



Aleksandra Nocoń

Uniwersytet Ekonomiczny w Katowicach
Wydział Finansów i Ubezpieczeń
Katedra Bankowości i Rynków Finansowych
aleksandra.nocon@ue.katowice.pl

LUZOWANIE ILOŚCIOWE A DZIAŁALNOŚĆ POMOCOWA BANKÓW CENTRALNYCH*

Streszczenie: Czy działalność pomocową banków centralnych wobec sektora bankowego w ramach polityki luzowania ilościowego w okresie globalnego kryzysu finansowego można nazwać działalnością inwestycyjną władz monetarnych? Z jednej strony głównym celem banków centralnych było zasilenie sektora bankowego w płynność w nadzwyczajnej skali i częstotliwości. Tym samym nie była to stricte inwestycyjna działalność ukierunkowana na wzrost wartości portfela aktywów. Z drugiej jednak strony władze monetarne nabywały aktywa od bankowych oraz niebankowych instytucji, co zwiększało wartość ich majątku w bilansie. Ekonomisci są jednak zgodni co do faktu, iż gdyby nie konieczność niestandardowego wsparcia banków komercyjnych i pogarszające się warunki funkcjonowania sektora bankowego, banki centralne nie angażowałyby się w tak znaczącej skali programu zakupu aktywów. Celem opracowania jest zaprezentowanie polityki luzowania ilościowego banków centralnych w okresie globalnego kryzysu finansowego, ze zwróceniem uwagi na zmiany, jakie dokonały się w aktywach banków centralnych na przykładzie Systemu Rezerwy Federalnej.

Słowa kluczowe: bank centralny, polityka luzowania ilościowego, *Quantitative Easing*, programy zakupu aktywów.

Wprowadzenie

Dynamicznie zmieniająca się sytuacja na rynkach finansowych oraz pogłębiająca się niestabilność sektora bankowego pod koniec pierwszej dekady XXI wieku wymagały – poza polityką obniżek podstawowych stóp procentowych – dalszych

* Projekt został sfinansowany ze środków Narodowego Centrum Nauki przyznanych na podstawie decyzji numer DEC-2012/07/N/HS4/00268.

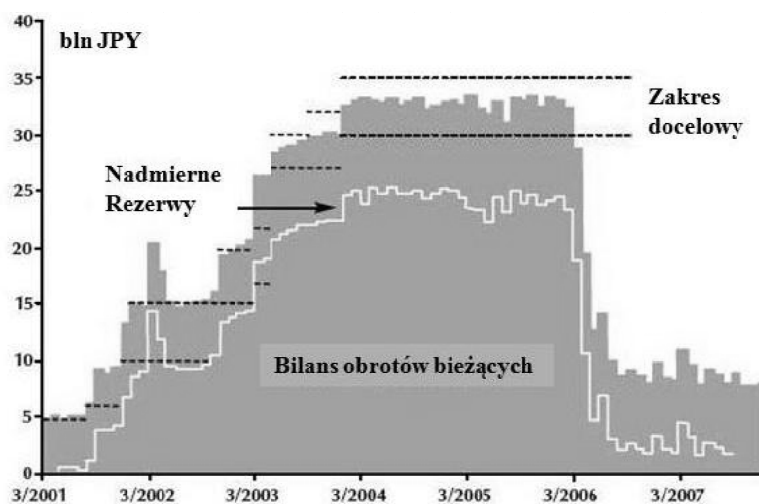
natychmiastowych i zdecydowanych działań ze strony centralnych instytucji monetarnych. Kiedy nominalne stopy procentowe zostały sprowadzone niemalże do zera, dalsze obniżki wydawały się być niemożliwe. Oprócz łagodzenia polityki pieniężnej za pomocą polityki krótkoterminowych stóp procentowych oraz wsparcia płynnościowego za pośrednictwem operacji otwartego rynku wprowadzono kolejne instrumenty niestandardowe, których celem było niwelowanie skutków załamania rynku bankowego oraz dalsze stymulowanie gospodarki. Banki komercyjne zaczęły bowiem zacieśniać akcję kredytową. Spadał także popyt na kredyty ze strony przedsiębiorstw i gospodarstw domowych. Zaczęto obawiać się zjawiska określanego mianem *credit crunch*, czyli ograniczenia dostępności kredytów poprzez bardziej rygorystyczne warunki kredytowania. Celem banków centralnych stało się podtrzymanie akcji kredytowej banków. W krajach, w których skutki kryzysu były odczuwane najsilniej, zdecydowano o implementacji polityki luzowania ilościowego (rozluźniania ilościowego) – polityki określonej mianem *Quantitative Easing* (QE).

1. Polityka luzowania ilościowego *Quantitative Easing*

Polityka luzowania ilościowego, realizowana poprzez specjalne programy zakupu aktywów (*Asset Purchase Facility*, APF), wiązała się z zakupem przez banki centralne instrumentów finansowych, głównie obligacji skarbowych i korporacyjnych oraz bonów komercyjnych. Nie była więc stricte działalnością inwestycyjną władz monetarnych. Była odpowiedzią na pogarszające się warunki funkcjonowania banków komercyjnych oraz konieczność ich szybkiego wsparcia płynnościowego. Ponadto inne były cele luzowania ilościowego niż w przypadku działalności inwestycyjnej na rynkach finansowych. W założeniu polityka ta miała sprzyjać poprawie akcji kredytowej banków celem stymulowania aktywności gospodarczej. Istotnym spektrum polityki poluzowania ilościowego były jednakże również interwencje władzy monetarnej poza sektorem bankowym. Instytucje bankowe niechętnie bowiem udzielały nowych kredytów potencjalnym klientom z sektora niefinansowego. Dlatego też działania banków centralnych skierowano również bezpośrednio do podmiotów gospodarczych – instytucji niebankowych, które inwestowały środki w aktywa (akcje, obligacje przedsiębiorstw), podnosząc ich kursy (ceny), tym samym obniżając koszty ich emisji dla przedsiębiorstw, a finalnie zachęcając je do dalszych inwestycji.

