

## NIEKONWENCJONALNA POLITYKA PIENIĘŻNA GŁÓWNYCH BANKÓW CENTRALNYCH – DIAGNOZA KORZYŚCI I ZAGROZEŃ

**Streszczenie:** Intensyfikacja światowego kryzysu finansowego i gospodarczego doprowadziła do natychmiastowej reakcji banków centralnych krajów wysoko rozwiniętych. W ostatnich miesiącach 2008 r. napotkały one jednak ograniczenia w prowadzeniu polityki pieniężnej za pomocą tradycyjnych narzędzi, wynikające z osiągnięcia dolnej granicy stóp procentowych. Głównym efektem poszukiwania alternatywnych rozwiązań jest grupa instrumentów niekonwencjonalnych, zakładających wykorzystanie zmian wolumenu i struktury aktywów utrzymywanych w bilansach banków centralnych. Nowe narzędzia wpłynęły korzystnie na rynki finansowe oraz zapobiegły głębszemu spadkowi aktywności gospodarczej i cen. Wzrost sum bilansowych banków centralnych przyniósł jednak refleksję nad towarzyszącymi im zagrożeniami: ryzykiem inflacyjnym czy zakłóceniami mechanizmu rynkowego. Celem referatu jest przegląd i ocena korzyści i zagrożeń wynikających z niekonwencjonalnej polityki pieniężnej głównych banków centralnych. Analizę przeprowadzono w obszarach stabilności finansowej i makroekonomicznej, odnosząc się także do wpływu omawianych działań na finanse publiczne i międzynarodową sytuację gospodarczą.

**Summary:** Intensification of the global financial and economic crisis led to an immediate reaction of central banks in well-developed economies. In the last months of 2008 the central bankers faced limitations in undertaking further actions using traditional tools: official interest rates hit the lower bound. As the main alternative for the traditional interest-rate policy there appeared a set of unconventional instruments. These tools involve changes both in the volume and composition of assets held in central bank's balance sheets. New measures positively influenced financial stability and prevented further decline of economic activity and prices. However, growth of central banks' balance sheets brought attention to the potential risks they may pose, such as inflation risk or distortions in market mechanism. This paper's aim is to evaluate the benefits and threats of unconventional monetary policies pursued by the World's leading central banks. The analysis takes into consideration the areas of financial and macroeconomic stability, but it also discusses the influence of unconventional measures on public finance and their international impact.

**Słowa kluczowe:** niekonwencjonalna polityka pieniężna, luzowanie ilościowe, bankowość centralna, kryzys finansowy i gospodarczy

**Keywords:** unconventional monetary policy, quantitative easing central banking, financial and economic crisis

### Wprowadzenie

Reakcja polityki gospodarczej na wybuch kryzysu finansowego była niemal natychmiastowa. Obok dyskrecjonalnych działań fiskalnych oraz zmian w nadzorze i regulacji rynków finansowych, zwrócono się również w stronę polityki pieniężnej. Banki centralne krajów wysokorozwiniętych już w 2007 r. podjęły standardowe działania, mające na celu zahamowanie niekorzystnych wydarzeń na rynkach finansowych, a także ich wpływu na realną sferę gospodarki. W ostatnich miesiącach 2008 r. napotkały jednak następujące trzy ograniczenia w prowadzeniu polityki pieniężnej za pomocą tradycyjnych narzędzi<sup>1</sup>:

- osiągnięcie dolnej granicy przez główną stopę procentową, które uniemożliwiło jej dalsze obniżki, mimo że nominalna stopa procentowa równowagi była ujemna,
- wzrost popytu na rezerwy w systemie finansowym, ograniczający redystrybucję płynności pomiędzy instytucjami finansowymi i wpływający na zmniejszenie kontroli banku centralnego nad stopą procentową na rynku pieniężnym,
- zakłócenia w funkcjonowaniu mechanizmu transmisji monetarnej, powodujące niższą od oczekiwanej reakcję większości segmentów gospodarki na impuls monetarny.

Głównym efektem poszukiwania alternatywy oraz uzupełnienia polityki stóp procentowych jest grupa instrumentów nazywanych niekonwencjonalnymi lub niestandardowymi.

