# WYZWANIA DLA SYSTEMU BANKOWEGO W ŚWIETLE GLOBALNEGO KRYZYSU FINANSOWEGO

**Wiesława Przybylska-Kapuścińska**
Uniwersytet Ekonomiczny w Poznaniu
**Magdalena Szyszko**
Wyższa Szkoła Bankowa w Poznaniu

# *QUANTITATIVE EASING* – NIESTANDARDOWE NARZĘDZIA POLITYKI PIENIĘŻNEJ W ARCHITEKTURZE RYNKÓW FINANSOWYCH

## Wstęp

Ramy współczesnej polityki pieniężnej wyznacza akceptowany powszechnie konsensus wypracowany w ramach nowej syntezy neoklasycznej. Zgodnie z nim polityka monetarna powinna być prowadzona przez niezależny bank centralny, którego celem priorytetowym jest stabilność cen. Za najlepszą strategię polityki uznaje się strategię celu inflacyjnego. Rolę instrumentu polityki prowadzonej w takiej strategii powinna odgrywać stopa procentowa[1]. Prowadzona w tak zarysowanych ramach polityka monetarna wydaje się odnosić sukcesy – patrząc przez pryzmat realizacji pierwszoplanowego celu. Choć przejściowo w każdym obszarze monetarnym występuje możliwość przestrzelenia celu, należy stwierdzić, że w wielu krajach rozwiniętych osiągnięto relatywnie niskie stopy inflacji. Sytuacja taka rodzi jednak dodatkowe wyzwania dla polityki monetarnej, której podstawowym instrumentem są stopy procentowe. Dążenie do utrzymywania stopy inflacji na bardzo niskim poziomie wiąże się z ograniczeniem możliwości przeciwdziałania przez bank centralny ewentualnym szokom deflacyjnym, gdyż dolną granicę obniżania stóp procentowych stanowi zero. Bank centralny w sytuacji, gdy stopy inflacji i nominalne stopy procentowe są utrzymywane na niskim poziomie, nie może obniżać stóp procentowych w takim stopniu, w jakim zrobiłby to, gdyby granica

[1] Zgodnie z ramami tego konsensusu bank centralny powinien być również wiarygodny i przejrzysty, co ma związek ze znaczeniem oczekiwań w polityce monetarnej. Kanał oczekiwań inflacyjnych jest postrzegany jako najistotniejszy kanał transmisji polityki.

ta nie istniała. Utrudnia to również sygnalizowanie nastawienia w polityce monetarnej (Musielak-Linkowska 2006, s. 212-213).

Problem granicy nominalnych stóp procentowych (*zero bound problem*) został scharakteryzowany w literaturze przedmiotu (zob. Svensson 1999; Yates 2002; Orphanides 2004). Co więcej, utrzymująca się deflacja w gospodarce japońskiej umożliwiła badania empiryczne tego aspektu polityki monetarnej. Kryzys zapoczątkowany w połowie 2007 roku na rynku kredytów *subprime* w Stanach Zjednoczonych sprawił jednak, że polityka monetarna w wielu gospodarkach świata stanęła przed wyzwaniem związanym z funkcjonowaniem w warunkach stosunkowo niskiej inflacji (bieżącej i oczekiwanej) i przy bardzo niskich stopach nominalnych banków centralnych. Jednocześnie banki centralne zetknęły się z wysoką awersją do ryzyka uczestników rynku i koniecznością wspomagania płynności rynku. Obniżanie stóp nie uruchamiało kanałów transmisji monetarnej.

Wobec takiej sytuacji część banków centralnych wdrożyła niestandardowe instrumenty polityki, podejmując próby jej złagodzenia kanałami innymi niż stopa procentowa. Celem niniejszego artykułu jest charakterystyka narzędzi zaliczanych do grupy *quantitative easing* (QE) i prezentacja głosów w dyskusji dotyczącej ich stosowania oraz wycofywania. Stosowanie tych instrumentów wpisuje się w nowy paradygmat finansów. Autorki nie dokonują oceny skuteczności programów stosowanych przez banki centralne od 2007 roku[2]. Byłoby to utrudnione choćby ze względu na to, że część działań jest dalej prowadzona, inne ciągle modyfikowane. Podjęto natomiast próbę syntetycznej prezentacji narzędzi i nakreślenia problemów związanych ze stosowaniem *quantitative easing*. W pierwszej części opracowania zaprezentowano ich istotę. W drugiej – działania banków centralnych[3] zmierzające do zwiększenia pieniądza w obiegu. Ostatnia część opracowania jest próbą nakreślenia głównych trudności związanych ze stosowaniem niestandardowych instrumentów w okresie zaburzeń na rynkach finansowych i po nich.