Prekursorem polityki *Quantitative Easing* był Bank Japonii (*Bank of Japan*), który wykorzystał ten instrument także nie w ramach działalności inwestycyjnej,

ale do walki z deflacją i problemami gospodarczymi w latach 2001-2006 [Arai i Hoshi, 2004, s. 9]. Po raz pierwszy instrument ten zastosowano – jak podaje Bank Japonii – dokładnie 19 marca 2001 roku (choć informacja ta nie została potwierdzona w żadnym oficjalnym oświadczeniu z tego czasu) na skutek pęknięcia bańki na rynku nieruchomości i presji deflacyjnych. I choć odmienne były ówczesne cele władz centralnych, inne warunki rynkowe, struktura systemu finansowego i rozwiązań instytucjonalnych bankowości centralnej, jak również rodzaj oraz geneza zaistniałych szoków, to zauważa się wiele podobieństw do współczesnych reakcji banków centralnych wobec niestabilności sektora bankowego. *Bank of Japan* na początku nowego wieku w pierwszej kolejności zwiększył wielkość rezerw na skutek operacji otwartego rynku, w tym warunkowego zakupu długoterminowych obligacji rządowych (wykres 1).



Wykres 1. Implementacja instrumentu luzowania ilościowego w Japonii na początku XXI wieku

Źródło: Blinder [2010, s. 476].

Z kolei w ramach polityki poluzowania ilościowego Bank Japonii nabywał papiery wartościowe zabezpieczone aktywami (*Asset-Backed Securities*, ABS) oraz papiery komercyjne zabezpieczone aktywami (*Asset-Backed Commercial Papers*, ABCP). W momencie wybuchu globalnego kryzysu finansowego Bank Japonii miał więc największe doświadczenie w zakresie stosowania instrumentu *Quantitative Easing* spośród wszystkich banków centralnych na świecie.

2. Polityka Systemu Rezerwy Federalnej w okresie globalnego kryzysu finansowego

Polityka *Quantitative Easing* nie jest więc nowym instrumentem polityki pieniężnej. Jednakże podejście Stanów Zjednoczonych pod koniec pierwszej dekady XXI wieku w zakresie jego wykorzystania było diametralnie różne od podejścia Japonii z początku nowego wieku. W czystym podejściu polityka *Quantitative Easing* skupia się na tworzeniu dodatkowych rezerw, które stanowią zobowiązania banku centralnego. Nie zmienia się więc struktura kredytów i inwestycyjnych papierów wartościowych po stronie aktywów banku centralnego. Bank Japonii skupiał się właśnie na tworzeniu tych rezerw. Amerykański bank centralny – System Rezerwy Federalnej (FED) w ramach QE także zwiększał poziom swoich rezerw, jednakże jego podejście dodatkowo charakteryzowało się zorientowaniem na wielkość i strukturę kredytów oraz papierów wartościowych, które bank centralny utrzymywał w swoich portfelach, jak również wpływem tej struktury na warunki kredytowe dla gospodarstw domowych i przedsiębiorstw. Jednakże tak jak w przypadku Japonii celem FED-u nie było zwiększanie aktywów inwestycyjnych banków centralnych oraz wzrost ich wartości. Gdyby bowiem nie nadzwyczajna sytuacja w gospodarce globalnej, banki centralne nie angażowałyby się w tak znaczącej skali w programy wykupu aktywów.

W okresie globalnego kryzysu finansowego jako pierwszy decyzję o zastosowaniu polityki nadzwyczajnego wykupu papierów wartościowych – *Quantitative Easing* podjął System Rezerwy Federalnej. Łącznie wdrożył on trzy fazy luzowania ilościowego. Decyzje amerykańskiego banku centralnego o wprowadzeniu kolejnych faz były determinowane brakiem wystarczających efektów poprzednich interwencji (tab. 1).

Tabela 1. Kolejne fazy polityki *Quantitative Easing* Systemu Rezerwy Federalnej

Faza luzowania ilościowego	Okres wdrożenia	Wartość programów zakupu
Quantitative Easing I	grudzień 2008	2 100 mld USD
Quantitative Easing II	listopad 2010	600 mld USD
Quantitative Easing III	wrzesień 2012	40 mld USD-85 mld USD/miesiąc

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych FED.

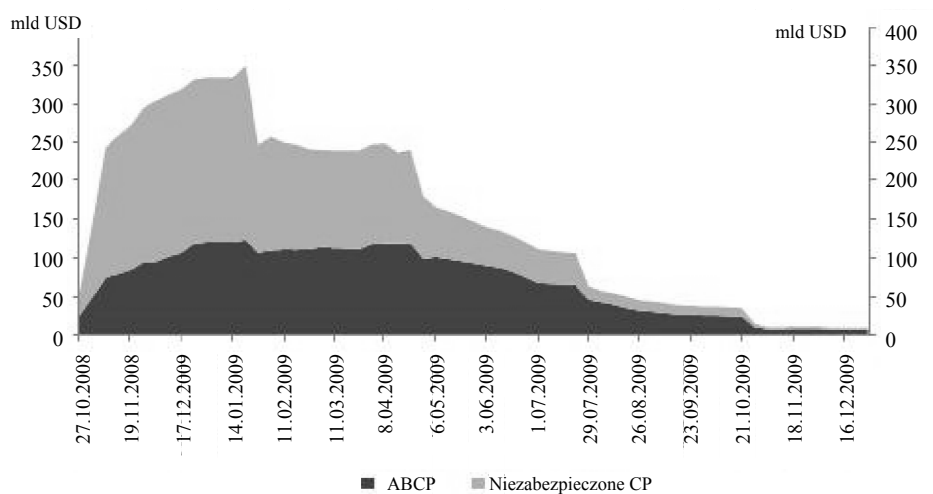
Pierwszy etap poluzowania ilościowego (QE1) w Stanach Zjednoczonych rozpoczął się w grudniu 2008 roku, kiedy amerykański bank centralny dokonał zakupu [BRE Bank, 2010, s. 7-8]:

- długu GSE (*Government Sponsored Securities*) – przedsiębiorstw sponsorowanych przez rząd, takich jak: Freddie Mac i Fannie Mae o wartości 100 mld USD,

- hipotecznych listów zastawnych – *Mortgage-Backed Securities* (MBS) – instrumentów związanych z finansowaniem rynku nieruchomości, w wysokości 500 mld USD,
- obligacji skarbowych – o wartości do 300 mld USD.

