

Hanna Żywiecka

Narodowy Bank Polski
e-mail: hanna.zywiecka@nbp.pl
tel. 691 481 694

Skuteczność niestandardowych działań Fed w świetle badań empirycznych i zmian wskaźników rynkowych

Streszczenie. *Najważniejszym elementem wdrożonej przez System Rezerwy Federalnej niekonwencjonalnej polityki pieniężnej była, realizowana począwszy od 2008 r., polityka poluzowania ilościowego w czystej postaci (tzw. direct quantitative easing), polegająca na skupie aktywów sektora publicznego, w tym papierów dłużnych emitowanych przez agencje rządowe GSE (Government Sponsored Enterprises), obligacji zabezpieczonych kredytami hipotecznymi tychże agencji (MBS – Mortgage Backed Securities) oraz rządowych papierów skarbowych. Realizowany w ramach programu Large Scale Asset Purchase skup aktywów przez władze monetarne przyczynił się do zwiększenia płynności banków, a także poprawy warunków finansowania na rynku, bowiem dzięki działaniu efektu portfelowego obniżyła się wysokość rynkowych długoterminowych stóp procentowych. Pozytywne efekty dało się również zauważyć na rynku pracy oraz w obszarze aktywności gospodarczej.*

Słowa kluczowe: *kryzys finansowy, niestandardowe instrumenty polityki pieniężnej, System Rezerwy Federalnej, Fed, polityka poluzowania ilościowego, operacje Twist*

Wstęp

Kryzys finansowy ostatnich lat zmusił banki centralne do spektakularnych działań służących przywracaniu stabilności finansowej, a także oddziaływaniu na sferę realną, co skłoniło analityków problematyki monetarnej do rewizji poglądów na temat prowadzonej dotychczas polityki pieniężnej, zarów-

no w aspekcie celów, jak i stosowanych instrumentów¹. Banki centralne nie tylko szybko zareagowały na problem deficytu płynności na rynku międzybankowym, spowodowany narastającą niepewnością i obawą o wypłacalność partnerów transakcji, ale podjęły także niestandardowe interwencje w tych segmentach rynku, na których dotychczas nie były obecne. Przedmiotem prezentowanego artykułu jest niekonwencjonalna polityka pieniężna banku centralnego Stanów Zjednoczonych podejmowana w odpowiedzi na kryzys finansowy zapoczątkowany w 2007 r., zagrażający stabilności finansowej, a przez to upośledzający funkcjonowanie mechanizmu transmisji monetarnej, a także oddziałujący negatywnie, choć ze zmienną intensywnością, na sferę realną w kolejnych kilku latach. Trudności, z którymi musiała zmierzyć się gospodarka Stanów Zjednoczonych, jak również gospodarki krajów europejskich, wymusiły na bankach centralnych działania znacznie wykraczające poza ich priorytetowe zadanie polegające na zapewnianiu stabilności monetarnej. Tak zdefiniowany cel nadrzędny banku centralnego podlega współcześnie znacznej uniwersalizacji w większości krajów rozwiniętych. Wkład banku centralnego w zapewnianie zrównoważonego wzrostu gospodarczego sprowadza się wyłącznie do dbania o stabilność cen rozumianą jako utrzymywanie inflacji na tak niskim poziomie, aby nie wywierała ona negatywnego wpływu na decyzje podejmowane przez uczestników życia gospodarczego, dotyczące m.in. inwestycji oraz oszczędności.

Dotychczasowy dorobek naukowy poświęcony tej problematyce wskazuje na brak trwałej skuteczności działań banków centralnych w zakresie stymulowania koniunktury poprzez oddziaływanie na podaż pieniądza w gospodarce. Jak powszechnie wiadomo, pieniądź w długim okresie jest neutralny, zatem próby pobudzania wzrostu gospodarczego w inny sposób niż poprzez zapewnienie stabilności monetarnej należy uznać za bezcelowe i nieefektywne, a także grożące utrwaleniem podwyższonej inflacji w przyszłości. Polityka poluzowania ilościowego, zainicjowana w Stanach Zjednoczonych w 2007 r. i znana w literaturze jako *quantitative easing*, zdaje się przeczyć dotychczasowemu przekonaniu o neutralności pieniądza w procesie stymulowania gospodarki.

W artykule skoncentrowano się na implikacjach polityki skupu aktywów realizowanej przez System Rezerwy Federalnej. Abstrahuje się tu od pozostałych elementów polityki niekonwencjonalnej polegających m.in. na wdrożeniu nowoczesnych programów płynnościowych (*Liquidity Facilities*), bowiem programy te nie wiązały się z trwałym zwiększeniem bazy monetarnej banku centralnego stanowiącej podstawę dalszej kreacji pieniądza, nie stanowiąc zagrożenia dla realizacji celu inflacyjnego.

¹ W. Przybylska-Kapuścińska, *Problemy polityki pieniężnej banków centralnych w okresie kryzysu*, „Ekonomia i Prawo” 2012, t. X, nr 3, s. 61.

W niniejszym artykule przedstawiona zostanie ewolucja polityki skupu aktywów przez Fed w latach 2008-2013 (na tle realizowanej strategii polityki pieniężnej Systemu Rezerwy Federalnej), a następnie podjęta zostanie próba oceny skuteczności powyższych działań w kontekście założonych celów oraz ich implikacji dla dalszego prowadzenia polityki pieniężnej.

1. Strategia polityki pieniężnej Systemu Rezerwy Federalnej

Celem nadrzędnym polityki pieniężnej Systemu Rezerwy Federalnej jest zapewnienie maksymalnego zatrudnienia, stabilnych cen i umiarkowanych długoterminowych stóp procentowych, przy czym poszczególnym kategoriom tradycyjnie nie przypisywano konkretnych wielkości nominalnych. Wielość celów zapewnia, z jednej strony, dużą elastyczność działań banku centralnego, z drugiej, prowadzić może do konfliktu interesów. Tak sformułowana strategia polityki pieniężnej określana jest mianem eklektycznej, w nawiązaniu do znanego w sztuce oraz filozofii pojęcia opisującego kompilację różnych elementów, treści i koncepcji w jedną całość. Brak ilościowego określenia celów polityki pieniężnej realizowanych przez Fed jest jedną z podstawowych cech odróżniających strategię eklektyczną od strategii bezpośredniego celu inflacyjnego, stosowanej dość powszechnie w krajach rozwiniętych. Strategia eklektyczna, nie mając odwołania do żadnej reguły polityki pieniężnej, jest dużo mniej przejrzysta, a odpowiedzialność banku centralnego nie wynika ze zobowiązania do realizacji konkretnych parametrów przyjętych celów, w zamian za co daje jednak bankowi centralnemu dużo większe możliwości elastycznego działania w odpowiedzi na wstrząsy. Jedną z konsekwencji kryzysu finansowego stało się dążenie Systemu Rezerwy Federalnej do zwiększenia przejrzystości działań kosztem dotychczasowej dyskrecjonalności polityki pieniężnej. Maksymalizacja stopnia zrozumienia działań banku centralnego przez opinię publiczną służyć miała zakotwiczeniu oczekiwań inflacyjnych, których stabilizacja jest gwarancją niskiej inflacji w przyszłości. W tym celu Fed w styczniu 2012 r., na posiedzeniu Komitetu Operacji Otwartego Rynku (Federal Open Market Committee – FOMC), doprecyzował pojęcie stabilnych cen, podając do publicznej wiadomości nominalną wartość celu inflacyjnego na poziomie 2%. Kotwica nominalna w odniesieniu do polityki maksymalnego zatrudnienia sformułowana została w grudniu 2012 r. przy okazji wdrażania trzeciego etapu poluzowania ilościowego (QE3) i służyła uzasadnieniu dalszego zastosowania polityki nadzwyczajnie niskich stóp procentowych. Ogłoszono wówczas, że oficjalne stopy procentowe Fed będą utrzymywane na niskim poziomie, dopóki stopa bezrobocia nie spadnie poniżej 6,5%. Cel polegający na zapewnieniu umiarkowanych długoterminowych stóp procentowych pozostał do tej pory bez kryterium ilościowego.