## 1. Istota i przesłanki stosowania niestandardowych instrumentów polityki monetarnej

Zmiany podaży pieniądza były celem pośrednim polityki prowadzonej w ramach tradycyjnej strategii polityki pieniężnej. Współcześnie banki centralne stosują triadę instrumentów i przypisują oficjalną stopę procentową dwóm spośród narzędzi (oprocentowanie głównych operacji otwartego rynku i operacji depozytowo-kredytowych), określając w ten sposób pożądany z punktu widzenia banku

[2] Dotychczas ukazało się już wiele takich opracowań dotyczących różnych obszarów monetarnych. (Kowalska 2009; Miruszewski 2009; Pruski 2009).

[3] Analizą zostaną objęte działania Systemu Rezerwy Federalnej (Fed), Europejskiego Banku Centralnego (EBC), Banku Anglii (BA). Działania te mają być wyłącznie tłem do dyskusji nad potrzebą stosowania QE.

centralnego poziom stopy na rynku międzybankowym i akceptowalny korytarz jej wahań. Zmiany głównej stopy mają w pierwszym etapie transmisji monetarnej wywierać wpływ na stopy rynku międzybankowego i inne ceny na rynku finansowym, a w kolejnych etapach uruchamiać procesy dostosowawcze na rynku klientowskim (koszty transakcji bank – klienci z sektora niefinansowego) i wreszcie w sferze realnej. Klasyczny kanał stóp procentowych uruchamia kanał cen aktywów i kredytowy, a także kanał oczekiwań (uczestnicy rynku formułują oczekiwania co do dalszych zmian stóp). Sterowanie stopą procentową pozwala na zarządzanie płynnością na rynku pieniężnym, a w średnim horyzoncie umożliwia realizację celu inflacyjnego. Jak już wspomniano, wobec niskich poziomów inflacji oraz stóp oficjalnych, możliwość wykorzystywania zmian stóp procentowych jako impulsu monetarnego jest znacząco ograniczona, szczególnie jeśli występujący szok wymagałby znacznych obniżek stóp. Dlatego bank centralny może zdecydować się nie tyle na zastąpienie stopy procentowej jako instrumentu polityki, ile na zastosowanie (często z założenia – czasowe) dodatkowych instrumentów sprowadzających się do bezpośredniego zasilania rynku w płynność. Bank centralny dysponuje narzędziami umożliwiającymi mu prowadzenie bardziej ekspansywnej polityki monetarnej dopóty, dopóki istnieją aktywa, jakie może skupić za pieniądz banku centralnego. Proces bezpośredniego zasilania rynków w płynność – zwiększania ilości pieniądza w obiegu, nazwano *quantitative easing* (QE)[4]. Inaczej opisuje się QE jako politykę oddziaływania na rynek nie kanałami stopy procentowej, ale innymi dostępnymi drogami. W wyniku ich zastosowania rośnie suma bilansowa banku centralnego. Według L. Bini-Smaghi (2009) niestandardowe instrumenty polityki monetarnej można podzielić na trzy grupy, które scharakteryzowano w tabeli 1.

Zaprezentowany podział niestandardowych narzędzi nie jest powszechnie akceptowany. Według Hrnčiřa (2009), QE prowadzi do zwiększania sumy bilansowej banku centralnego, ale w grupie niestandardowych instrumentów wymienia on także *qualitative easing*, związane ze zmianą struktury bilansu banku centralnego poprzez zwiększanie w sumie bilansowej udziału bardziej ryzykownych i mniej płynnych aktywów. *Credit easing* definiuje on jako operacje banku centralnego mające zastąpić finansowanie kredytem bankowym (którego dostępność jest czasowo ograniczona), prowadzące do wzrostu płynności wybranych segmentów rynku finansowego i spadku ryzyka związanego z notowanymi na nich papierami, przy jednoczesnym zwiększaniu własnej sumy bilansowej.

[4] Zwrot ten nie doczekał się dotychczas akceptowalnego powszechnie tłumaczenia polskiego. Autorki również postanowiły zostać przy określeniu anglojęzycznym. Co więcej, w literaturze często pojawia się pogląd, że *quantitative easing* jest częścią szerzej pojmowanych niestandardowych instrumentów polityki monetarnej. Autorki pozostaną przy szerokim rozumieniu terminu QE.