W marcu 2009 roku zdecydowano o podniesieniu limitów zakupów papierów wartościowych odpowiednio do 200 mld USD dla długu GSE oraz 1,25 biliona USD dla MBS-ów. Amerykański bank centralny zdecydował więc o dostarczeniu płynności do sektora bankowego poprzez zakup papierów wartościowych na niespotykaną wcześniej skalę. Programy te miały pomóc podmiotom czasowo nie płynnym o zdrowych fundamentach finansowych uzyskać finansowanie bieżącej działalności operacyjnej. Zarówno czas trwania, jak i wartość tych programów były ściśle dostosowywane do potrzeb rynku [www 8, s. 15].

Większość nadzwyczajnych programów FED została wdrożona z wykorzystaniem bardzo rzadko stosowanego rozdziału 13 ust. 3 Aktu Rezerwy Federalnej, umożliwiającego bankowi centralnemu udzielanie wsparcia finansowego sektorowi prywatnemu wyłącznie w wyjątkowych i nagłych sytuacjach [www 2]. FED wprowadził także program zakupu krótkoterminowych papierów komercyjnych (*Commercial Paper Funding Facility*, CPFF), którego wartość w styczniu 2009 roku osiągnęła maksimum i wyniosła ponad 350 mld USD, co stanowiło równowartość ponad 20% rynku papierów komercyjnych. Część spośród kupowanych papierów była zabezpieczona aktywami (*Asset-Backed Commercial Papers*, ABCP), z kolei znacząca większość nabywanych – niezabezpieczonych papierów komercyjnych (*Unsecured Commercial Papers*) – cechowała się wyższym ryzykiem (wykres 2). Programy te miały na celu ograniczenie skutków niestabilności amerykańskiego sektora bankowego w krótkim okresie poprzez dalsze wspieranie płynności instytucji bankowych oraz wpływ na poprawę warunków na międzynarodowym rynku międzybankowym.



Wykres 2. Wartości nabywanych papierów komercyjnych w ramach CPFF

Źródło: Markets Group of the Federal Reserve Bank of New York [2010, s. 26].

Na początku 2010 roku informacje na temat światowych rynków finansowych wskazywały na ożywienie gospodarcze. Wnioskowano, iż gospodarka ma szansę powtórzyć V-kształtną ścieżkę wzrostu, typową dla głębszych recesji. Wydawało się, że na tym etapie można zakończyć nadzwyczajną politykę *Quantitative Easing*. Jednakże wraz z komunikatami o zahamowaniu poprawy sytuacji na rynkach, rosnących oczekiwaniach deflacyjnych, wysokim bezrobociu, spekulacji na temat *double-dip recession* i powolnym pogorszaniu się przedwczesnego optymizmu, perspektywa możliwości wycofania ilościowej stymulacji gospodarki istotnie się zmniejszyła. FED ogłosił wówczas, iż od listopada 2010 roku do końca drugiego kwartału 2011 roku zakupi kolejne 600 mld USD papierów skarbowych [www 1]. Zapowiedziano także utrzymywanie stóp procentowych na rekordowo niskim poziomie przez dłuższy okres [Tymoczko, 2010, s. 20]. Dyskusje na temat strategii powrotu to tradycyjnej polityki pieniężnej – strategii wyjścia (*exit strategies*) zamieniono więc na rozmowy o kolejnych niestandardowych pakietach pomocowych (*enter strategy II*). Zdecydowano wówczas o drugiej rundzie poluzowania ilościowego (QE2). Cele działań władz monetarnych w kolejnej fazie niestandardowej polityki monetarnej były jednak inne niż pierwotne. Amerykańskie władze monetarne zaczęły się obawiać, iż bez dodatkowych bodźców gospodarka nie tylko nie powróci na ścieżkę wzrostu, ale grozi jej nawet deflacja oraz tzw. podwójny dołek w obecnym cyklu ekonomicznym. Nastawienie inwestorów było jednak odmienne. Nie obawiali się oni deflacji, a wręcz przeciwnie –

przekroczenia zakładanego celu inflacyjnego na poziomie 2% i trendu w kierunku hiperinflacji. Kiedy została ogłoszona druga runda QE, inwestorzy zaczęli nabywać tzw. TOPS-y (*Treasury Inflation Protected Securities*) – papiery wartościowe zabezpieczające przed wzrostem ogólnego poziomu cen. Inni z kolei wybierali inwestycje alternatywne, inwestując w złoto lub standardowy hedging przeciwko inflacji.

We wrześniu 2011 roku w ramach QE2, FED wprowadził operacje twist (*Operation Twist*) [www 5] prowadzące do wydłużenia terminów zapadalności posiadanych papierów wartościowych w drodze zakupu papierów o dłuższych terminach przy jednoczesnej sprzedaży papierów krótkoterminowych o takiej samej wartości. Celem tego przedsięwzięcia była zmiana kształtu krzywej dochodowości. Przemiany struktury emisji amerykańskich papierów wartościowych miały bowiem wywołać spadek długoterminowych stóp procentowych i stymulować inwestycje [Sławiński, 1996, s. 9]. W ramach *Operation Twist* w 2011 roku FED sprzedawał krótkoterminowe obligacje rządowe i jednocześnie kupował długoterminowe. Dodatkowo po raz kolejny zintensyfikował zakup MBS-ów w celu dalszego wspierania rynku mieszkaniowego. Amerykański bank centralny w ramach QE II nabywał głównie: obligacje Skarbu Państwa, papiery wartościowe zabezpieczone hipoteką (*Mortgage-Backed Securities*) oraz inne papiery dłużne, zmieniając strukturę swoich aktywów.