Poza oddziaływaniem na powyżej sformułowane cele oczekuje się, że pomimo braku wyraźnego wskazania w ustawie regulującej działalność banku centralnego (*Federal Reserve Act*²), System Rezerwy Federalnej przyczyniać się będzie również do zapewnienia stabilności finansowej i poprawy efektywności gospodarki dzięki zapobieganiu zakłóceniom finansowym oraz ich rozprzestrzenianiu się poza sektor finansowy. W sytuacji, gdy niebezpieczne zakłócenia ulegają wzmocnieniu, System Rezerwy Federalnej może łagodzić ich wpływ na rynki finansowe i gospodarkę poprzez agresywną i otwartą politykę zapewniania płynności za pomocą operacji otwartego rynku oraz pożyczek w ramach okna dyskontowego³. Art. 13 ust. 3 (*Powers of Federal Reserve*) ww. ustawy zapewnia Systemowi Rezerwy Federalnej możliwość podjęcia w nadzwyczajnych i nagłych okolicznościach działań niestandardowych w stosunku do wybranych podmiotów, które mają trudności z pozyskaniem pożyczek za pośrednictwem rynku.

2. Wdrożenie programu *Large Scale Asset Purchase*⁴

Program skupu aktywów określany jako „ilościowe łagodzenie polityki pieniężnej”, czyli zastosowanie narzędzi klasyfikowanych przez Lorenza Bini Smaghiego jako *direct quantitative easing* (obok instrumentów definiowanych jako *direct credit easing* oraz *indirect quantitative easing*⁵), należy uznać za jedno z najbardziej imponujących narzędzi zastosowanych przez System Rezerwy Fe-

² *Federal Reserve Act* (ch. 6, 38 Stat. 251, uchwalona 23 grudnia 1913 r., 12 U.S.C. ch.3), pełna nazwa: *An Act to provide for the establishment of Federal reserve banks, to furnish an elastic currency, to afford means of rediscounting commercial paper, to establish a more effective supervision of banking in the United States, and for other purposes*, www.federalreserve.gov/aboutthefed/fract.htm [10.06.2014].

³ *Monetary Policy and the Economy*, www.federalreserve.gov/pf/pdf/pf_2.pdf [10.06.2014].

⁴ Bardziej szczegółowo mowa o tym w: H. Żywiecka, *Niestandardowe działania banków centralnych w warunkach globalnego kryzysu finansowego*, CeDeWu, Warszawa 2013.

⁵ Ekonomista ten, analizując rozwiązania wdrożone przez banki centralne w początkowej fazie kryzysu, wyróżnił następujące odmiany niestandardowej polityki pieniężnej banków centralnych: a) bezpośrednie poluzowanie ilościowe (*direct quantitative easing*), polegające na ekspansji monetarnej w drodze skupu przez banki centralne papierów publicznych na rynku wtórnym w transakcjach z bankami komercyjnymi, b) bezpośrednie łagodzenie kredytowe (*direct credit easing*), polegające na ekspansji monetarnej w drodze skupu lub finansowania skupu przez bank centralny, zarówno na rynku pierwotnym, jak i wtórnym, wybranych papierów wartościowych wyemitowanych przez podmioty prywatne, np. papierów komercyjnych, obligacji przedsiębiorstw oraz papierów zabezpieczonych aktywami (*asset-backed securities* – ABS-ów), c) pośrednie (wewnętrzne) poluzowanie ilościowe/kredytowe (*indirect endogenous quantitative/credit easing*), polegające na udzielaniu przez bank centralny finansowania bankom komercyjnym na dłuższe niż standardowo terminy, pod zastaw szerszego zakresu zabezpieczeń i z dopuszczeniem do transakcji większej liczby partnerów. L. Bini Smaghi, *Conventional and unconventional monetary policy*, wykład wygłoszony w International Center for Monetary and Banking Studies (ICMB) w Genewie, 28 kwietnia 2009 r. [wydruk komputerowy], s. 3-5.

deralnej w walce z kryzysem. W ramach tej grupy instrumentów Fed powiększał rozmiary swojego bilansu w wyniku skupu długoterminowych papierów rządowych od banków komercyjnych. Podstawowym założeniem tego rodzaju interwencji było przewyciężenie impasu na rynku kredytowym poprzez oddziaływanie banku centralnego na cenę długu długoterminowego. Dzięki skupowi instrumentów długoterminowego długu publicznego szybko i znacząco zwiększała się płynność systemu finansowego, bowiem skup ten finansowany był z dodatkowej emisji pieniądza banku centralnego. Strumień pieniądza spływał do banków komercyjnych przystępujących, za pośrednictwem dilerów rynku pieniężnego (*Primary dealer*), do transakcji sprzedaży papierów wartościowych bankowi centralnemu, zwiększając ich płynność, a co za tym idzie zdolności pożyczkowe. Działania Fed nakierowane były na spadek rentowności papierów objętych skupem, a w konsekwencji obniżenie atrakcyjności tego sposobu lokowania środków. Proces ten następował na skutek wygenerowania dodatkowego popytu ze strony banku centralnego skutkującego wzrostem cen papierów wartościowych⁶.

Odpowiedzią Systemu Rezerwy Federalnej na pogarszające się warunki na rynkach finansowych i niedostateczną poprawę wynikającą z zastosowania udogodnień płynnościowych było zainicjowanie programu skupu aktywów o średnim i długim okresie zapadalności (w dniu 25 listopada 2008 r.). Odbywało się to w ramach bezwarunkowych operacji otwartego rynku, a celem skupu było obniżenie długoterminowych rynkowych stóp procentowych. Operacja ta znana jest w literaturze pod nazwą **Large-Scale Asset Purchases (LSAP)** lub pod obiegowym terminem *quantitative easing* (QE), czyli poluzowania ilościowego.

Decyzja o przeprowadzeniu skupu aktywów podjęta została w dwóch etapach. W dniu 25 listopada 2008 r. System Rezerwy Federalnej ogłosił zamiar skupu papierów dłużnych następujących agencji rządowych (Government Sponsored Enterprises – GSEs): Fannie Mae, Freddie Mac oraz Federal Home Loan Banks, a także obligacji zabezpieczonych hipotekami (*Mortgage Backed Securities* – MBS) agencji rządowych Fannie Mae, Freddie Mac oraz Ginnie Mae za kwotę do 600 mld USD, przy czym 500 mld USD przeznaczono na skup MBS-ów, a 100 mld USD na skup papierów dłużnych agencji GSE. Podjęta akcja służyć miała redukcji kosztów kredytów hipotecznych oraz zwiększeniu ich dostępności, stanowiąc jednocześnie wsparcie dla rynku nieruchomości oraz generalnie całego rynku finansowego⁷.

Drugi etap realizacji pierwszej fazy programu LSAP miał miejsce w dniu 18 marca 2009 r. Został przeprowadzony na mocy decyzji FOMC o znaczącym rozszerzeniu programu skupu papierów wartościowych do kwoty 1,75 bln USD,

⁶ N. Roubini, S. Mihm, *Ekonomia kryzysu*, Wolters Kluwer, Warszawa 2011, s. 179-180.

⁷ *Press Release*, 25 listopada 2008 r., www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20081125b.htm [10.06.2014].

która dwukrotnie przekraczała całkowitą kwotę aktywów Fed sprzed 2008 r.⁸ Na mocy niniejszej decyzji zwiększono kwotę skupu papierów dłużnych agencji GSE o dodatkowe 100 mld USD (do 200 mld USD) oraz MBS-ów agencji GSE o dalsze 750 mld USD (do 1,25 bln USD). W toku realizacji programu skupu papierów dłużnych agencji GSE docelowa kwota skupu została w listopadzie 2009 r. ograniczona do 175 mld USD, co tłumaczono ograniczoną dostępnością tego typu papierów⁹. Ponadto, kierując się chęcią poprawy funkcjonowania prywatnych rynków kredytowych, w marcu 2009 r. podjęto decyzję o rozpoczęciu zaplanowanych na najbliższe 6 miesięcy operacji skupu długoterminowych papierów skarbowych na kwotę do 300 mld USD¹⁰. W listopadzie 2009 r. FOMC ogłosił zamiar stopniowego obniżania miesięcznego tempa skupu aktywów, przewidując zakończenie programu LSAP na koniec pierwszego kwartału 2010 r.

Największym wyzwaniem programu LSAP było przeprowadzenie skupu MBS-ów, z natury skomplikowanych i heterogenicznych, które do tej pory nie były przedmiotem bezwarunkowych operacji otwartego rynku, a występowały jedynie jako zabezpieczenie w operacjach *repurchase agreement*. Papiery dłużne agencji GSE, a także papiery skarbowe wykorzystywane były wcześniej w operacjach typu *outright*, dlatego też nie sprawiały inicjatorom programu większych trudności. Skupione aktywa przechowywane były na Rachunku Operacji Otwartego Rynku SOMA (*System Open Market Account*). W przeszłości na rachunku tym utrzymywane były głównie papiery skarbowe oraz nieznaczne ilości papierów dłużnych agencji.