**Tabela 1. Podział niestandardowych instrumentów polityki monetarnej**

| Rodzaj instrumentu | Istota | Stosowanie |
|---|---|---|
| Direct quantitative easing | zakup przez bank centralny długoterminowych papierów rządowych od banków; zwiększony popyt na papiery rządowe powoduje wzrost ich ceny i spadek krzywej dochodowości tych papierów, która stanowi zazwyczaj punkt odniesienia do wyceny bardziej ryzykownych papierów prywatnych, tym samym i krzywa dochodowości dla tych papierów powinna spaść, pobudzony zostanie popyt inwestycyjny i zagregowany | skuteczność zależy od zachowań banków, powinny one uruchomić dodatkowe rezerwy powstałe w wyniku sprzedaży papierów, udzielając kredytów na rynku klientowskim; niekiedy jednak dodatkowe rezerwy utrzymywane są w banku centralnym jako bufor płynności, mimo że nie są wynagradzane albo są wynagradzane poniżej stopy rynkowej;<br>operacje powinny oprócz dostarczenia płynności, zmniejszyć marże między stopą banku centralnego a ceną kredytów w gospodarce |
| Direct credit easing | zakup przez bank centralny papierów prywatnych; bezpośredni wpływ na hurtowe rynki papierów wartościowych w okresach niskiej płynności i na marże na tych rynkach | skuteczność zależy od tego, w jakim stopniu przedsiębiorstwa korzystają z tej formy finansowania, bank centralny skupując takie papiery naraża się na ryzyko kredytowe, jakiego w normalnych warunkach nie podejmuje, problem z efektywną alokacją zasobów – nie wszystkie przedsiębiorstwa mają taki sam dostęp do finansowania przez emisję papierów wartościowych |
| Indirect quantitative/credit easing | bank centralny nie skupuje papierów wartościowych do swojego portfela, ale ułatwia dostęp do pieniądza banku centralnego bankom, pożyczając im na dłuższe terminy i na niestandardowych warunkach (np. rozszerzając zakres akceptowanych zabezpieczeń o papiery, których rynki są w danym momencie niepłynne) | bezpośredni wpływ na krzywą dochodowości – zmiana ceny papierów o takim terminie zapadalności, jaki okres finansowania oferuje bank centralny; wysoka efektywność operacji, gdy przeprowadzane są po stałej stopie procentowej i w ilościach żądanych przez banki; wzrost bazy monetarnej zależy od autonomicznych decyzji banków |

Źródło: opracowanie własne na podstawie L. Bini-Smaghi (2009).

Uruchomienie QE przez banki centralne najważniejszych obszarów monetarnych świata (Fed, EBC, BA) miało związek z potrzebą wpływu na rynek finansowy, którego uczestnicy po upadku amerykańskiego banku Lehman Brothers charakteryzowali się znaczną awersją do ryzyka[5]. Z tego powodu rynek finansowy (w szczególności międzybankowy i rynek kredytów dla klientów prywatnych) w wielu państwach przestał właściwie funkcjonować, co mogło przełożyć się na stabilność finansową, a także na realny sektor gospodarki. Pierwsze symptomy takich zagrożeń ujawniły się w drugiej połowie 2008 roku. Banki centralne zaczęły działać w warunkach obniżającej się presji inflacyjnej, nastąpiło pogorszenie koniunktury, a kryzys w sferze finansowej szybko przekładał się na sferę realną. Obniżaniu stóp procentowych zaczęło towarzyszyć wdrażanie niekonwencjonalnych instrumentów polityki monetarnej[6]. QE w szerokim rozumieniu przekładało się na stosowanie różnych instrumentów polityki monetarnej oraz łagodzenie warunków dostępu do dotychczasowych form operacji.

## 2. *Quantitative easing* w latach 2008-2009

Analizę polityki pieniężnej prowadzonej z wykorzystaniem niestandardowych instrumentów należy rozpocząć od stwierdzenia, że banki centralne są przygotowane od strony legislacyjnej do stosowania niestandardowych instrumentów. Możliwość taką dopuszczają zazwyczaj ustawy o banku centralnym lub akty o równorzędnej wadze. Już w ramach klasycznej triady narzędzia polityki ujęte są w dostrajające (*fine-tuning*) i strukturalne (*structural*) operacje otwartego rynku. Dzięki nim bank centralny może wywierać wpływ na płynność rynku międzybankowego (efekt ilościowy, a pośrednio wpływ na stopę procentową). Takie operacje pozwalają również na niestandardowe oddziaływanie w stosunku do sytuacji płynnościo-

[5] W Stanach Zjednoczonych pierwszy raz zastosowano niestandardowe narzędzia już po ujawnieniu się problemu kredytów *subprime* na rynku amerykańskim, czyli w drugiej połowie 2007 roku.

[6] Kryzys, zapoczątkowany na amerykańskim rynku w 2007 roku, nie był pierwszą w historii przesłanką skłaniającą banki centralne do wdrożenia QE. Bank Japonii podjął takie działania w marcu 2001 roku. Głównym celem operacyjnym stały się rezerwy banków utrzymywane na rachunku bieżącym w banku centralnym (wcześniej celowano w stopę O/N). Cel znacznie przekraczał poziom rezerw, jaki chciały utrzymywać banki. Bank centralny angażował się w operacje, podczas gdy instytucje finansowe nie były skłonne utrzymywać dodatkowych rezerw (Maeda i in. 2005, s. 2). Banki centralne, wdrażające niestandardowe instrumenty w 2007 roku i później, znajdowały się w nieco innej sytuacji, gdyż banki komercyjne poszukiwały płynności, choć niekoniecznie dążyły do zamiany nadwyżkowych rezerw utrzymywanych w banku centralnym w akcję kredytową. W tych obszarach monetarnych nie nastąpiło formalne odejście od sterowania stopą rynku międzybankowego. Wdrożenie QE miało wspomóc zarządzanie płynnością wobec nieskuteczności sterowania stopą procentową. W Japonii zwiększone rezerwy banków nie przekształciły się we wzrost kredytu.