13 września 2012 roku FED ogłosił trzecią rundę *Quantitative Easing* (QE3), wskazując iż: „bez dalszego dostosowania polityki pieniężnej, wzrost gospodarczy może być niewystarczająco intensywny, aby wygenerować długookresową poprawę warunków na rynku pracy (...) oraz utrzymać inflację w średnim okresie na poziomie celu inflacyjnego – poniżej 2%” [www 6]. Z tych powodów zdecydowano o trzeciej turze luzowania ilościowego, zobowiązując się do zakupu w ujęciu miesięcznym 40 mld USD MBS-ów. Oznaczało to, że skala QE III miała przewyższać swoją wartością drugą fazę *Quantitative Easing*. Jednocześnie Federalny Komitet Otwartego Rynku (*Federal Open Market Committee*, FOMC) – organ odpowiedzialny za politykę pieniężną w USA, ogłosił utrzymanie stopy funduszy federalnych na niemal zerowym poziomie, co najmniej do roku 2015 [www 9]. 12 grudnia 2012 roku zapowiedziano dalsze luzowanie, zwiększając wartość zakupów do 85 mld USD na miesiąc [www 3]. Informacja o wycofywaniu się z nadzwyczajnych programów zakupu aktywów pojawiła się dopiero w połowie następnego roku. 19 czerwca 2013 roku Ben Bernanke – ówczesny prezes amerykańskiego banku centralnego, zapowiedział stopniowe ograniczanie instrumentu polityki QE ze względu na pozytywne dane makroekonomiczne na temat gospodarki Stanów Zjednoczonych. Zakupy obligacji

zmniejszono więc do poziomu 65 mld USD miesięcznie [www 4]. Wskazał on również, iż całkowite zakończenie polityki luzowania ilościowego może się zakończyć w połowie 2014 roku. Nie ogłoszono jednak podwyżki stóp procentowych. Zmiana ta może nastąpić dopiero w sytuacji, gdy inflacja osiągnie poziom docelowy na poziomie 2%, a stopa bezrobocia spadnie poniżej 6,5%.

W trakcie działań nadzwyczajnych Rezerwa Federalna brała także udział w nadzwyczajnych programach pomocowych dla największych amerykańskich instytucji finansowych, istotnych z punktu widzenia stabilności całego systemu finansowego [Bernanke, 2009]. Działania te wspomogły między innymi przejęcie Bear Stearns przez JPMorgan Chase & Co., przeciwdziałały upadkowi największej firmy ubezpieczeniowej – AIG (udostępniając jej linię kredytową o wartości 85 mld USD) oraz dokapitalizowały Citigroup i Bank of America. Zastrzeżenia budzą jednak dwa aspekty. Po pierwsze, działania banku centralnego jako pożyczkodawcy ostatniej instancji (*Lender of Last Resort*, LoLR) z założenia są adresowane do banków komercyjnych. W przypadku inicjatyw FED instytucje te (poza Bank of America) takimi podmiotami sensu stricto nie były. Po drugie, pomoc była skierowana do instytucji borykających się z problemami płynnościowymi, jednak u ich podłoża leżały problemy z wypłacalnością. Z kolei tradycyjne zasady LoLR zakładają, że banki centralne powinny udzielać pomocy bankom cierpiącym na problemy z płynnością, jednak wypłacalnym. Narzędzia te niosły więc znacznie wyższe ryzyko niż tradycyjne instrumenty ukierunkowane na wzrost płynności.

Politykę luzowania ilościowego zastosował także Bank Anglii oraz w zmodyfikowanej formule – Europejski Bank Centralny. Banki centralne poszczególnych krajów dostosowywały jednak programy wykupu papierów wartościowych do charakteru oraz skali niestabilności krajowego sektora bankowego. Różnice pomiędzy państwami odnosiły się do rodzaju nabywanych aktywów oraz uczestników, którzy mogli zawierać transakcje z bankiem centralnym (por. tab. 2).

Tabela 2. Rodzaje nabywanych papierów wartościowych oraz adresaci polityki *Quantitative Easing*

Bank centralny	Data rozpoczęcia implementacji	Rodzaj nabywanych papierów wartościowych	Adresaci polityki <i>Quantitative Easing</i>
1	2	3	4
Bank Japonii	Marzec 2001	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Papiery wartościowe zabezpieczone aktywami (<i>Asset-Backed Securities</i>) ▪ Papiery komercyjne zabezpieczone aktywami (<i>Asset-Backed Commercial Papers</i>) 	Banki komercyjne

cd. tabeli 2

1	2	3	4
System Rezerwy Federalnej	Grudzień 2008	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Dług <i>Government Sponsored Enterprises</i> ▪ Hipoteczne listy zastawne (<i>Mortgage-Backed Securities</i>) ▪ Obligacje skarbowe ▪ Krótkoterminowe papiery komercyjne (zabezpieczone – <i>Asset-Backed Commercial Papers</i> oraz niezabezpieczone – <i>Unsecured Commercial Papers</i>) 	Banki komercyjne
Europejski Bank Centralny	Lipiec 2009	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Obligacje skarbowe emitowane w strefie euro ▪ Obligacje zabezpieczone ▪ Publiczne oraz prywatne dłużne papiery wartościowe emitowane w krajach, w których walutą jest euro 	Banki komercyjne
Bank Anglii	Marzec 2009	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Obligacje skarbowe ▪ Obligacje korporacyjne ▪ Bony komercyjne 	Banki komercyjne oraz pozabankowe instytucje prywatne

Źródło: Opracowanie własne.

Działalność pomocowa banków centralnych miała więc na celu ograniczenie rozprzestrzeniających się negatywnych skutków niestabilności sektora bankowego oraz całego systemu finansowego. Choć w założeniu nie miała powodować zmian w aktywach inwestycyjnych władz monetarnych, to w rezultacie wywołała znaczące skutki dla samych banków centralnych i ich bilansów.