W wyniku operacji LSAP przeprowadzonych w okresie od grudnia 2008 r. do marca 2010 r. System Rezerwy Federalnej dokonał skupu aktywów o wartości ponad 1,7 bln USD, z czego zasadniczą część stanowiły MBS-y agencji rządowych opiekujące łącznie na kwotę 1,25 bln USD¹¹. Papiery dłużne agencji GSE w kwocie 172 mld USD oraz długoterminowe papiery rządowe w kwocie 300 mld USD stanowiły około 28% całkowitego zasobu skupionych aktywów¹². Z całą pewnością można stwierdzić, że żaden inny publiczny lub prywatny inwestor w przeszłości nie zakumulował tak wysokiej kwoty w tak krótkim czasie.

Dążąc do uzyskania ożywienia gospodarczego w warunkach zapewnienia stabilności cenowej, w sierpniu 2010 r. FOMC podjął decyzję o utrzymaniu aktualnego poziomu papierów wartościowych znajdujących się w portfelu Fed po-

⁸ J. Gagnon, M. Raskin, J. Remache, B. Sack, *Large-Scale Asset Purchases by the Federal Reserve: Did they Work?*, „Economic Policy Review” 2011, maj, s. 41.

⁹ *Press Release*, 4 listopada 2009 r., www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20091104a.htm [10.06.2014].

¹⁰ *Press Release*, 18 marca 2009 r., www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20090318a.htm [10.06.2014].

¹¹ J. Gagnon, M. Raskin, J. Remache, B. Sack, op. cit., s. 44.

¹² M.J. Fleming, N.J. Klagge, *Income Effects of Federal Reserve Liquidity Facilities*, „Current Issues in Economics and Finance” 2011, t. 17, nr 1, s. 2.

przez reinwestowanie spłat z zapadających papierów dłużnych agencji GSE oraz MBS-ów agencji GSE w nowe aktywa. Na mocy niniejszej decyzji odzyskane środki finansowe miały zostać przeznaczone na zakup długoterminowych papierów skarbowych. Jednocześnie, w komunikacie z sierpnia 2010 r., poinformowano opinię publiczną, że System Rezerwy Federalnej będzie prowadził politykę rolowania zapadających obligacji skarbowych znajdujących się w portfelu banku centralnego¹³.

W obliczu mało zadawalającego tempa wychodzenia z recesji gospodarczej System Rezerwy Federalnej w drugiej połowie 2010 r. przystąpił do kolejnego etapu zastosowania nadzwyczajnych instrumentów polityki pieniężnej, określanego potocznie mianem *quantitative easing 2* (QE2). Przesłanką zwiększenia portfela posiadanych papierów wartościowych było dążenie do przyspieszenia ożywienia gospodarczego oraz przeciwdziałanie deflacji. W listopadzie 2010 r., niezależnie od kontynuowanego programu reinwestowania spłat z zapadłych obligacji rządowych w nowe papiery wartościowe, FOMC ogłosił deklarację skupu przez Fed dodatkowej puli długoterminowych papierów skarbowych na kwotę 600 mld USD (w tempie 75 mld USD każdego miesiąca), który to zamiar miał zostać zrealizowany do połowy 2011 r.¹⁴

Ważnym elementem polityki antykryzysowej Systemu Rezerwy Federalnej, wpisującym się niejako w realizowane wcześniej fazy rozluźnienia ilościowego QE1 i QE2, było podjęcie w dniu 21 września 2011 r. decyzji o wdrożeniu Programu Wydłużenia Okresu Zapadalności (*Maturity Extension Program – MEP*), który dotyczył obligacji skarbowych utrzymywanych w portfelu Fed. Program funkcjonuje pod potoczną nazwą tzw. operacji *Twist*, których nazwa nawiązuje do programu stosowanego przez administrację J.F. Kennedy’ego. Operacja o wartości 400 mld USD polegać miała na swoistej wymianie obligacji o różnych terminach zapadalności, a dokładniej mówiąc na sprzedaży obligacji krótkoterminowych (trzyletnich i krótszych) utrzymywanych w portfelu Fed i zakupie długoterminowych obligacji znajdujących się w rękach sektora prywatnego, których pozostały okres zapadalności wynosi od 6 do 30 lat. Celem operacji było ożywienie słabnącej gospodarki dzięki wywieraniu presji na spadek długoterminowych stóp procentowych¹⁵. Horyzont czasowy operacji określono początkowo na czerwiec 2012 r., a następnie wydłużono go do końca 2012 r. Przesunięcie terminu zakończenia programu skutkowało dodatkowym skupem i analogiczną sprzedażą papierów skarbowych za kwotę 267 mld USD. Pod koniec 2012 r. wielkość papie-

¹³ *Press Release*, 10 sierpnia 2010 r., www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20100810a.htm [10.06.2014].

¹⁴ *Press Release*, 3 listopada 2010 r., www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20101103a.htm [10.06.2014].

¹⁵ *Federal Reserve press release*, 21 września 2011 r., www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20110921a.htm [10.06.2014].

rów skarbowych o trzyletnim i krótszym terminie zapadalności, które znajdowały się w portfelu Fed, uległa znacznemu obniżeniu, co stawia pod znakiem zapytania możliwość wykorzystania tego instrumentu ponownie w przyszłości.

Operacja Twist służyć miała zwiększeniu okresu zapadalności aktywów znajdujących się w portfelu Fed, a przyjęta metoda zastępowania krótkookresowych papierów aktywami długookresowymi nie powodowała konieczności dalszej ekspansji bilansu Systemu Rezerwy Federalnej. Spodziewano się, że efekt spadku dochodowości długoterminowych papierów wartościowych powinien być zbliżony do osiągniętego dzięki drugiej odsłonie LSAP, czyli QE2. Wdrożeniu operacji Twist towarzyszył komunikat Fed o zamiarze utrzymywania stóp procentowych na wyjątkowo niskim poziomie co najmniej do połowy 2013 r.¹⁶ Horyzont czasowy gwarantowania niskich stóp został w późniejszym okresie wydłużony, najpierw do końca 2014 r.¹⁷, a następnie do połowy 2015 r. Operacja Twist miała za zadanie wsparcie amerykańskich gospodarstw domowych, bowiem dzięki oddziaływaniu w kierunku obniżenia długoterminowych stóp procentowych wpłynąć miała na obniżenie kosztów kredytów hipotecznych¹⁸.

Fed zapowiedział również zmiany w polityce reinwestowania wczesnych spłat z MBS-ów oraz papierów dłużnych agencji GSE, które do tej pory przeznaczane były na skup obligacji skarbowych, a od września 2011 r. służyć miały finansowaniu skupu dodatkowych MBS-ów agencji GSE. W okresie od 3 października 2011 r. do 13 września 2012 r. Fed zaplanował i przeprowadził skup dodatkowych MBS-ów agencji GSE na łączną kwotę 304 mld USD¹⁹. W komunikacie z 21 września 2011 r. FOMC zapowiedział także kontynuację dotychczasowej polityki rolowania zapadających obligacji skarbowych²⁰.

Na przełomie 2011 i 2012 r. rynki finansowe uważnie śledziły kolejne komunikaty FOMC, spodziewając się kolejnej, trzeciej fazy rozluźniania polityki pieniężnej za pomocą instrumentów niekonwencjonalnych. Niektóre wypowiedzi przedstawicieli amerykańskich władz monetarnych bywały źle interpretowane przez uczestników rynku, co prowadziło niekiedy do nieuzasadnionych ekonomicznie zmian kursów walut czy stóp rentowności aktywów. Przykładem takiej sytuacji była wypowiedź Bena Bernanke podczas forum ekonomicznego „National Association of Business Economists (NABE)” w dniu 26 marca 2012 r.,

¹⁶ R. Harding, *Fed launches \$400 bn “Operation Twist”*, „Financial Times”, 21 września 2011 r., www.ft.com/intl/cms/s/0/3deaf5fc-e478-11e0-92a3-00144feabdc0.html#axzz1YefUmfX5 [10.06.2014].

¹⁷ *Federal Reserve press release*, 20 czerwca 2012 r., www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20120620a.htm [10.06.2014].

¹⁸ T. Prusek, *Fed zawiódł Wall Street*, „Gazeta Wyborcza”, 2 sierpnia 2012 r., s. 19.

¹⁹ *Agency MBS Historical Operational Results and Planned Purchase Amounts*, Federal Reserve Bank of New York, www.newyorkfed.org/markets/ambs/ambs_schedule.html [10.06.2014].