wej sektora[7]. Sytuacja na rynkach finansowych skłoniła banki centralne do uruchomienia takich instrumentów, a także niekiedy do wprowadzenia innych rozwiązań. W przypadku skupu papierów o wyższym stopniu ryzyka na rynku pierwotnym lub wtórnym konieczne były dodatkowe zmiany aktów wykonawczych.

**Tabela 2. Instrumenty wdrożone w ramach *quantitative easing***

| Instrumenty | Opis |
|---|---|
| Fed | |
| Dostarczanie krótkoterminowej płynności bankom | – operacje repo,<br>– pożyczki dla banków w systemie aukcyjnym przy szerszym zakresie przyjmowanych zabezpieczeń (*Term Auction Facility*),<br>– zmiana w warunkach prowadzenia okna dyskontowego poprzez dopuszczenie banków nieprowadzących działalności depozytowej, rozszerzenie zakresu zabezpieczeń |
| Bezpośrednie dostarczanie płynności pożyczkobiorcom na wybranych segmentach rynku finansowego | – pożyczki dla banków przeznaczone na współfinansowanie zakupu papierów emitowanych przez fundusze rynku pieniężnego (*Assets-Backed Commercial Papers Money Market Fund Liquidity Facility*),<br>– zakup krótkoterminowych papierów komercyjnych emitowanych przez instytucje finansowe (*Commercial Papers Funding Facility*),<br>– *Money Market Investor Funding Facility*,<br>– skup instrumentów ABS zabezpieczonych kredytami konsumenckimi (*Term Assets-Backed Securities Loan Facility*),<br>– zakup *Mortgage-Backed Securites* (papiery gwarantowane przez *Fannie Mae, Freddie Mac and Ginnie Mae*),<br>– skup długu *Government Sponsored Enterprises*,<br>– krótkookresowe pożyczki obligacji skarbowych pod zastaw papierów wartościowych obarczonych wyższym ryzykiem (*Term Security Lending Facility*) |
| Transakcje FX-swap | – transakcje pomiędzy bankami centralnymi przeprowadzane w celu zapewnienia płynności dolarowej instytucjom z innych obszarów monetarnych (poprzez zasilanie w krajowych bankach centralnych); Fed angażował się w operacje z 14 bankami centralnymi |
| EBC | |
| Dostarczanie płynności bankom | – znaczny wzrost skali głównych operacji otwartego rynku; dostarczanie płynności po stałej stopie procentowej, przetarg kwotowy z pełnym przydziałem,<br>– wydłużenie zapadalności dłuższych operacji refinansujących (*Longer Term Refinancing Operations*) z 3 miesięcy do roku,<br>– poszerzenie zakresu akceptowanych zabezpieczeń |
| Bezpośrednie dostarczanie płynności | – zakup obligacji denominowanych w euro na rynkach pierwotnych i wtórnych |

[7] Jeśli system bankowy jest nadpłynny (przynajmniej nadpłynność operacyjna), to bank centralny w ramach głównych operacji otwartego rynku absorbuje płynność, a w ramach operacji niestandardowych może go czasowo zasilać. Odwrotna sytuacja występuje, gdy w sektorze bankowym utrzymuje się niedobór płynności.

| Instrumenty | Opis |
|---|---|
| Transakcje FX-swap | – linie swapowe z Fed i innymi bankami centralnymi,<br>– dostarczanie płynności walutowej (dolary, franki szwajcarskie); dolarowe aukcje *Term Auctions Facility* |
| BA | |
| Dostarczanie płynności bankom | – dodatkowe operacje dostarczania płynności,<br>– wdrożenie operacji *long term repo*,<br>– transakcje swap z bankami komercyjnymi – wymiana *Mortgage-Backed Securities* o wysokiej ocenie ratingowej na obligacje skarbowe (*Special Liquidity Scheme*),<br>– skup papierów skarbowych od banków w zamian za szeroki zestaw akceptowanych zabezpieczeń (*Discount Window Facility*) |
| Bezpośrednie dostarczanie płynności | – skup papierów komercyjnych, w tym emitowanych przez sektor bankowy (*Assets Purchase Facility*) |
| Transakcje FX-swap | – wspólne działania 5 banków centralnych, płynność dostarczana zgodnie z ogłaszanym harmonogramem |

Źródło: opracowanie własne na podstawie stron internetowych banków centralnych.