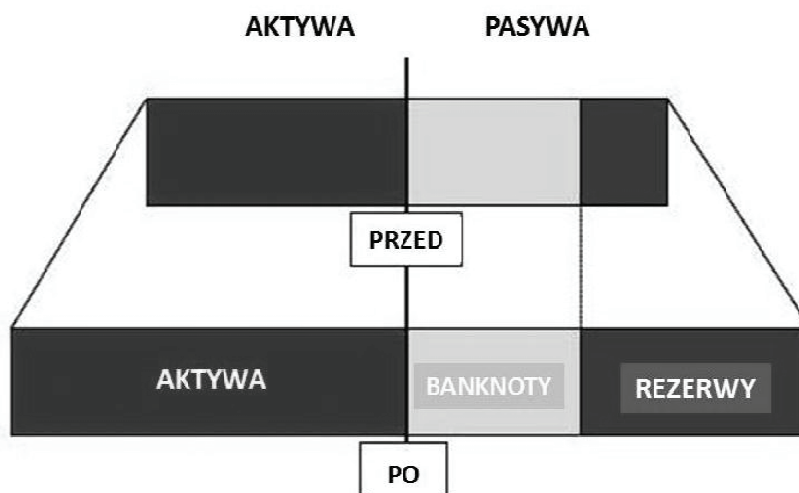
3. Konsekwencje luzowania ilościowego dla banków centralnych

W okresie globalnego kryzysu finansowego banki centralne implementowały standardowe oraz niestandardowe instrumenty polityki pieniężnej. Z jednej strony ich celem było wspieranie sektora bankowego i przeciwdziałanie niewypłacalności poszczególnych banków, a z drugiej pobudzanie aktywności gospodarczej, by uchronić gospodarkę globalną przed recesją. Jednakże poza pożądanymi konsekwencjami tych działań banki centralne odnotowały istotne przemiany w swoich bilansach. Skutki podejmowanych przez nie inicjatyw powodowały zmiany w wielkości i strukturze ich aktywów oraz pasywów.

W czasie niestabilności sektora bankowego zarówno aktywa, jak i pasywa banku centralnego odgrywają istotną rolę w zwalczaniu negatywnych skutków kryzysu finansowego. Aktywa stanowią niejako substytut prywatnego pośred-

nictwa finansowego, np. poprzez bezpośredni zakup produktów kredytowych. Z kolei pasywa funkcjonują jako bufor dla finansowania ryzyka płynności na rynkach pieniężnych. Co więcej, obie strony bilansu banku centralnego oddziałują na siebie wzajemnie, gdyż jakiegokolwiek nieprawidłowości w zakresie pośrednictwa finansowego przekładają się na zwiększenie ryzyka utraty płynności instytucji finansowych, co w rezultacie wpływa na wzrost zapotrzebowania na rezerwy monetarne. W praktyce władze centralne, poprzez podejmowane działania, oddziałują zarówno na wzrost wielkości, jak i strukturę swojego majątku oraz źródeł jego finansowania celem zwiększenia ogólnych efektów niestandardowej polityki pieniężnej [Shiratsuka, 2009, s. 3].

Instrumentem polityki pieniężnej, który znacząco wpłynął na wielkość oraz strukturę bilansu banku centralnego, była właśnie polityka poluzowania ilościowego (por. rys. 1). Polityka ta, poprzez programy wykupu papierów wartościowych, oddziaływała z jednej strony na aktywa banku centralnego. Nabywane przez władzę monetarną papiery wartościowe są bowiem ewidencjonowane po stronie aktywów (majątku banku centralnego). Z kolei źródłem ich finansowania po stronie pasywów były rezerwy centralne tworzone przez bank centralny. Przemiany w bilansie banków centralnych dotyczyły więc nie tylko zmian w aktywach. Znaczące przemiany następowały również w pasywach, gdzie były tworzone rezerwy w niespotykanej dotychczas skali.

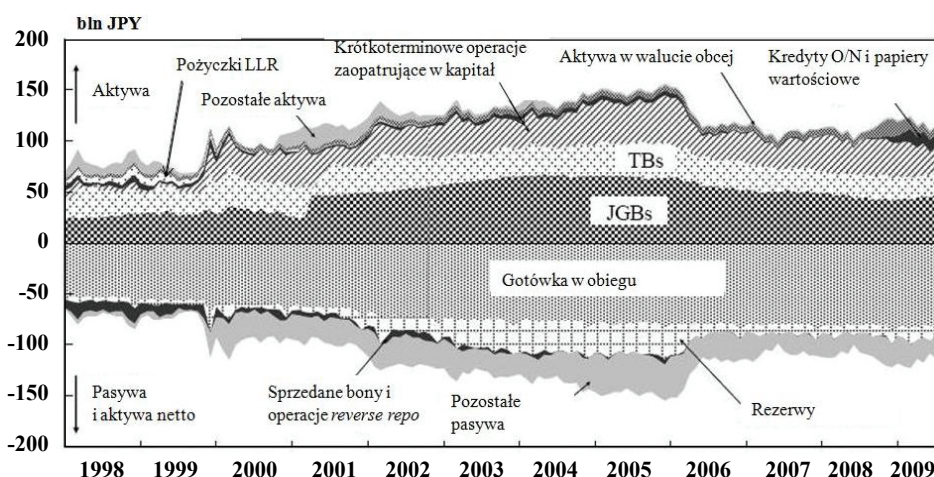


Rys. 1. Istota polityki poluzowania ilościowego *Quantitative Easing* z punktu widzenia bilansu banku centralnego

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: Lenza, Pill i Reichlin [2010, s. 22].

Doświadczenia Japonii w stosowaniu polityki poluzowania ilościowego z przełomu XX i XXI wieku potwierdzają powyższe efekty (por. wykres 3). Na początku nowego wieku w bilansie Banku Japonii znacząco wzrósł bowiem udział nabywanych skarbowych papierów wartościowych – bonów oraz obligacji, widoczny w aktywach banku centralnego. Zakupy te były z kolei finansowane z rezerw tworzonych przez japońską władzę monetarną.