²⁰ *Federal Reserve press release*, 21 września 2011 r., www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20110921a.htm [10.06.2014].

w której stwierdził, że gospodarka powinna rozwijać się szybciej, aby zapewnić znaczącą poprawę na rynku pracy. Słowa te zostały odebrane jako sygnał, że Fed rozważa stymulację gospodarki za pośrednictwem kolejnej fazy LSAP, czyli QE3. Efektem takich interpretacji było chwilowe osłabienia dolara²¹.

Podążając za kilkumiesięcznymi oczekiwaniami rynków oraz kierując się niewystarczającym tempem wzrostu gospodarczego, spowolnieniem inwestycji oraz wysoką, jak na rynek amerykański, stopą bezrobocia, 13 września 2012 r. FOMC podjął decyzję o wdrożeniu kolejnej, trzeciej fazy poluzowania ilościowego, określanej mianem QE3. U podstaw tej decyzji leżały zobowiązania wynikające ze statutowego mandatu Systemu Rezerwy Federalnej, którym oprócz stabilności cenowej jest również dążenie do zapewnienia maksymalnego poziomu zatrudnienia. Podwyższone bezrobocie, pomimo kontrolowanego poziomu inflacji oraz stabilnych długoterminowych oczekiwań inflacyjnych, w połączeniu z napięciami na globalnych rynkach finansowych, stwarzało realne zagrożenie dalszego spowolnienia wzrostu gospodarczego. Ze względu na kontrowersje towarzyszące uruchamianiu niestandardowych instrumentów polityki pieniężnej, warto zaznaczyć, że członkowie FOMC byli, poza jednym wyjątkiem²², jednomyślni co do słuszności wdrożenia trzeciej fazy skupu aktywów przez bank centralny w Stanach Zjednoczonych²³.

Trzecia faza polityki QE zakładała skup papierów wartościowych agencji GSE zabezpieczonych kredytami hipotecznymi (MBS-ów). Miesięczny limit skupu ustanowiono na poziomie 40 mld USD, przy czym nie określono ram czasowych zakończenia programu. Szacując wielkość oddziaływania banku centralnego na strukturę i rozmiary bilansu Fed, wskazano jedynie, że do końca 2012 r. skup aktywów, wraz z kontynuowanymi programami dostosowywania okresu zapadalności portfela obligacji skarbowych utrzymywanych przez Fed (operacja *Twist*) oraz programem reinwestowania kapitałów pochodzących ze spłaty zapadłych papierów dłużnych i MBS-ów agencji GSE w dalsze MBS-y agencji GSE, zwiększy stan posiadania długoterminowych papierów banku centralnego o 85 mld USD miesięcznie. Spodziewanym efektem tych operacji było wywieranie presji w kierunku redukcji długoterminowych stóp procentowych, wsparcie rynków hipotecznych oraz złagodzenie kosztów pozyskiwania finansowania (*accomodative policy*)²⁴. System Rezerwy Federalnej zapowiedział wówczas, że jeśli

²¹ M. Rogalski, *Rynkowe deja vu?*, waluty.wp.pl/kat,50000,title,Rynkowe-deja-vu,wid,14443335,wiadomosc.html [1.05.2012].

²² Podczas głosowania jeden członek komitetu FOMC – J. M. Lacker – był przeciwny dodatkowemu skupowi MBS-ów agencji GSE, jak również zalecał pominąć informację o okresie gwarantowania niskiego poziomu docelowej stopy *federal funds rate*.

²³ *Federal Reserve press release*, 13 września 2012 r., www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20120913a.htm [10.06.2014].

²⁴ *Statement Regarding Transactions in Agency Mortgage-Backed Securities and Treasury Securities*, 13 września 2012 r., www.newyorkfed.org/markets/opolicy/operating_policy_120913.html [10.06.2014].

skup MBS-ów agencji GSE nie przyniesie oczekiwanych rezultatów w zakresie poprawy sytuacji na rynku pracy, niekonwencjonalna polityka pieniężna będzie kontynuowana, przy czym skupem mogą zostać objęte również inne aktywa. Decyzje o ewentualnym skupie innych aktywów poprzedzone będą analizą korzyści i koniecznych do poniesienia kosztów. Wszelkie transakcje skupu kwalifikowanych aktywów zawierane będą z dilerami rynku pieniężnego, a rezultaty zostaną opublikowane na stronie internetowej Banku Rezerwy Federalnej Nowego Jorku (zgodnie z zasadą przejrzystości).

Komunikatowi o wdrożeniu kolejnej fazy poluzowania ilościowego towarzyszyła informacja o utrzymaniu docelowej stopy *fed funds rate* na dotychczasowym poziomie 0-0,25% oraz o zagwarantowaniu niskiego poziomu tej stopy co najmniej do połowy 2015 r.

W dniu 12 grudnia 2012 r., w związku ze zbliżającym się terminem zakończenia programu *Maturity Extension Program*, ogłoszono kontynuację skupu długoterminowych obligacji skarbowych w ramach LSAP. Miesięczną wartość tych operacji określono na kwotę 45 mld USD, czyli zbieżną z kwotą skupowaną w zakończonej operacji *Twist*. Różnica polegała na tym, że finansowanie skupu odbywać się miało ponownie za pomocą emisji pieniądza rezerwowego, a nie ze środków pochodzących ze sprzedaży krótkoterminowych papierów skarbowych, jak to miało miejsce w programie *Maturity Extension Program*. Całkowita kwota skupu długoterminowych papierów sektora publicznego utrzymana została zatem na poziomie 85 mld USD miesięcznie.

Ograniczenie tempa skupu papierów wartościowych sektora publicznego nastąpiło dopiero na posiedzeniu Komitetu Operacji Otwartego Rynku w grudniu 2013 r. Nieznaczna poprawa sytuacji na rynku pracy skłoniła członków FOMC do ograniczenia kwoty skupu MBS-ów i obligacji skarbowych do 75 mld USD miesięcznie, odpowiednio 35 mld USD w odniesieniu do MBS-ów agencji GSE i 40 mld USD w odniesieniu do długoterminowych obligacji skarbowych. W obliczu ożywienia koniunktury, a także dalszej poprawy sytuacji na rynku pracy, tempo QE3 uległo kolejnej redukcji w styczniu 2014 r., kiedy limit miesięczny skupu aktywów decyzją FOMC zmniejszono jednogłośnie, począwszy od lutego 2014 r. do 65 mld USD, odpowiednio o 30 mld USD w odniesieniu do MBS-ów agencji GSE i 35 mld USD w odniesieniu do długoterminowych obligacji skarbowych. O ograniczeniu polityki QE3 zadecydowały z pewnością znaczne rozmiary bilansu Rezerwy Federalnej, którego suma bilansowa przekroczyła 4 bln USD, co stanowi ponad czterokrotność stanu sprzed kryzysu. Jednocześnie Komitet utrzymał dotychczasową politykę reinwestowania spłat z zapadających papierów dłużnych agencji GSE oraz papierów zabezpieczonych hipotekami emitowanych przez te agencje w kolejne MBS-y agencji rządowych. FOMC podjął także decyzję o kontynuowaniu polityki rolowania papierów skarbowych na aukcjach. Pokażna i wciąż zwiększająca się pula długoterminowych papierów wartościowych

ma z założenia przyczynić się do utrzymania presji w kierunku obniżania długoterminowych stóp procentowych, służyć wsparciu rynku kredytów hipotecznych, jak również łagodzeniu warunków finansowych, co łącznie przyczynić się ma do wzmocnienia ożywienia i spełnienia mandatu banku centralnego²⁵. Uzasadnienie to, wraz z deklaracją utrzymania stopy *fed funds rate* na poziomie 0-0,25%, wskazuje na kontynuację akomodacyjnego podejścia w amerykańskiej polityce pieniężnej, które uzależnione jest od rozwoju sytuacji na rynku pracy, kształtowania się projekcji inflacji (obawa o wskazania wskaźnika wzrostu cen poniżej założonych 2%) oraz wielkości oczekiwań inflacyjnych.

Podsumowanie zadeklarowanych wielkości skupu papierów wartościowych w ramach kolejnych etapów programu skupu aktywów (LSAP) przez Fed prezentuje tabela 1.