W szczególności niestandardowe zachowania banków centralnych polegały na:
- wydłużaniu zapadalności zasilających operacji otwartego rynku oraz rozszerzaniu zakresu akceptowanych zabezpieczeń i partnerów, którzy mogli brać udział w transakcjach, te działania miały dostarczać bankom krótkoterminowej płynności (co zgodnie z klasyfikacją zaprezentowaną w tabeli 1 mieści się w nurcie *indirect QE*),
- uruchomieniu dodatkowych aukcji z bardziej korzystnymi zasadami przydziału, uruchomieniu operacji dostrajających; także te operacje nakierowane były na wspomaganie płynności rynku,
- zasilaniu rynków w płynność w walutach; dzięki transakcjom swapowym, zawieranym przez banki centralne między sobą, banki centralne udostępniały swapy walutowe bankom funkcjonującym w ich obszarach monetarnych; te działania także mieszczą się w zakresie dostarczania bankom krótkoterminowej płynności, tym razem walutowej,
- bezpośrednim kredytowaniu przez bank centralny sektora finansowego (instytucje niebankowe) i prywatnego, przez zakup papierów wartościowych rządowych i prywatnych (QE, *credit easing*, zmiana w strukturze bilansów banków centralnych – *qualitative easing*),
- wzmocnieniu wywierania nieformalnych nacisków na banki (*moral suasion),*
- polityce informacyjnej, polegającej na szczegółowym wyjaśnianiu podejmowanych kroków (szczególnie Fed, którego polityka nie jest oceniania jako przejrzysta).

W tabeli 2 przedstawiono wybrane niestandardowe instrumenty polityki monetarnej, stosowane przez trzy banki centralne, wpisujące się właśnie w opisane powy-

żej obszary zmian. Banki centralne w znacznym stopniu zaangażowały się w zarządzanie kryzysem na rynkach finansowych. Pierwszym krokiem były zazwyczaj nieudane próby pobudzania rynku poprzez sterowanie stopą procentową (obniżki)[8]. Wprowadzano również inne niestandardowe rozwiązania związane ze sterowaniem korytarzem wahań stóp procentowych[9]. W kolejnym kroku dostarczano płynność krótkoterminową bankom. Dopiero w ostatniej kolejności zdecydowano się na bezpośrednie interwencje na rynkach kredytowych poprzez skup papierów wartościowych na nich notowanych. Te ostatnie operacje miały bezpośrednio oddziaływać na rynki kredytowe wobec niskiej skuteczności dotychczasowych narzędzi.

Stany Zjednoczone przeprowadzały QE na największą skalę, stosowały również najbardziej urozmaicony zestaw papierów wartościowych, jakie zaakceptowały w swoim portfelu. Fed zaakceptował papiery o najwyższym ryzyku, skupując nawet te, których podstawą były emisje papierów wartościowych na podstawie należności z tytułu kredytów hipotecznych – MBS-ów. Miało to związek z największą skalą załamania rynku w USA, ale również z tym, że na tym obszarze monetarnym funkcjonują najbardziej rozwinięte rynki papierów wartościowych. Fed mógł dość precyzyjnie wybierać rynek, który chce promować, zezwalając na korzystanie z papierów tego rynku jako zabezpieczenie lub bezpośrednio je skupując. Kanał bezpośredniego oddziaływania na rynek kredytowy okazał się zresztą najbardziej efektywny (Pruski 2009, s. 16). Można stwierdzić, że w krajach, gdzie istnieją różne segmenty rynku papierów wartościowych (rozwiązanie bliższe anglosaskim rynkom finansowym), QE może przyjąć formę selektywnego narzędzia polityki monetarnej, nakierowanego na segmenty rynku, które w ocenie banku centralnego najbardziej potrzebują wsparcia. Przy selektywnym oddziaływaniu rodzi się jednak pytanie o arbitralność alokacji pieniądza banku centralnego.

## 3. *Quantitative easing* po kryzysie

Kryzys zapoczątkowany na rynku amerykańskim w 2007 roku zmusił liczne banki centralne do uruchomienia, na niespotykaną dotąd skalę, narzędzi z zakresu szeroko rozumianego *quantitative easing*. Co więcej, w porównaniu z próbą uruchamiania niestandardowych narzędzi, okazały się one dość skuteczne. Wdrażanie QE niesie ze sobą jednak kilka problemów. Po pierwsze, programy wspierania bezpośredniego wybranych rynków finansowych pomyślane są jako rozwiązanie tym-

[8] Podstawowa stopa Banku Anglii od lutego 2009 r. wynosi 0,5%, Europejskiego Banku Centralnego – od maja 2009 r. wynosi 1%, a stopa dyskontowa Fed od grudnia 2008 r. – 0,5%.