Bogatego, zróżnicowanego i w największym stopniu kompletnego studium przypadku zastosowania niekonwencjonalnej polityki pieniężnej dostarcza analiza antykryzysowych działań głównych banków centralnych świata: Systemu Rezerwy Federalnej Stanów Zjednoczonych Ameryki (SRF), Europejskiego Banku Centralnego (EBC), Banku Anglii (BA) i Banku Japonii (BJ). Zastosowane działania przyniosły wymierne korzyści w stabilizowaniu rynków finansowych, zwalczaniu tendencji deflacyjnych i dynamizacji wzrostu gospodarczego. Kolejne lata stosowania niekonwencjonalnej polityki pieniężnej, przyniosły jednak refleksję nad kosztami, jakie może ona generować i otworzyły debatę nad jej zakończeniem. Brak rozstrzygającej odpowiedzi na pytanie, czy jeśli polityka banków centralnych w okresie kryzysu przyczyniła się do złagodzenia jego przebiegu, to w przyszłości nie spowoduje

<sup>1</sup> M. Cecioni, G. Ferrero, A. Secchi, *Unconventional monetary policy in theory and in practice*, "Bank of Italy Occasional Papers" 2011, nr 102, a także M. Labonte, *Monetary Policy and the Federal Reserve: Current Policy and Conditions*, "Congressional Research Service" 2012, nr 7-5700.

wielu negatywnych konsekwencji<sup>2</sup>, stanowi podstawową motywację podjęcia omawianego tematu. Celem referatu jest przegląd dostępnej literatury przedmiotu w poszukiwaniu korzyści i zagrożeń wynikających z niekonwencjonalnej polityki pieniężnej głównych banków centralnych oraz próba ich podsumowania i oceny.

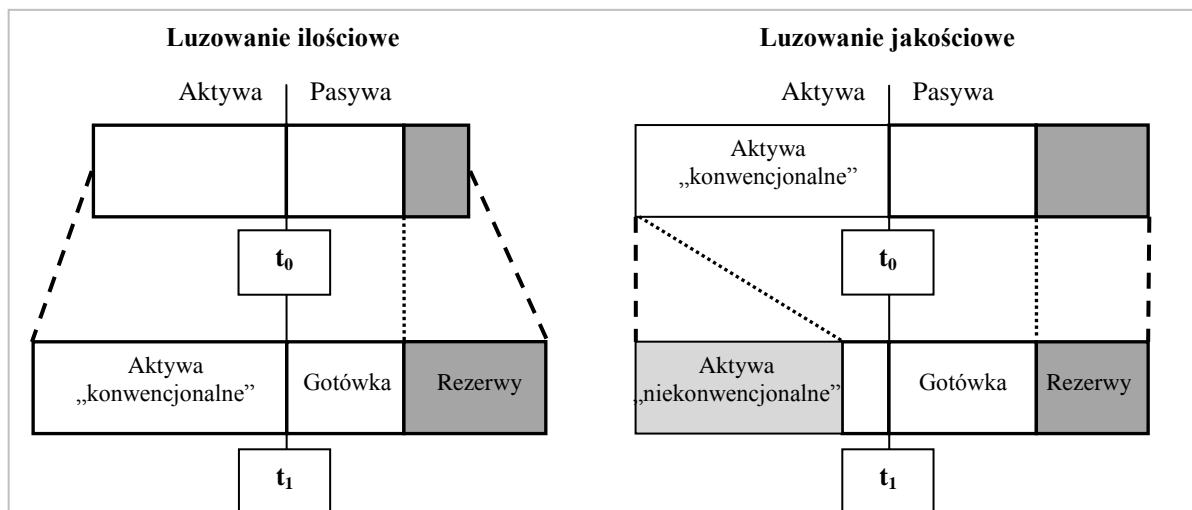
Referat został podzielony na pięć sekcji. W części następującej po wprowadzeniu przeprowadzono krótką charakterystykę instrumentów niekonwencjonalnych, ze szczególnym naciskiem na mechanizmy ich oddziaływania na rynki finansowe i gospodarkę. W trzeciej części podsumowano działania głównych banków centralnych w latach 2008-2012. Sekcje czwartą i piątą poświęcono identyfikacji odpowiednio: korzyści i zagrożeń wynikających z niekonwencjonalnej polityki pieniężnej. W ostatniej części referatu sformułowano wnioski płynące z analizy.