Tabela 1. Etapy programu LSAP w okresie listopad 2008 - styczeń 2014

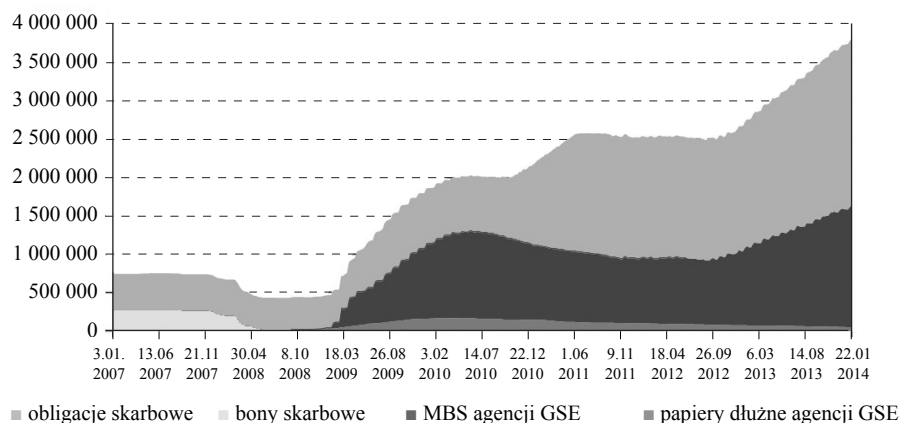
Faza programu LSAP	Rodzaj aktywów objętych skupem	Zadeklarowana przez Fed kwota skupu
<i>Quantitative Easing 1</i> Listopad 2008	papiery dłużne agencji GSE MBS-y agencji GSE	100 mld USD 500 mld USD
Marzec 2009 (podniesienie limitów skupu)	papiery dłużne agencji GSE MBS-y agencji GSE długoterminowe obligacje skarbowe	200 mld USD 1250 mld USD 300 mld USD
<i>Quantitative Easing 2</i> Listopad 2010	długoterminowe obligacje skarbowe	600 mld USD
<i>Quantitative Easing 3</i> wrzesień 2012 grudzień 2012 grudzień 2013 styczeń 2014	MBS-y agencji GSE długoterminowe obligacje skarbowe	40 mld USD miesięcznie 85 mld miesięcznie 75 mld USD 65 mld USD

Źródło: opracowanie własne na podstawie *Press Release*, www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary.

Struktura portfela papierów wartościowych Systemu Rezerwy Federalnej skupionych w ramach kolejnych faz polityki *quantitative easing* zobrazowana została na wykresie 1.

²⁵ www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20140129a.htm [10.06.2014].

Wykres 1. Struktura portfela papierów wartościowych Systemu Rezerwy Federalnej (mln USD)



Źródło: opracowanie własne na podstawie: www.federalreserve.gov/datadownload/Download.aspx?rel=H41&series=6ec6ab2d10db2d11b4c78fb260ef6e5b&filetype=sheetml&label=include&layout=seriescolumn&from=01/01/2007&to=02/28/2014 [10.06.2014].

Nominacja Janet Yellen na prezesa Systemu Rezerwy Federalnej jest gwarancją kontynuacji polityki pieniężnej opartej na idei poluzowania ilościowego, bowiem nowa prezes uczestniczyła w kształtowaniu tej polityki, zajmując stanowisko wiceprezesa Fed, a także dlatego, że z przekonania jest zwolenniczką interwencjonizmu państwowego. Szczególnie bliskie jej uwadze są problemy rynku pracy, także w kontekście społecznego kosztu odchylenia od pełnego zatrudnienia. Yellen opowiada się także za stosowaniem ostrzejszych regulacji rynków finansowych, co może spotkać się z mniej przychylnym przyjęciem ze strony giełdy mimo początkowej entuzjastycznej reakcji rynków na zapowiedź kontynuacji dotychczasowej polityki.

Pierwsza decyzja FOMC z udziałem Yellen na stanowisku prezesa wpisuje się jednak w rozpoczęty cykl wygaszania polityki poluzowania ilościowego. 19 marca 2014 r. postanowiono o dalszym ograniczeniu rozmiarów skupu aktywów do 55 mld USD miesięcznie, umniejszając zarówno pulę nabywanych MBS-ów agencji GSE, jak i długoterminowych obligacji skarbowych odpowiednio o 5 mld USD. Jednocześnie wydano komunikat w sprawie prowadzonej od dłuższego czasu polityki *forward guidance*, informując opinię publiczną, że pierwsze podwyżki stóp procentowych będą możliwe ok. 6 miesięcy po całkowitym zakończeniu programu skupu aktywów. Znamiennym jest, że zrezygnowano po raz pierwszy od kilkunastu miesięcy z ilościowego celu w odniesieniu do zatrudnienia, którego osiągnięcie uzasadniało kontynuację polityki niskich stóp procentowych. Wobec poprawy sytuacji na rynku pracy kryterium osiągnięcia stopy bezrobocia poniżej 6,5% zastąpiono wykorzystywanym wcześniej sformułowaniem dążenia do osią-

gnięcia pełnego zatrudnienia. W komunikacie FOMC ogłoszono ponadto, że jest wysoce prawdopodobne, że tempo stopniowej redukcji programu skupu aktywów na kolejnych posiedzeniach zostanie utrzymane, co oznaczałoby zakończenie polityki QE za ok. 5 miesięcy. Podkreślono jednocześnie, że przyszłość programu poluzowania ilościowego nie jest z góry zaplanowana, a dalsza strategia polityki pieniężnej zależy od kształtowania się wielu czynników, w tym sytuacji na rynku pracy, oczekiwań inflacyjnych oraz sytuacji na rynkach finansowych.

3. Ocena skuteczności polityki *quantitative easing*

Skuteczność polityki skupu papierów wartościowych sektora publicznego w Stanach Zjednoczonych została zbadana w kilku pracach empirycznych, których wspólnym wnioskiem jest pozytywne oddziaływanie na redukcję długoterminowych stóp procentowych. Zgodnie z wynikami przytaczanymi przez prezesa Systemu Rezerwy Federalnej w sierpniu 2012 r. skup obligacji skarbowych, papierów dłużnych agencji GSE oraz MBS agencji GSE, prowadzony w ramach pierwszej fazy LSAP i opiewający na łączną kwotę 1,7 bln USD, przyczynił się do obniżenia rentowności obligacji skarbowych o 40 do 110 punktów bazowych. Druga faza programu LSAP, obejmująca skup obligacji skarbowych za kwotę 600 mld USD, obniżyła rentowność papierów dziesięcioletnich o dodatkowe 15 do 45 punktów bazowych²⁶. Kolejna trzecia faza polityki poluzowania ilościowego nie została zakończona, zatem nie podlega jeszcze ostatecznej ewaluacji.

Niezależnie od pozytywnych skutków programu LSAP w postaci obniżenia długoterminowych stóp procentowych istnieją również efekty uboczne programu, których nie należy bagatelizować. Skup aktywów wywiera wpływ na funkcjonowanie rynków, w tym rozpiętość między cenami kupna i sprzedaży (*bid-ask spread*) oraz głębokość rynku. Nadmierna ekspansja Fed w niektórych segmentach rynku obligacji rządowych może istotnie zmniejszyć płynność tego rynku. Kolejną konsekwencją skupu obligacji rządowych jest zmniejszenie atrakcyjności ich nabywania przez sektor prywatny, co wynika ze spadku ich rentowności. Skup aktywów paradoksalnie może także negatywnie oddziaływać na stabilność finansową, bowiem niskie stopy zwrotu zachęcają inwestorów do poszukiwania wyższego zysku, co wiąże się automatycznie z większą ekspozycją na ryzyko. Wydaje się, że skup papierów dłużnych agencji GSE, będących gorszymi substytutami pieniądza niż obligacje skarbowe, ma mniejsze skutki uboczne dla inwestorów niż skup obligacji skarbowych, co zadecydowało prawdopodobnie o szczegółach trzeciej fazy polityki QE polegającej na skupie MBS-ów. Do negatywnych na-

²⁶ B. Bernanke, *Monetary Policy Since the Onset of the Crises*, przemowa wygłoszona w trakcie „Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Symposium” w Jackson Hole, Wyoming, 31 sierpnia 2012 r. [wydruk komputerowy], s. 6.

stępsstw zaliczyć trzeba także koszty zakończenia programu (*exit strategies*), czyli m.in. konsekwencje podnoszenia stóp procentowych w warunkach powiększonego bilansu Systemu Rezerwy Federalnej, polegające na konieczności płacenia wyższych odsetek od zakumulowanych rezerw bankowych²⁷.

Warto zauważyć, że kolejne fazy polityki QE w Stanach Zjednoczonych zmusiły wiele banków centralnych w krajach rozwijających się do poluzowania własnej polityki pieniężnej za pomocą cięć stop procentowych, co miało uchronić ich waluty przed nadmierną aprecjacją wywołaną napływem taniego pieniądza, który poszukuje wysokich stóp zwrotu²⁸. Redukcje stóp procentowych umożliwiły ponadto gospodarkom wschodzącym zachowanie konkurencyjności ich eksportu, która uległa pogorszeniu na skutek osłabienia kursu dolara amerykańskiego wywołanego decyzjami o uruchomieniu kolejnych faz programu LSAP²⁹.