Podobne skutki odnotowały banki centralne w okresie globalnego kryzysu finansowego. Wobec zastosowania polityki *Quantitative Easing* w Stanach Zjednoczonych całkowita wartość aktywów banku centralnego (w 2010 roku) osiągnęła poziom bliski 2,5 bln USD, przy poziomie poniżej 1 bln USD przed wybuchem kryzysu [Lenza, Pill i Reichlin, 2010, s. 25], z czego portfel papierów skarbowych w aktywach FED wzrósł o 300 mld USD i wyniósł 777 mld USD (stan na koniec 2009 roku). Największy wpływ na wzrost sumy bilansowej miało pojawienie się w bilansie hipotecznych listów zastawnych (*Mortgage-Backed Securities*, MBS), tj. papierów wartościowych, których zabezpieczenie stanowią wierzytelności hipoteczne. Ich wartość osiągnęła poziom około 1 bln USD, co wskazuje, jak istotną rolę amerykański bank centralny przywiązywał do finansowania rynku nieruchomości.



TBs – bono skarbowe (*Treasury bills*).

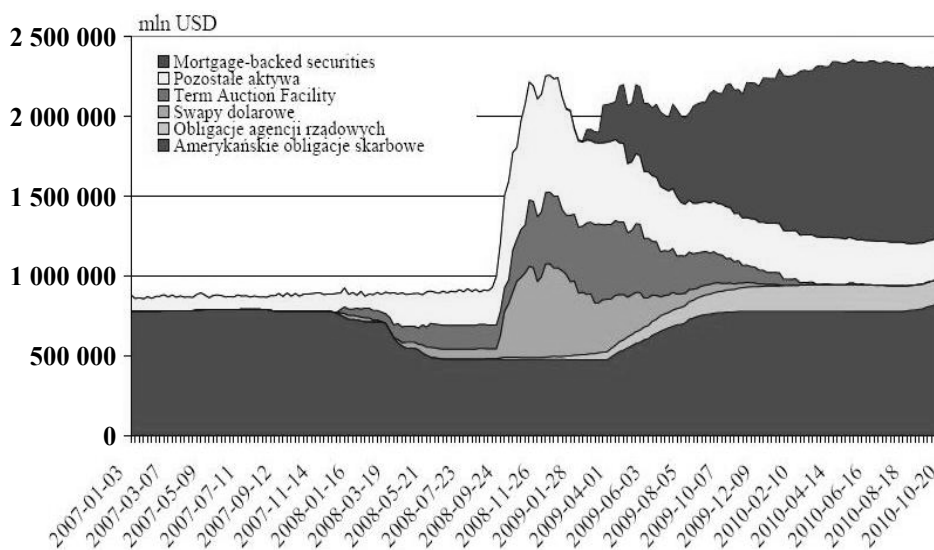
JGBs – japońskie obligacje rządowe (*Japanese Government Securities*).

Wykres 3. Zmiany w bilansie Banku Japonii w latach 1998-2009

Źródło: Shiratsuka [2009, s. 31].

Wykres 4 obrazuje, jak znacząca była skala nadzwyczajnych „zakupów” amerykańskiego banku centralnego, w szczególności innych niż skarbowe papiery wartościowe. W 2009 roku prognozowano, iż w perspektywie realna jest wartość aktywów Systemy Rezerwy Federalnej na poziomie 3 bln USD, a może nawet 4 bln USD.

Przez dziesięciolecie aktywa amerykańskiego banku centralnego składały się niemal wyłącznie ze skarbowych papierów wartościowych. Od końca 2007 roku struktura ta ulegała jednak istotnym przekształceniom. Następował spadek udziału skarbowych papierów wartościowych na rzecz innych aktywów finansowych.

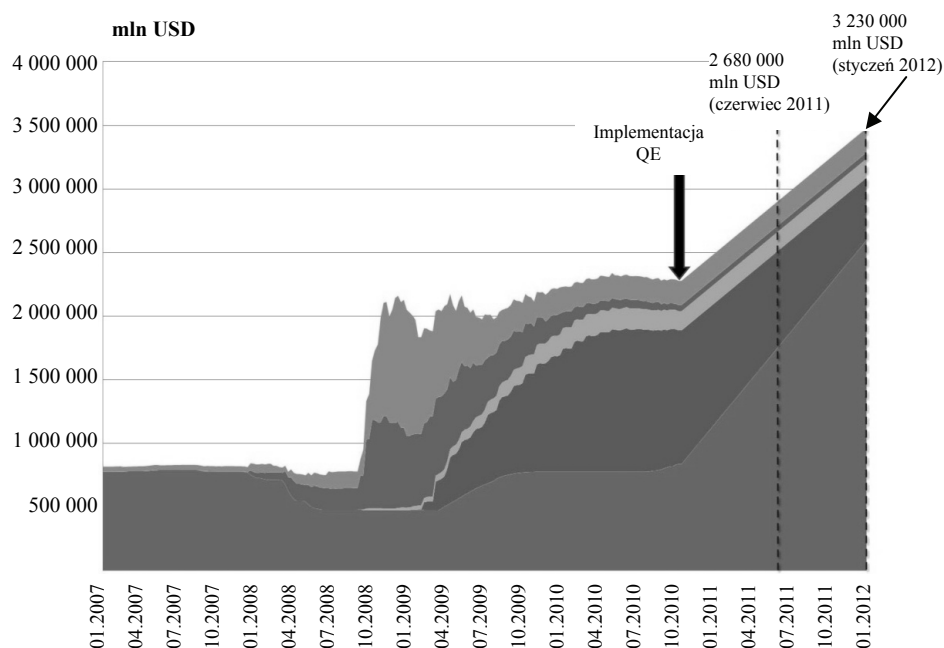


Wykres 4. Aktywa Systemu Rezerwy Federalnej w latach 2007-2010 (w mln USD)

Źródło: Lenza, Pill i Reichlin [2010, s. 25].