### Konstrukcja i kanały oddziaływania instrumentów niekonwencjonalnych

Tradycyjnie rozumiana polityka pieniężna składa się z dwóch elementów stanowiących łącznie niezbędny warunek jej skutecznej realizacji: sygnalizacji pożądanej wysokości stopy procentowej i dostosowania bazy monetarnej do poziomu odpowiadającej tej wysokości<sup>3</sup>. W tym tradycyjnym ujęciu, polityka pieniężna jest jednak narażona na utratę możliwości oddziaływania na gospodarkę w warunkach dolnej granicy stóp procentowych. Biorąc pod uwagę te ograniczenia, B. Bernanke i V. Reinhart, rozważają następujące „działania niestandardowe”<sup>4</sup>:

- strategię zarządzania oczekiwaniami (*expectation management strategy*), czyli zobowiązanie władz monetarnych do utrzymania stóp procentowych na ustalonym poziomie, które wpływa na oczekiwania inflacyjne podmiotów;
- rozszerzenie bazy monetarnej, a więc strony pasywnej bilansu banku centralnego, ponad poziom potrzebny do osiągnięcia zerowych stóp procentowych (*quantitative easing*);
- zmianę struktury bilansu banku centralnego i względnej podaży wybranych papierów wartościowych na rynku – luzowanie jakościowe (*qualitative easing*).

W przeciwieństwie do luzowania jakościowego, luzowanie ilościowe nie zmienia struktury bilansu banku centralnego, a dotychczasowy udział „aktywów konwencjonalnych” utrzymywanych przez bank centralny pozostaje bez zmian (por. rys. 1).



Rysunek 1 Luzowanie ilościowe a luzowanie jakościowe polityki pieniężnej

Źródło: M. Lenza, H. Pill, L. Reichlin, *Monetary Policy in Exceptional Times*, “European Central Bank Working Paper Series” 2010, nr 1253, s. 10.

Nawiązując do powyższej klasyfikacji, P. Morgan wyróżnia dwa sposoby prowadzenia polityki bilansowej przez bank centralny: operacje refinansujące o dłuższych niż zazwyczaj okresach zapadalności lub skup aktywów<sup>5</sup>. Kolejną próbę rozszerzenia spojrzenia na instrumenty niekonwencjonalne podjęli Borio i Disyatat (2009), którzy zaklasyfikowali narzędzia niekonwencjonalne w oparciu o dwa kryteria: rodzaj zmian wywołanych przez dane narzędzie w strukturze bilansu sektora prywatnego oraz segment rynku, na który to narzędzie *explicite* wpływa<sup>6</sup>. Dodali oni ważny głos do dyskusji o instrumentach niekonwencjonalnych, wyróżniając wśród nich tzw. quasi-zarządzanie zadłużeniem (*quasi-debt management*) – grupę działań pozwalającą wpływać bezpośrednio na poziom i strukturę zadłużenia sektora publicznego oraz wysokość stóp zwrotu obligacji i bonów skarbowych, a ostatecznie na koszt pozyskania kapitału i ceny aktywów rynkowych.

<sup>2</sup> A. Meier, *Panacea, Curse, or Nonevent? Unconventional Monetary Policy in the United Kingdom*, “IMF Working Papers” 2009, nr 163.

<sup>3</sup> O. Blanchard, G. Dell’Ariccia, P. Mauro, *Rethinking Macroeconomic Policy*, „IMF Staff Position Note” 2010, nr SPN/10/03.

<sup>4</sup> B. Bernanke, V. Reinhart, *Conducting Monetary Policy at Very Low Short-Term Interest Rates*, “American Economic Review” 2004, Tom 94, nr 2, s. 85.