[9] EBC w październiku 2008 r. rozszerzył korytarz ze 100 do 200 p.b., w styczniu 2009 r. bank centralny uznał, że można przedział ponownie zawęzić, a sytuacja płynnościowa na rynku międzybankowym nie wskazuje na to, by stopy tego rynku miały długotrwale kształtować się poza korytarzem. Bank Anglii wprowadził *Operational Standing Facility* zamiast standardowej operacji depozytowo-kredytowej na koniec dnia.

czasowe. Banki centralne stoją więc przed koniecznością podjęcia decyzji, kiedy i w jaki sposób zakończyć wspieranie tych rynków. Banki centralne powinny się z nich wycofać wtedy, gdy w ich ocenie w gospodarce nie będzie presji inflacyjnej, co pozwoli im na realizację celu inflacyjnego, a rynki finansowe odzyskają wystarczającą płynność i stabilność (spadek marż) i gospodarce nie będzie groziło znaczne spowolnienie. Muszą więc, uwzględniając sytuację bieżącą i prognozy, opracować harmonogramy wyjścia z rynków, które bezpośrednio wspierały, i powrotu do tradycyjnych instrumentów polityki. W przypadku bezwarunkowych zakupów papierów wartościowych (*outright*) bank centralny może zmniejszać wartość tych instrumentów w swoim portfelu, czekając do terminu zapadalności i nie ogłaszając jednocześnie kolejnych aukcji. W przypadku transakcji odwracalnych papiery powinny wrócić do emitentów lub wcześniejszych posiadaczy w ustalonych uprzednio terminach. Jednocześnie banki zmniejszając popyt na pieniądz banku centralnego miałyby powrócić do zarządzania płynnością na rynku międzybankowym. Bini-Smaghi (2009) podkreśla jednak, że będzie działo się to na rynkach finansowych, na których utrzymują się stosunkowo niskie stopy procentowe, niekorzystne z punktu widzenia kredytodawców, a właśnie oni powinni być skłonni do angażowania się w bardziej ryzykowne transakcje. O ile zachętą do tego byłaby dla nich wyższa stopa procentowa, o tyle zniechęciłaby ona kredytobiorców do zaciągania kredytów. Z drugiej strony same banki, które powinny powracać do finansowania na rynku międzybankowym, w przypadku podniesienia stopy oficjalnej mogłyby obawiać się o zachowanie płynności krótkoterminowej, co oznaczałoby dalszy wzrost stopy O/N rynku międzybankowego. Wreszcie Bini-Smaghi (2009) uważa, że bank centralny podnosząc stopy procentowe, a jednocześnie ciągle utrzymując elementy QE (choćby lepsze warunki dostępu do pieniądza banku centralnego niż przed kryzysem), wysyłałby niejednoznaczne sygnały o nastawieniu polityki monetarnej.

Wycofywanie się banków centralnych z instrumentów zastosowanych w *quantitative easing* nie pozostanie bez wpływu na rynki wówczas, gdy bank centralny zdecyduje się sprzedać papiery wartościowe przed terminem ich zapadalności. Ze względu na wartość dodatkowych instrumentów, ich sprzedaż wpłynie na krzywą dochodowości i może doprowadzić do strat kapitałowych posiadaczy podobnych papierów, także banku centralnego. Bank centralny może uruchamiać operacje sterylizujące, by znieść taki efekt choć częściowo, co znów będzie oznaczało zastosowanie niestandardowych instrumentów.

Wycofywanie się banków centralnych z QE rozpoczęło się w ostatnim kwartale 2009 roku. Zawiesiły one wówczas stosowanie niektórych instrumentów i zapowiedziały harmonogram rezygnacji z kolejnych. Jeszcze przez dłuższy czas ich bilanse będą jednakże zawierały papiery, jakich pierwotnie nie akceptowały (utrzyma się odzwierciedlenie *qualitative easing* w bilansach mimo odstąpienia od stosowania instrumentów w ramach QE).

Drugi problem związany ze stosowaniem *quantitative easing* osadzony jest nie we wpływie QE na rynki finansowe, ale wynika z przesłanek współczesnej myśli teoretycznej. Jak już wspomniano, bank centralny prowadzący nowoczesną politykę monetarną powinien skupić się na stabilności cen jako nadrzędnym celu finalnym. Tymczasem wdrażanie QE w warunkach kryzysu, gdy sytuacja bieżąca i prognozy wskazywały na ograniczanie presji inflacyjnej, znamionowało realizację dodatkowych celów banku centralnego. Po pierwsze jednym z głównych celów QE jest wpływ na popyt nominalny (OECD 2009, s. 36). Wzrost bazy monetarnej obniża ilość papierów rządowych w prywatnych portfelach, zmienia ich strukturę i obniża koszty alternatywne utrzymywania pieniądza dzięki niższym stopom procentowym. Działania z zakresu QE były przeprowadzane nie tylko z myślą o rynku finansowym i płynności poszczególnych segmentów, ale również z myślą o przeciwdziałaniu załamaniu się popytu prywatnego związanego z zahamowaniem akcji kredytowej (*credit crunch*). Co prawda wówczas, gdy cel priorytetowy zostanie osiągnięty, bank centralny może wspierać politykę gospodarczą, w tym prowadzić działania prowzrostowe. Nie wydaje się też właściwe rozważanie tej kwestii w kontekście niespójności w czasie polityki monetarnej (*time inconsistency*), bo w wyniku szokowych zaburzeń gospodarki decydenci mogli poszukiwać innej ścieżki niż pierwotnie uznanej za optymalną[10]. Niemniej jednak tak wyraźna realizacja innego celu niż cel inflacyjny może oznaczać dla uczestników rynku konieczność ponownej oceny wiarygodności banku centralnego jako podmiotu zaangażowanego w stabilizowanie inflacji. I na tej płaszczyźnie nie bez znaczenia pozostaje nie tylko skuteczność programów wdrożonych przez bank centralny, ale również sposób wycofania z QE bądź zmniejszenia jego skali i skutki tych działań dla gospodarki i inflacji. Z problemem tym w najmniejszym stopniu będzie się zmagał Fed, który stosuje strategię eklektyczną, nie koncentrując się *explicite* na celu inflacyjnym.

