion of these unconventional instruments, which were either used or were to be used in the monetary policy of selected central banks. Respectively will be discussed policy of zero and negative nominal interest rates, QE, helicopter money policy and the policy of forward guidance.

Design/methodology/approach – Analysis of documents ECB, Eurostat and OECD databases and the Fed.

Originality/value – Offer modifications to the strategy of direct inflation targeting.

Keywords: financial crisis, QE, helicopter money, forward guidance, policy of zero and negative nominal interest rates

Cytowanie

Rosati D.K. (2016). Nowe tendencje w polityce pieniężnej po kryzysie finansowym 2008–2012. *Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia*, 4 (82/1), 461–490. DOI: 10.18276/frfu.2016.4.82/1-39.