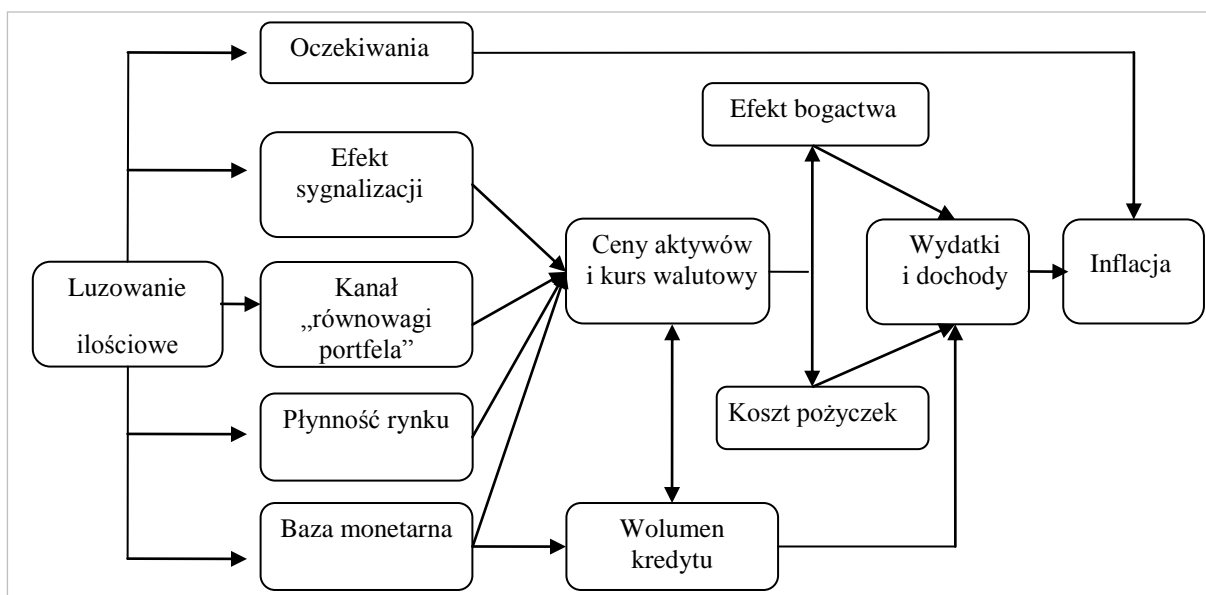
<sup>5</sup> P. Morgan, *The Role and Effectiveness of Unconventional Monetary Policy*, “ADBI Working Papers” 2009, nr 163.

<sup>6</sup> C. Borio, P. Disyatat, *Unconventional Monetary Policies: An Appraisal*, BIS Working Papers 2009, nr 292.

Niestandardowy charakter omawianych instrumentów może wynikać nie tylko ze sposobu, w jaki przeprowadzane są same transakcje, ale również z poszerzonej grupy kontrahentów tych operacji. Odwołując się do przykładu instrumentów niekonwencjonalnych skierowanych na pobudzenie akcji kredytowej, M. Lenza i współautorzy wyróżniają trzy możliwości postępowania<sup>7</sup>:

- działanie poprzez system bankowy i wpływanie na zwiększenie podaży kredytu w gospodarce;
- wspieranie funkcjonowania rynku kredytowego poprzez zaangażowanie banku centralnego jako podmiotu *de facto* uczestniczącego w jego funkcjonowaniu, a zatem próba obejścia (*by-pass*) osłabionego i niespełniającego swoich funkcji systemu bankowego;
- bezpośrednie udzielanie kredytu sektorowi niefinansowemu, w warunkach niesprawnych rynków finansowych.

Biorąc pod uwagę te spostrzeżenia M. Joyce i współautorzy podjęli próbę kompleksowego uchwycenia mechanizmu transmisyjnego niekonwencjonalnej polityki pieniężnej. W ramach zaproponowanego przez siebie schematu, autorzy wyróżniają aż pięć kanałów: oczekiwań, sygnalizacji, „równowagi portfela” (*portfolio balance channel*), płynności rynku oraz bezpośredniego wpływu na bazę monetarną, którymi bodźce poluzowania ilościowego mogą być przenoszone na ceny aktywów, rynki kredytowe, wydatki i dochody oraz inflację (rys. 2).



**Rysunek 2 Schemat mechanizmu transmisyjnego luzowania ilościowego**

Źródło: M. Joyce, M. Tong, R. Woods, *The United Kingdom's quantitative easing policy: design, operation and impact*, "Bank of England Quarterly Review Q3", Londyn 2011, s. 10.

## Działania niekonwencjonalne głównych banków centralnych w okresie kryzysu

Negatywne zjawiska, które można było zaobserwować na rynkach finansowych już w 2007 r., nie pozostały neutralne dla realnej sfery gospodarki. Poprzez efekt majątkowy jego skutki odczuły gospodarstwa domowe, a poprzez kanał kredytowy – przedsiębiorstwa. Znalazło to odzwierciedlenie w antykryzysowych działaniach banków centralnych, realizowanych w trzech obszarach<sup>8</sup>:

- wsparcia systemowo ważnych instytucji i poszczególnych sektorów rynku finansowego, w ramach funkcji pożyczkodawcy ostatniej instancji,
- tradycyjnej polityki pieniężnej, rozumianej jako obniżki stóp procentowych,
- niekonwencjonalnej polityki pieniężnej, stosowanej początkowo w celu przywrócenia stabilności finansowej, a następnie także makroekonomicznej.