W aktywach banku zaczęły dominować cztery główne kategorie (wykres 5):

- krótkoterminowe programy kredytowe, zapewniające płynność instytucjom finansowym, takim jak: banki, fundusze inwestycyjne, domy maklerskie;
- kredytowe programy celowe, w tym kredyty dla podmiotów niefinansowych niwelujące dysfunkcje rynków kredytowych;
- papiery wartościowe Skarbu Państwa oraz przedsiębiorstw sponsorowanych przez rząd (*Government-Sponsored Enterprises, GSE*); kredyty awaryjne zabezpieczające przed upadkiem instytucji finansowych.



Wykres 5. Prognozowana wielkość i struktura bilansu FED z uwzględnieniem wpływu *Quantitative Easing II* (w mln USD)

Źródło: Zero Hedge.

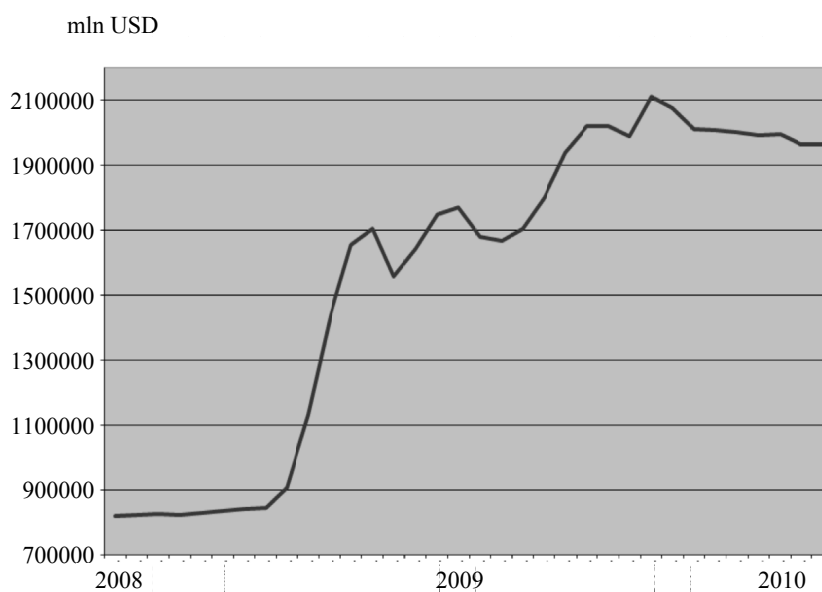
Po trzecim kwartale 2009 roku wartość krótkoterminowych programów kredytowych wynosiła około 264 mld USD, co stanowiło 12% łącznej wartości aktywów w bilansie Rezerwy Federalnej. Istotną pozycję w aktywach bilansu stanowiły także kredytowe programy celowe, których okres zapadalności był znacznie dłuższy niż programów kredytowych dostępnych na krótki termin (tab. 3). Najistotniejsze znaczenie miały jednak programy zakupu aktywów (instrumenty luzowania ilościowego), w tym: aktywów emitowanych przez instytucje finansowe oraz krótkoterminowych papierów komercyjnych.

W sierpniu 2010 roku amerykański bank centralny poinformował, że bilans banku nie zmniejszy się o środki z zapadających papierów agencyjnych i MBS-ów, gdyż będą one reinwestowane w długoterminowe papiery skarbowe USA. Po zakończeniu drugiej rundy polityki QE wielkość aktywów FED kształtowała się na poziomie 2,81 bln USD (stan na czerwiec 2011 roku). Mimo iż wielkość bilansu systematycznie wzrastała, odnotowano spadek udziału MBS-ów oraz innych dłużnych papierów wartościowych, co wynikało z faktu, iż część zadłużenia została wówczas już uregulowana, a części z kolei upłynął termin wymagalności.

Tabela 3. Podstawowe składniki bilansu amerykańskiego banku centralnego

W mld USD	Stan na 27.06.2007	Stan na 30.09.2009
AKTYWA OGÓLEM	869	2 144
Krótkoterminowe programy kredytowe dla instytucji finansowych	0	264
Kredytowe programy celowe	0	84
Papiery wartościowe:	791	1 593
▪ skarbowe papiery wartościowe	791	769
▪ papiery wartościowe przedsiębiorstw sponsorowanych przez rząd (GSE)	0	824
Kredyty awaryjne	0	101
Pozostałe aktywa	78	102

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: Bernanke [2009].

**Wykres 6.** Zmiany wielkości pieniądza rezerwowego w latach 2008-2010 na przykładzie Systemu Rezerwy Federalnej

Źródło: U.S. Federal Reserve.

Źródłem finansowania niestandardowych instrumentów polityki monetarnej ewidencjonowanych w pasywach banków centralny były rezerwy. Tym samym polityka pieniężna zastosowana w okresie globalnego kryzysu finansowego wywołała także skutek w postaci wzrostu wielkości rezerw władz monetarnych. Zarządzanie pieniądzem rezerwowym stało się więc kolejną istotną kwestią w prowadzeniu polityki monetarnej banków centralnych. Kiedy władze monetarne krajów

wysoko rozwiniętych zareagowały agresywnym złagodzeniem polityki pieniężnej, uznano, że z teoretycznego punktu widzenia zachowanie to było jak najbardziej zasadne, gdyż gwałtowne zmniejszenie mnożnika pieniądza musiało być rekompensowane zwiększeniem ilości pieniądza rezerwowego (wykres 6). Istotny wzrost pieniądza rezerwowego (*excess reserves*) w Stanach Zjednoczonych w roku 2008 był determinowany decyzjami Amerykańskiego Federalnego Komitetu Otwartego Rynku oraz Rady Gubernatorów Stanów Zjednoczonych, dotyczącymi implementacji programów zakupu aktywów. Wzrostowi aktywów banków centralnych towarzyszyło więc zwiększenie po stronie pasywów w postaci wzrostu pieniądza rezerwowego.