W trakcie wdrażania QE okazało się również, że banki centralne w wielu krajach rozpoczęły realizację jeszcze jednego nieogłoszonego celu, a mianowicie zaangażowały się w stabilność finansową. Mimo akceptacji takiego rozwiązania, bank centralny nie został formalnie obciążony odpowiedzialnością za stabilność finansową. Jest to zgodne z konsensusem wypracowanym w nowej syntezie neoklasycznej – celem priorytetowym banku centralnego ma być cel inflacyjny. Co więcej, bank centralny dbając o stabilność cen w średnim i długim okresie może najlepiej przyczyniać się do stabilności finansowej, co wynika zarówno z przesłanek teoretycznych, jak i badań empirycznych (Kiedrowska, Marszałek 2003, s. 18). Tymczasem wdrażając QE, banki centralne akcentowały chęć wspierania

[10] Według Wojtyny (1998, s. 15), polityka jest spójna w czasie, jeśli ze względu na nieobecność nieoczekiwanych szoków jej optymalna ścieżka określona w okresie 0 okazuje się również optymalna dla okresu 1, 2 itp. W żadnym z kolejnych okresów decydenci nie mają powodów do zmiany polityki.

płynności na rynku finansowym i to nie tylko na rynku międzybankowym, dla którego pozostają pożyczkodawcą ostatniej instancji (*lender of last resort*), ale również na innych segmentach rynku.

Ocena stosowania niestandardowych instrumentów polityki monetarnej będzie musiała z jednej strony uwzględnić ich skuteczność – w jakim stopniu rynek finansowy i popyt prywatny zostały wsparte dzięki zastosowaniu dodatkowych instrumentów, a z drugiej strony uwzględniać sposób powrotu do tradycyjnych instrumentów oraz zmiany w postrzeganiu banku centralnego przez uczestników rynku.

Trzeci problem związany jest z kwestią całkowitego wycofania się z QE. Jak już wspomniano, przyczynkiem do wdrożenia niestandardowych instrumentów polityki była nieskuteczność polityki stóp procentowych, w warunkach gdy i tak utrzymywano je na niskich poziomach. Część banków centralnych może zdecydować o zachowaniu, przynajmniej w zbiorze instrumentów stosowanych nadzwyczajnie, narzędzi z obszaru szeroko pojętego *quantitative easing*. Niewątpliwie wpłynie to na zmianę mechanizmu transmisji monetarnej[11]. Wydaje się, że jeśli interwencje na rynków papierów wartościowych miałyby wejść do regularnego zestawu narzędzi polityki, to banki centralne musiałyby uznać zmienioną wagę kanału cen aktywów w transmisji monetarnej.

## Zakończenie

Podsumowując rozważania przedstawione w artykule, należy stwierdzić, że kryzys zapoczątkowany na rynku kredytów *subprime* w USA był bodźcem do wdrożenia i stosowania niestandardowych instrumentów polityki monetarnej na nadzwyczajną skalę. Banki centrale stosowały nowe rozwiązania, by zabezpieczyć płynność rynków i dostarczyć gospodarce środków po możliwie najniższym koszcie. W dalszej perspektywie banki centralne chciały ograniczyć załamanie popytu wewnętrznego. Prowadziły skoordynowane działania na kilku płaszczyznach, angażując się m.in. w ratowanie podmiotów z sektora bankowego.