Punktem startowym działań antykryzysowych było bezpośrednie wsparcie systemu finansowego. Podjęte kroki miały przeciwdziałać nasilającemu się spadkowi płynności na rynku międzybankowym, a także pomoc wybranym bankom, których bilanse były nadmierne. Po upadku banku Lehmann Bros. i wejściu w zaostrożoną fazę kryzysu miała miejsce skoordynowana obniżka stóp procentowych wszystkich omawianych banków centralnych.

W ostatnich miesiącach 2008 r. banki odwołały się do niekonwencjonalnych instrumentów polityki pieniężnej. Warto przyrzeć się najważniejszemu decyzjom podjętym w tym obszarze przez SRF, EBC, BA i BJ. Składają się na nie trzy podstawowe elementy<sup>9</sup>:

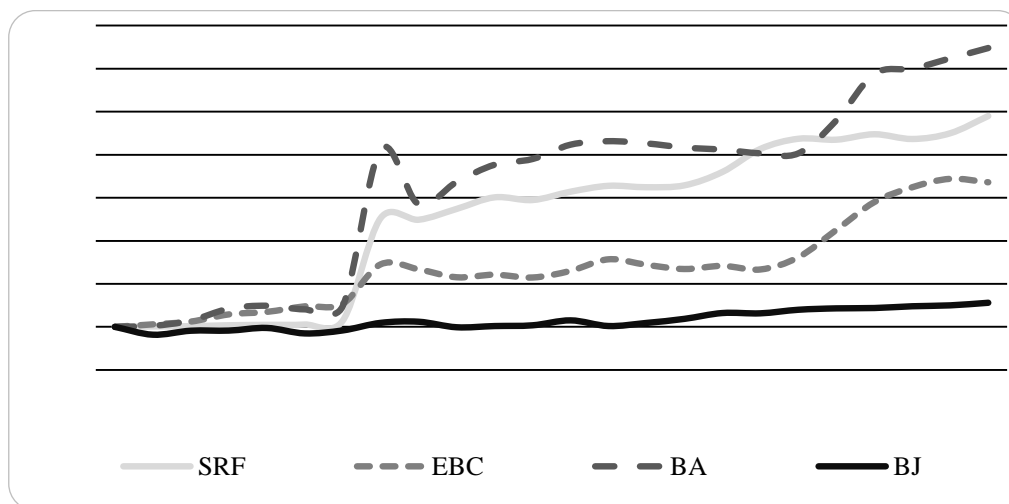
<sup>7</sup> M. Lenza, H. Pill, L. Reichlin, *Monetary Policy in Exceptional Times*, "European Central Bank Working Paper Series" 2010, nr 1253.

<sup>8</sup> G. Peersman, *Macroeconomic Effects of Unconventional Monetary Policy in the Euro Area*, "European Central Bank Working Papers Series" 2011, nr 1397.

<sup>9</sup> D. Tropeano, *Quantitative easing in the United States after the crisis: conflicting views*, "Quaderno di Dipartimento di Istituzioni Economiche e Finanziarie" 2011, nr 64.

- strategia komunikacji podjętych i przyszłych działań niekonwencjonalnych (*forward guidance*),
- modyfikacja operacji otwartego rynku,
- operacje bezpośredniego zakupu szerokiej klasy aktywów.

Wchodzące w skład instrumentarium banków centralnych operacje otwartego rynku zostały zmodyfikowane tak, aby dostarczyć rynkom płynność po korzystnych warunkach<sup>10</sup>. Zmiany te miały trojaki charakter i dotyczyły: czasu zapadalności pożyczek udzielanych instytucjom finansowym (który wydłużono nawet do 12 miesięcy), a także rozszerzenia zakresu kontrahentów operacji otwartego rynku i aktywów kwalifikowanych, przyjmowanych jako zabezpieczenia w operacjach otwartego rynku. Towarzyszyły im operacje bezpośredniego zakupu aktywów (*outright purchase*) zgrupowane w kolejne programy luzowania ilościowego. Liderem w ich wykorzystaniu stał się w 2008 r. SRF, a następnie stosowały je także BA, BJ i EBC. Skupowane papiery wartościowe objęły: obligacje długoterminowe, aktywa sektora prywatnego, w tym obligacje przedsiębiorstw i aktywa powstałe w wyniku sekurytyzacji.



**Rysunek 3 Sumy bilansowe głównych banków centralnych w latach 2007-2012 (2007 q1=100)**

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych banków centralnych.

Obniżki stóp procentowych oraz tworzenie pieniądza rezerwowego wpłynęły na wzrost sum bilansowych banków centralnych (rys. 3). Spowodowały też zmiany o charakterze jakościowym, wynikające z modyfikacji struktur tych bilansów, w tym względnego udziału odmiennych aktywów, w szczególności wydłużenia średniego terminów ich zapadalności. Jak wskazano w poprzedniej części referatu, stanowi to kluczowy element mechanizmu transmisyjnego podjętych działań.