Należy jednak podkreślić, iż niestandardowe instrumenty polityki monetarnej, poprzez wpływ na wielkość rezerw banku centralnego, mogą oddziaływać również na podaż pieniądza. Baza monetarna stanowi podstawę zwiększania obiegu pieniężnego, czyli podaży pieniądza. Polityka luzowania ilościowego powodowała więc wzrost rezerw bankowych i w takim samym stopniu wzrost bazy monetarnej. Jednakże w okresie globalnego kryzysu finansowego banki komercyjne nie wykorzystywały nowo utworzonych rezerw bankowych do zwiększania akcji kredytowej, nie następowało więc zwiększenie ogólnej wielkości podaży pieniądza – agregatów M1 oraz M2.

Podsumowanie

Polityka luzowania ilościowego nie oznaczała zamierzonej próby wzrostu wartości majątku banków centralnych poprzez działalność stricte inwestycyjną. Co więcej, poza przemianami w strukturze i wielkości bilansów banków centralnych skutkowało po stronie pasywów znaczącym wzrostem pieniądza rezerwowego banków centralnych oraz bazy monetarnej. Polityka bilansu banków centralnych spowodowała jednakże daleko idące zmiany w majątku (aktywach) oraz źródłach finansowania (pasywach) władz monetarnych. Są to skutki, z którymi banki centralne będą zmuszone uporać się samodzielnie. Pomimo tego inicjatywy te odegrały istotną rolę w stabilizowaniu warunków funkcjonowania zarówno dla sfery realnej gospodarki, jak i sfery finansowej. Skutki te są widoczne jednakże na razie w krótkim okresie.

Literatura

- Arai Y., Hoshi T. (2004), *Monetary Policy in the Great Recession*, RIETI Discussion Paper Series 04-E-024, lipiec.
- Bernanke B.S. (2009), *The Crisis and the Policy Response*, wykład wygłoszony w London School of Economics, 13 stycznia.
- Bernanke B.S. (2009), *The Federal Reserve's Balance Sheet: An Update*, At the Federal Reserve Board Conference on Key Developments in Monetary Policy, Washington, D.C., 8 października.
- Blinder A.S. (2010), *Quantitative Easing: Entrance and Exit Strategies*, Federal Reserve Bank of St. Louis Review, 92(6), listopad/grudzień.
- BRE Bank (2010), *Miesięczny Przegląd Makroekonomiczny*, nr 103 (10), wrzesień.
- Lenza M., Pill H., Reichlin L. (2010), *Monetary Policy in Exceptional Times*, Working Paper Series, EBC, nr 1253, październik.
- Markets Group of the Federal Reserve Bank of New York (2010), *Domestic Open Market Operations During 2009*, raport przygotowany dla Federal Open Market Committee, styczeń.
- Shiratsuka S. (2009), *Size and Composition of the Central Bank Balance Sheet: Revisiting Japan's Experience of the Quantitative Easing Policy*, Discussion Paper, nr 2009-E-25.
- Sławiński A. (1996), *Krzywa dochodowości*, „Materiały i Studia NBP”, zeszyt 62.
- Tymoczko D. (2010), *Działania banków centralnych w czasie kryzysu* [w:] *Banki centralne w zarządzaniu kryzysem finansowym – strategie wyjścia*, Zeszyty BRE Bank-CASE, nr 111, Warszawa.
- [www 1] Censky A.: *QE2: Fed Pulls the Trigger*, CNNmoney.com, 3 listopada 2010.
- [www 2] <http://www.federalreserve.gov/aboutthefed/section13.htm> (dostęp: 18.08.2013).
- [www 3] <http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20121212a.htm> (dostęp: 10.07.2013).
- [www 4] <http://www.foxbusiness.com/economy/2013/06/19/fed-decision-on-tap/> (dostęp: 10.07.2013).
- [www 5] Inman P., *What Is Operation Twist?* “The Guardian”, <http://www.theguardian.com/business/2011/sep/21/operation-twist-federal-reserve-gamble-us-economic-stimulus> (dostęp: 8.08.2013).
- [www 6] Labonte M. (2013), *Federal Reserve: Unconventional Monetary Policy Options*. Congressional Research Service, 7-5700, 19 lutego, <http://www.fas.org/sgp/crs/misc/R42962.pdf> (dostęp: 22.09.2014).
- [www 7] *What Is the Federal Reserve Quantitative Easing*, Useconomy.about.com, 22 września 2011.
- [www 8] Willardson N., Pederson L. (2010), *Federal Reserve Liquidity Programs: An Update*, The Region, czerwiec; www.minneapolisfed.org/pubs/region/10-06/liquidity.pdf (dostęp: 18.08.2013).
- [www 9] Zumbun J. (2012), *Fed Undertakes QE3 with \$40 Billion MBS Purchases Per Month*, Bloomberg News, 13 września.

**QUANTITATIVE EASING, AND THE AID ACTIVITIES
OF CENTRAL BANKS**

Summary: Whether the aid activities of central banks for the banking sector under the *Quantitative Easing* policy during the global financial crisis can be called an investment activity of monetary authorities. On the one hand, the main objective of the central banks was to support banking sector of liquidity in the unconventional scale and frequency. Thus, it was not directly an investment activity, aimed at increasing the value of assets' portfolio. On the other hand, the monetary authorities have purchased the assets from banking and non-banking institutions, which increased the value of their assets in the balance sheet. Nevertheless, economists agree about the fact that if there would be no need for non-standard support of commercial banks and deteriorating conditions of the banking sector, central banks did not involve in such a significant scale of asset purchase program. The aim of the study is to present a *Quantitative Easing* policy of central banks during the global financial crisis, with paying particular attention on changes that have occurred in the central banks' assets, based on the example of the Federal Reserve System.

Keywords: Central bank, *Quantitative Easing*, *Quantitative Easing* policy, asset purchase programs.