Dokonując oceny efektywności polityki skupu aktywów przez Fed, warto zauważyć, że o ile pierwsza faza polityki QE wdrożona została w okresie dużych turbulencji rynkowych i w warunkach deficytu płynności, o tyle druga i trzecia część uruchomiona została w okresie względnie normalnego funkcjonowania rynków finansowych w celu przyspieszenia wzrostu gospodarczego i zwiększenia zatrudnienia. Nasuwa to obawy o zbyt głębokie oddziaływanie władz monetarnych na rynek prywatny, któremu brak merytorycznego uzasadnienia w postaci zagrożenia dla stabilności systemu finansowego.

Podstawowym kryterium oceny stopnia realizacji zakładanych celów polityki QE (obok usprawnienia funkcjonowania rynków finansowych) jest jej wpływ na gospodarkę realną. Zdaniem Tatiany Fic z National Institute of Economic and Social Research, która dokonała analizy symulacyjnej na wypadek niewdrożenia programu skupu aktywów, gospodarka amerykańska skurczyłaby się o 2,5%, a deflacja zbliżyłaby się do poziomu 2%³⁰. Analiza empiryczna danych makroekonomicznych potwierdza cytowane wnioski. Obserwacja stopy wzrostu PKB w Stanach Zjednoczonych wskazuje na osiągnięcie dodatnich wartości, co po okresie najdłuższej powojennej recesji³¹ na przełomie 2008 i 2009 r. napawa zdecydowanym optymizmem. Za szczególnie pozytywne uznać należy ożywienie konsumpcji, która obok poprawy sytuacji na rynku pracy oraz ograniczenia cięć fiskalnych

²⁷ J.C. Stein, *Evaluating Large-Scale Asset Purchases*, przemowa wygłoszona w Brookings Institution w Waszyngtonie, 11 października 2012 r. [wydruk komputerowy], s. 10-16.

²⁸ *Najważniejsze banki centralne prężą muskuły*, „Rzeczpospolita”, 21 września 2012 r., s. B6.

²⁹ *Globalne echa decyzji Fedu*, „The Wall Street Journal”, za: „Rzeczpospolita”, 18 września 2012 r., s. B9.

³⁰ T. Fic, *Skutki niekonwencjonalnej polityki pieniężnej w krajach rozwiniętych (USA, strefie euro, Japonii i Wielkiej Brytanii) i na rynkach wschodzących (Brazylia, Chinach, Indiach i Rosji)*, wykład wygłoszony w ramach Seminarium IE NBP, 13 listopada 2013 r.

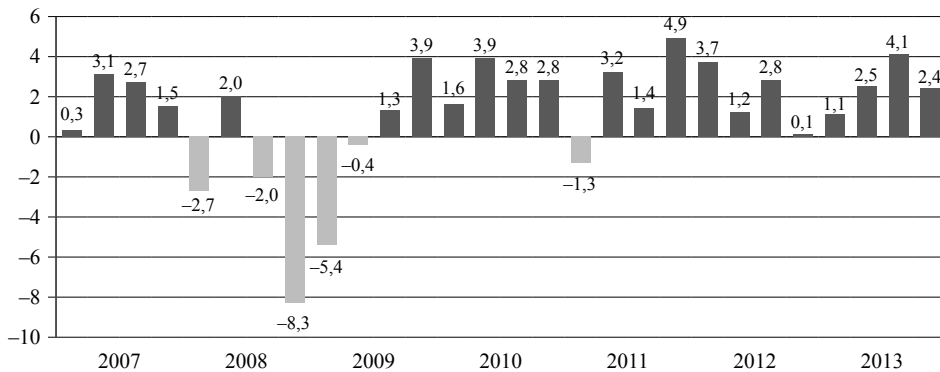
³¹ *Wyniki gospodarki USA najgorsze od pięćdziesięciu lat*, wyborcza.biz/biznes/1,101562,6665338,Wyniki_gospodarki_USA_najgorsze_od_piecdziesieciu.html [10.06.2014].

poniżej 1,0% PKB w 2014 r. i 0,5% PKB w 2015 r. powinna w największym stopniu wpływać na dalszą poprawę dynamiki produkcji³². Wskaźniki nastrojów konsumentów, jak i przedsiębiorców z sektorów przemysłowego i handlowego, kształtowały się na początku 2014 r. na wysokich poziomach, świadcząc o pozytywnej ocenie koniunktury gospodarczej oraz oczekiwaniach wzrostu produkcji i sprzedaży w kolejnych miesiącach.

Optymistyczna ocena własnej sytuacji finansowej przez Amerykanów, związana przede wszystkim z dobrymi wynikami giełd, które przyczyniły się do wzrostu wartości majątku obywateli, skłania ich do zwiększania wydatków, zwłaszcza w kategorii dóbr trwałych. Szczególnie dobre rezultaty odnotowano w zakresie sprzedaży samochodów i sprzętu RTV/AGD, a także odzieży i materiałów budowlanych³³. Tempo wzrostu w dalszym ciągu pozostaje jednak zmienne w ujęciu miesięcznym, w związku z czym nie można stwierdzić trwałej tendencji wzrostowej. Kształtowanie się stopy wzrostu PKB w Stanach Zjednoczonych w analizowanym okresie prezentuje wykres 2.

Mniejszym optymizmem napawa analiza sytuacji na amerykańskim rynku nieruchomości, gdzie sprzedaż na rynku wtórnym w styczniu 2014 r. była niższa o 5,1% w stosunku do analogicznego okresu roku poprzedniego, co uzasadnić należy spadkiem podaży domów, wzrostem cen nieruchomości, trudniejszym dostępem do kredytu hipotecznego, a także trudnymi warunkami pogodowymi. Dynamikę dodatnią wykazała natomiast sprzedaż nowych domów, która w styczniu 2014 r. wzrosła o 2,2% r/r.

Wykres 2. Stopa wzrostu PKB w Stanach Zjednoczonych w latach 2007-2013



Źródło: opracowanie własne na podstawie: www.tradingeconomics.com/united-states/gdp-growth [10.06.2014].

³² *Wydarzenia gospodarcze w kraju i na świecie, luty 2014*, s. 2, www.bfg.pl/sites/default/files/dokumenty/wydarzenia_2014.02.pdf [10.06.2014].

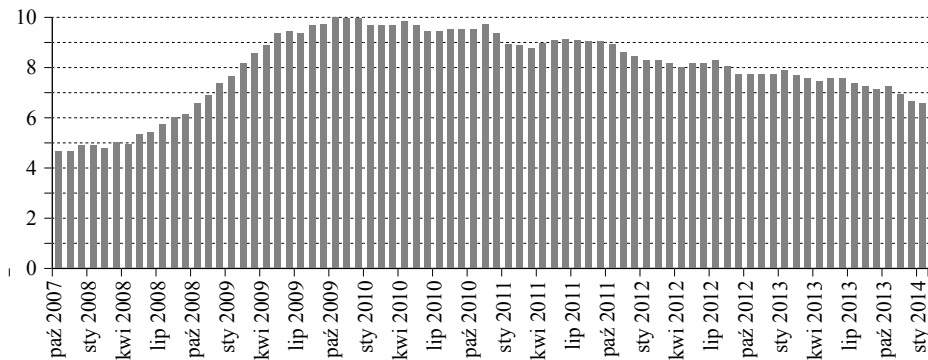
³³ *Wstępny odczyt PKB za 1 kw. w centrum uwagi*, www.kontoteka.pl/wstepny-odczyt-pkb-za-1-kw-w-centrum-uwagi.html [10.06.2014].