Odpowiedź banków centralnych na zaburzenia na rynku finansowym układała się zazwyczaj w podobną sekwencję. Najpierw obniżano stopy procentowe, co wobec i tak ich niskiego poziomu oraz wyjątkowo wysokiej awersji do ryzyka uczestników rynku nie poprawiało płynności na rynku. Następnie (niekiedy działania te towarzyszyły obniżkom stóp, które wprowadzano w kilku krokach) wspierano płynność krótkookresową banku, wdrażając operacje dostrajające i modyfikując ramy operacji (akceptacja szerszego zakresu zabezpieczeń, dopuszczenie do operacji nowych podmiotów, wydłużenie zapadalności instrumentów, pełny przy-

[11] W modelowym ujęciu mechanizmu stosunkowo łatwo uchwycić kanał stopy procentowej oraz kanał kursu walutowego (pośredni i bezpośredni). Rzadziej banki uwzględniają kanał cen aktywów, odwołując się tylko do wybranych cen aktywów (zazwyczaj ceny nieruchomości). Najtrudniej modelować najważniejszy kanał transmisji – oczekiwania podmiotów gospodarczych.

dział). I takie działania nie przynosiły zadowalającego, w ocenach banków centralnych, rozluźnienia na rynku międzybankowym. Rozpoczęto więc stosowanie instrumentów z zakresu QE. Początkowo banki centralne zdecydowały się na zasilanie banków poprzez zakup papierów rządowych (wąskie znaczenie *quantitative easing*), wreszcie na bezpośrednie zasilanie wybranych segmentów rynku (*credit easing*). Na początku 2010 roku władze monetarne rozpoczęły już wycofywanie się z części takich działań.

Stosowanie instrumentów z zakresu QE trudno jednoznacznie ocenić. Pierwsze badania wskazują, że najbardziej efektywne były instrumenty bezpośrednio zasilające wybrane segmenty rynku finansowego. Całościowa ocena będzie możliwa jednakże dopiero po wycofaniu się władz monetarnych z QE. Możliwa jest przy tym sytuacja, że niektóre działania zapoczątkowane w ramach QE nabiorą rangi standardowych instrumentów polityki.

## Bibliografia

Bini-Smaghi L. (2009), *Conventional and Unconventional Monetary Policy*, lecture at the International Center for Monetary and Banking Studies (ICMB), Geneva, 28 April.

Hrnčiř M. (2009), *Monetary Policy and Central Banking in the Wake of the Word Financial Crisis*, w: ACTA VŠFS, 2, vol 3.

Kiedrowska M., Marszałek P. (2003), *Bank centralny i stabilność finansowa*, Bank i Kredyt, nr 6.

Kowalska M. (2009), *Polityka stabilizacyjna Wielkiej Brytanii w warunkach kryzysu i jej konsekwencje po roku 2010*, w: S. Antkiewicz, M. Pronobis (red.), *Gospodarka w warunkach kryzysu*, CeDeWu, Warszawa.

Maeda E., Fujiwara B., Mineshima A., Taniguchi K. (2005), *Japan's Open Market Operations under the Quantitative Easing Policy*, Bank of Japan Working Papers Series No. 05-E03.

Miruszewski T. (2009), *Polityka monetarna Europejskiego Banku Centralnego w warunkach kryzysów finansowych i malejącej presji inflacyjnej*, w: S. Antkiewicz, M. Pronobis (red.), *Gospodarka w warunkach kryzysu*, CeDeWu, Warszawa.

Musielak-Linkowska M. (2006), *Granica obniżania nominalnej stopy procentowej banku centralnego*, w: J.L. Bednarczyk (red.), *Stopy procentowe a gospodarka. Dylematy Unii Gospodarczej i Walutowej*, Wydawnictwo Instytutu Technologii Eksploatacji BIP, Radom.

OECD (2009), *OECD Economic Survey: United Kingdom*.

Orphanides A. (2004), *Monetary Policy in Deflation: The Liquidity Trap in History and Practice*, Fed Working Paper No. 01.

Pruski J. (2009), *Działalność antykryzysowa banków centralnych w dobie globalnego kryzysu finansowego*, w: *Działalność antykryzysowa banków centralnych*, Zeszyty BRE Bank – CASE, Warszawa.

Svensson L.E.O. (1999), *How Should Monetary Policy Be Conducted in the Era of Price Stability?* Stockholm University, Institute for International Economic Studies Seminar Paper No. 680, Stockholm.

Wojtyna A. (1998), *Szkice o niezależności banku centralnego*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa-Kraków.

Yates T. (2002), *Monetary Policy under the Zero Bound to Interest Rates: a Review*, ECB Working Paper No. 190.

## QUANTITATIVE EASING – UNCONVENTIONAL MONETARY POLICY TOOLS IN THE NEW ARCHITECTURE OF THE FINANCIAL MARKET

### Summary

The article focuses on the unconventional monetary policy instruments that are applied within quantitative easing programmes. The central banks have started to implement these tools after the crisis on the American financial market erupted and spread over the world's economies. This paper contains a theoretical analysis, enriched with examples of the central banks' behavior (Fed, European Central Bank, Bank of England). The article is not aimed at evaluating the efficiency of the quantitative easing programmes. Its goal it to present the quantitative easing tools, analyse the premises of their implementation and the problems that occur while the central bank decides to cease implementing the unconventional instruments.