Ważnym aspektem oceny skuteczności programu LSAP jest również jego wpływ na poziom bezrobocia, co wynika z faktu, że pogarszająca się sytuacja na rynku pracy była istotną przesłanką rozpoczęcia interwencyjnego skupu aktywów przez Fed. Obserwacja przebiegu stopy bezrobocia w USA, począwszy od 2007 r., wskazuje na krótkotrwałą poprawę sytuacji w okresie od listopada 2010 r. do marca 2011 r., co wiązać można z pozytywnym oddziaływaniem drugiej fazy niekonwencjonalnej polityki pieniężnej. Stopa bezrobocia nieznacznie malała także przez kolejne 5 miesięcy, począwszy od listopada 2011 r., co można uznać za pozytywne następstwo operacji *Twist* oraz polityki rolowania skupu zapadających obligacji skarbowych. Wyrażna poprawa sytuacji nastąpiła w ostatnim kwartale 2013 r., kiedy stopa bezrobocia spadła poniżej 7%. W styczniu 2014 r. wskaźnik ten wyniósł 6,6%, co wskazuje na bliskość osiągnięcia podstawowego kryterium dalszej realizacji niekonwencjonalnej polityki pieniężnej w USA, czyli sprowadzenia stopy bezrobocia do poziomu poniżej 6,5%. Wskaźnik ten zdaje się kurczyć w tempie szybszym niż zakładały amerykańskie władze monetarne. Warto przypomnieć jednak, że następczyni Bena Bernanke – Janet Jellen, w jednym z przemówień wygłoszonych dla National Association for Business Economics, jeszcze pełniąc obowiązki zastępcy prezesa Fed, dała jasno do zrozumienia, że bank centralny powinien pozostać przy polityce stymulacji nawet, gdy stopa bezrobocia spadnie poniżej zakładanego celu, bowiem poprawa tego wskaźnika może wynikać z innych przesłanek niż zwiększenie zatrudnienia. Jedną z takich przyczyn może być np. zaprzestanie poszukiwania pracy przez osoby bezrobotne na skutek zniechęcenia ustawicznymi niepowodzeniami w tym zakresie. Odnosząc się do tej opinii, warto zauważyć, że aktualna poprawa sytuacji na amerykańskim rynku pracy nie jest tak odczuwalna przez zwykłych obywateli, jak by na to wskazywały wskaźniki makroekonomiczne. O złej kondycji świadczyć może fakt, że ponad 7 mln obywateli wbrew swojej woli pracuje w niepełnym wymiarze czasu. Alternatywna miara, obrazująca stopień wykorzystania czynnika ludzkiego w gospodarce, uwzględniająca nie tylko oficjalnie zarejestrowanych, ale także pracujących wbrew swym intencjom w niepełnym wymiarze czasu, tzw. wskaźnik U-6, wyniosła 13,1%, czyli niemal dwukrotność oficjalnej stopy bezrobocia³⁴.

Reasumując, należy podkreślić, że uzależnienie przez System Rezerwy Federalnej kontynuacji QE3 od obniżenia stopy bezrobocia poniżej zakładanego 6,5% pokazuje, jak dużą wagę do sytuacji na rynku pracy przykładają władze monetarne w USA. Kształtowanie się stopy bezrobocia w latach 2007-2014 prezentuje wykres 3.

³⁴ A. Lubowski, *Fed: zmienia się sternik, ale nie kurs*, „Obserwator Finansowy”, 30 stycznia 2014 r., www.obserwatorfinansowy.pl/forma/analizy/fed-zmienia-sie-sternik-ale-nie-kurs [10.06.2014].

Wykres 3. Stopa bezrobocia w Stanach Zjednoczonych w latach 2007-2014



Źródło: opracowanie własne na podstawie: www.bankier.pl/inwestowanie/notowania/macro/dane.htm?id=24 [10.06.2014].

Podsumowując kwestię skupu aktywów sektora publicznego w Stanach Zjednoczonych, należy stwierdzić, że w dalszym ciągu istnieje spora niepewność w odniesieniu do mechanizmów oddziaływania tej formy niekonwencjonalnej polityki pieniężnej, zatem następstwa zastosowania polityki skupu aktywów wymagają dalszej pogłębionej analizy. Sam prezes Fed określał wykorzystanie instrumentów polityki bilansowej banku centralnego jako proces „learning by doing”, czyli zdobywania wiedzy na temat funkcjonowania określonych mechanizmów poprzez doświadczenie³⁵.

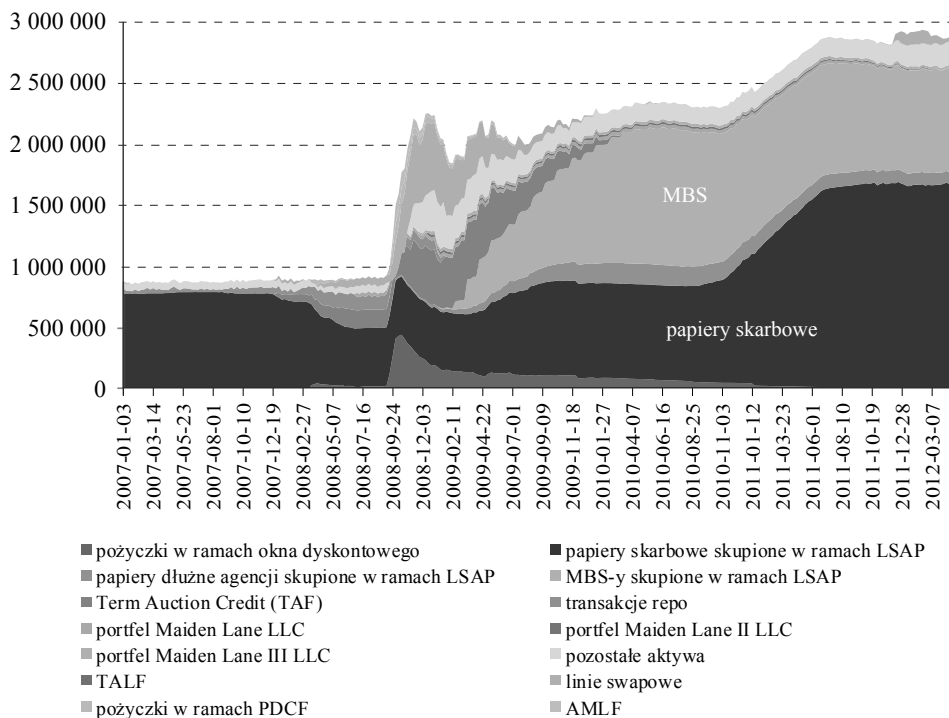
4. Implikacje polityki taniego pieniądza

Bezprecedensowa polityka poluzowania ilościowego, w połączeniu z długookresową polityką niskich stóp procentowych oraz podejściem *forward guidance*, ma z pewnością wiele istotnych konsekwencji, z których najważniejszą wydaje się znacznie utrudniony powrót do normalnego standardowego sposobu prowadzenia polityki pieniężnej, czyli trudności ze sformułowaniem i wdrożeniem strategii wyjścia (*exit strategies*). Polityka taniego pieniądza daje rządowi komfort pozwalający na odwlekanie w czasie podjęcia koniecznych reform strukturalnych lub fiskalnych, w tym decyzji konsolidacyjnych. Zmienia ona także oblicze banków centralnych, które są narażone na utratę niezależności czy ryzyko reputacyjne. Zdaniem niektórych ekonomistów niekonwencjonalna polityka pieniężna opóźnia także restrukturyzację sektora bankowego oraz może wywołać inflację³⁶.

³⁵ B. Bernanke, op. cit., s. 6.

³⁶ *Rzeczona: Niekonwencjonalna polityka pieniężna opóźnia restrukturyzację banków*, www.obserwatorfinansowy.pl/tematyka/finanse-publiczne/rzeczona-niekonwencjonalna-polit-pieniezna-opoznia-restrukturyzacje-sektora-bankowego [10.06.2014].

Wykres 4. Skutki ekspansji monetarnej dla aktywnej strony bilansu Fed



Źródło: opracowanie własne na podstawie: www.federalreserve.gov/datadownload/Download.aspx?re=H41&series=6ec6ab2d10db2d11b4c78fb260ef6e5b&filetype=sheethtml&label=include&layout=seriescolumn&from=01/01/2007&to=04/30/2012 [10.06.2014].

Praktyka pokazuje, że zagrożenie inflacyjne obecnie nie istnieje, ponieważ powiększona o nadwyżkowe rezerwy banków komercyjnych baza monetarna (*high powered money* – M0) nie przekłada się na wzrost szerszych agregatów pieniężnych, co wynika z niskich wartości mnożnika rozumianego jako relacja szerszych miar pieniądza do M0. Mnożnik ten spadł do historycznie niskiego poziomu. Bezpośrednią przyczyną braku wpływu ekspansji bazy monetarnej na szerszą podaż pieniądza jest utrzymywanie przez banki komercyjne depozytów w banku centralnym traktowanych jako swoiste bufory płynnościowe. Przeznaczenie tych środków na dodatkową akcję kredytową spowodowałoby uruchomienie kreacji pieniądza bezgotówkowego, jednak w chwili obecnej dynamika kredytów zarówno w Stanach Zjednoczonych, jak i w Europie jest znacznie osłabiona. Przyczyną braku skłonności do udzielania kredytów są z pewnością także kosztowne regulacje nakładane na banki oraz wygórowane i trudne do pogodzenia z dążeniem do

efektywności, wymogi adekwatności kapitałowej³⁷. Poluzowanie polityki monetarnej w Stanach Zjednoczonych nie spowodowało także zwiększenia oczekiwań inflacyjnych, które oscylują w przedziale 2-2,5%³⁸.

Poważnym zagrożeniem dla banków centralnych jest natomiast znaczna ekspansja ich bilansów, co rodzi konieczność realizowania zobowiązań odsetkowych od zwiększonych stanów rezerw banków czy też naraża bank centralny na ryzyko płynności oraz ryzyko rynkowe z tytułu posiadanych papierów wartościowych (wyk. 4).

Zakończenie

Niekonwencjonalna polityka pieniężna w Stanach Zjednoczonych wzbudza wiele kontrowersji wywołanych skalą operacji oraz stopniem zaangażowania Systemu Rezerwy Federalnej w transakcje typowe dla sektora prywatnego. Niepokój budzi w tym wypadku eskalacja długu publicznego, którego instrumenty znajdują łatwego nabywcę w osobie banku centralnego, jak również niepewność co do długofalowych konsekwencji poluzowania polityki pieniężnej.

Działania antykryzysowe Fed oznaczają radykalną zmianę roli władzy monetarnej, która z pożyczkodawcy ostatniej instancji, na skutek zwiększonej ingerencji w gospodarkę, rozszerzona została do funkcji inwestora ostatniej instancji. Niestandardowe działania Systemu Rezerwy Federalnej wynikały z coraz aktywniejszego zaangażowania na polu przywracania stabilności finansowej, ale także troski o kształtowanie się koniunktury gospodarczej istotnej z punktu widzenia przeciwdziałania deflacji, stanowiącej zagrożenie dla spełnienia celu monetarnego. Dążenie do ożywienia gospodarczego ma także kluczowe znaczenie dla poprawy sytuacji na rynku pracy, który obok stabilności monetarnej znajduje się w spektrum zainteresowania amerykańskich władz monetarnych.

Niezależnie od kontrowersji wynikających z zastosowania niestandardowych instrumentów polityki pieniężnej determinacja Systemu Rezerwy Federalnej w walce z kryzysem, szybkość działania, a także wielkie bogactwo przyjętych rozwiązań zasługują na wysoce pozytywną ocenę. Wdrożenie trzeciej fazy skupu aktywów przez bank centralny nasuwa wniosek, że w istniejącej sytuacji gospodarczej nie było innego rozwiązania w zakresie instrumentów polityki pieniężnej aniżeli niestandardowe poluzowanie ilościowe służące zwiększeniu zagregowanego popytu. Jednocześnie optymizmem napawa jednak fakt systematycznego wycofywania się z instrumentów niestandardowych przez amerykański bank cen-

³⁷ J. Winiecki, *Świat darmowego pieniądza i jego dotychczasowe konsekwencje*, „Zeszyty BRE Bank-CASE” 2013, nr 129, s. 23.

³⁸ P. Woźniak, *Długofalowe skutki polityki niskich stóp i poluzowania polityki pieniężnej*, „Zeszyty BRE Bank-CASE” 2013, nr 129, s. 15.

tralny. Większość programów płynnościowych została zakończona już w 2010 r., a począwszy od grudnia 2013 r., rozpoczęło się stopniowe ograniczenie polityki *quantitative easing*, co pozwala mieć nadzieję na całkowity powrót do instrumentów standardowych. Okres wykorzystania polityki poluzowania ilościowego stanowić będzie z pewnością cenne doświadczenie, które pozwoli na trafne i szybkie wykorzystanie instrumentów niekonwencjonalnych w nadzwyczajnych sytuacjach w przyszłości, których nie można przecież wykluczyć.

Literatura

- An Act to provide for the establishment of Federal reserve banks, to furnish an elastic currency, to afford means of rediscounting commercial paper, to establish a more effective supervision of banking in the United States, and for other purposes, Federal Reserve Act*, (ch. 6, 38 Stat. 251, uchwalona 23 grudnia 1913 r., 12 U.S.C. ch. 3).
- Bernanke B., *Monetary Policy Since the Onset of the Crises*, przemowa wygłoszona w trakcie „Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Symposium” w Jackson Hole, Wyoming, 31 sierpnia 2012 r. [wydruk komputerowy].
- Bini Smaghi L., *Conventional and unconventional monetary policy*, wykład wygłoszony w International Center for Monetary and Banking Studies (ICMB) w Genewie, 28 kwietnia 2009 r. [wydruk komputerowy].
- Fic T., *Skutki niekonwencjonalnej polityki pieniężnej w krajach rozwiniętych (USA, strefie euro, Japonii i Wielkiej Brytanii) i na rynkach wschodzących (Brazylia, Chinach, Indiach i Rosji)*, wykład wygłoszony w ramach Seminarium IE NBP, 13 listopada 2013.
- Fleming M.J., Klagge N.J., *Income Effects of Federal Reserve Liquidity Facilities*, „Current Issues in Economics and Finance” 2011, t. 17, nr 1.
- Gagnon J., Raskin M., Remache J., Sack B., *Large-Scale Asset Purchases by the Federal Reserve: Did they Work?*, „Economic Policy Review” 2011, maj.
- Globalne echa decyzji Fedu*, „The Wall Street Journal”, za: „Rzeczpospolita”, 18 września 2012 r.
- Harding R., *Fed launches \$400 bn “Operation Twist”*, „Financial Times”, 21 września 2011 r.
- Lubowski A., *Fed: zmienia się sternik, ale nie kurs*, „Obserwator Finansowy”, 30 stycznia 2014 r., www.obserwatorfinansowy.pl/forma/analizy/fed-zmienia-sie-sternik-ale-nie-kurs [10.06.2014].
- Monetary Policy and the Economy*, www.federalreserve.gov/pf/pdf/pf_2.pdf [10.06.2014].
- Najważniejsze banki centralne prężą muskuly*, „Rzeczpospolita”, 21 września 2012 r.
- Prusek T., *Fed zawiódł Wall Street*, „Gazeta Wyborcza”, 2 sierpnia 2012 r.
- Przybylska-Kapuścińska W., *Problemy polityki pieniężnej banków centralnych w okresie kryzysu*, „Ekonomia i Prawo” 2012, t. X, nr 3.
- Roubini N., Mihm S., *Ekonomia kryzysu*, Wolters Kluwer, Warszawa 2011.
- Rzonia: Niekonwencjonalna polityka pieniężna opóźnia restrukturyzację banków*, www.obserwatorfinansowy.pl/tematyka/finanse-publiczne/rzonia-niekonwencjonalna-polit-pieniezna-opoznia-restrukturyzacja-sektora-bankowego [10.06.2014].
- Stein J.C., *Evaluating Large-Scale Asset Purchases*, przemowa wygłoszona w Brookings Institution w Waszyngtonie, 11 października 2012 r. [wydruk komputerowy].
- Winiecki J., *Świat darmowego pieniądza i jego dotychczasowe konsekwencje*, „Zeszyty BRE Bank-CASE” 2013, nr 129.
- Woźniak P., *Długofalowe skutki polityki niskich stóp i poluzowania polityki pieniężnej*, „Zeszyty BRE Bank-CASE” 2013, nr 129.

Wstępny odczyt PKB za I kw. w centrum uwagi, www.kontoteka.pl/wstepny-odczyt-pkb-za-i-kw-w-centrum-uwagi.html [10.06.2014].

Wydarzenia gospodarcze w kraju i na świecie, luty 2014, www.bfg.pl/sites/default/files/dokumenty/wydarzenia_2014.02.pdf [10.06.2014].

Wyniki gospodarki USA najgorsze od pięćdziesięciu lat, wyborcza.biz/biznes/1,101562,6665338,Wyniki_gospodarki_USA_najgorsze_od_piecudziesieciu.html [10.06.2014].

Żywiecka H., *Niestandardowe działania banków centralnych w warunkach globalnego kryzysu finansowego*, CeDeWu, Warszawa 2013.

The Efficiency of the Federal Reserve Non-Standard Measures in Light of Empiric Evidence and Market Data Changes

Abstract. *The most significant element of unconventional monetary policy, applied for the first time in a bigger scale by the Federal Reserve in 2008, was Direct Quantitative Easing. This consisted of public sector asset purchases containing Government Sponsored Debt and Mortgage-Backed Securities, as well as, Treasury Papers. Asset purchases known as the Large Scale Asset Purchase program contributed to the growth of commercial bank liquidity, as well as, to the improvement of financing conditions on the market as, thanks to the portfolio effect, the long term interest rates were decreased. Some positive effects on the labour market, as well as, in the area of economic activity can be proven as well.*

Keywords: *financial crises, non-standard instruments, Federal Reserve System, Fed, quantitative easing, Twist operation*