### **Korzyści płynące z wdrożenia niekonwencjonalnej polityki pieniężnej**

Ocena efektów niekonwencjonalnej polityki pieniężnej obarczona jest wieloma trudnościami. Pożądanym rozwiązaniem byłoby przeprowadzenie kontrfaktycznych symulacji, w których wariant jej zastosowania zostałby porównany z wariantem zakładającym jedynie osiągnięcie efektywnej dolnej granicy stóp procentowych. Z powodu różnorodnych podejść badawczych, niektóre z uzyskiwanych ocen znacząco różnią się pomiędzy sobą<sup>11</sup>. Można jednak wyodrębnić kilka, wyraźnie zarysowanych tendencji, które się w nich ujawniają.

Relatywnie szeroki konsensus należy odnotować w obszarze oceny wpływu działań antykrzysowych na przywrócenie i utrzymanie stabilności finansowej, zarówno w obszarze wsparcia kluczowych instytucji, jak i funkcji pośredniczących całego sektora<sup>12</sup>. O ile jednak pozytywna ocena SRF, BA i BJ w oddziaływaniu na rynki finansowe jest bardzo pozytywna ze względu na zmniejszenie premii za ryzyko i pobudzenie akcji kredytowej, o tyle opinie na temat działań EBC są mniej jednoznaczne, co wynika m.in. z wewnętrznego zróżnicowania strefy euro.

Większość badaczy zgadza się także, że omawiana grupa narzędzi była względnie skuteczna w łagodzeniu negatywnych skutków gospodarczych wynikających z osiągnięcia zerowej granicy nominalnych stóp procentowych. Ocenia się, że narzędzia niestandardowe zapobiegły nasileniu zjawisk deflacyjnych oraz złagodził wzrost stopy bezrobocia. Nie brakuje również głosów wskazujących, że były one kluczowe dla ominięcia większego spadku produkcji, presji deflacyjnej oraz spadku dynamiki akcji kredytowej. Co więcej, podkreśla się znaczenie luzowania ilościowego dla deprecjacji walut krajów, w którym je zastosowano, poprawiając tym samym międzynarodową konkurencyjność gospodarek. Brak jednak ostatecznej zgody odnośnie do konkretnych danych liczbowych

<sup>10</sup> W. Buiter, *Negative nominal interest rates: Three ways to overcome the zero lower bound*, "North American Journal of Economics and Finance" 2009, nr 20.

<sup>11</sup> Obecnie efekty instrumentów niestandardowych są weryfikowane w literaturze przedmiotu w oparciu o dwie kategorie badań: regresje typu *event study*, określające siłę ich efektów sygnalizacyjnych oraz modele oceniające siłę efektu bilansowego.

<sup>12</sup> M. Cecioni, G. Ferrero, A. Secchi, *Unconventional monetary policy in theory and in practice*, "Bank of Italy Occasional Papers" 2011, No. 102, s. 32.

opisujących wpływ luzowania ilościowego na podstawowe zmienne makroekonomiczne<sup>13</sup>. Większość autorów dochodzi ponadto do wniosku o znacznie silniejszym wpływie polityki bilansowej na rynki finansowe niż sferę realną gospodarki, co świadczyłoby o ograniczeniach w działaniu mechanizmu transmisyjnego narzędzi niestandardowych.

Zasadniczo pozytywna pozostaje także ocena wpływu polityki bilansowej głównych banków centralnych na finanse publiczne. Kolejne transze zakupów obligacji skarbowych istotnie obniżyły ich rentowność, ułatwiając finansowanie deficytów budżetowych państw zaawansowanych gospodarczo. Zgodnie z obliczeniami A. Foerstera efekt zbliżony do wymagały od głównych banków centralnych obniżenia głównych stóp procentowych o ponad 2 p.p., co w warunkach ich dolnej granicy nie było możliwe<sup>14</sup>. Ciekawą tezę podsumowującą dyskusję na temat pozytywnych stron niekonwencjonalnej polityki pieniężnej jest obserwacja mówiąca o ich malejących w czasie korzyściach<sup>15</sup>. W kilku ostatnich latach ukształtowane zostały bowiem oczekiwania uczestników rynku, którzy coraz słabiej reagują na kolejne transze luzowania ilościowego.

### Zagrożenia towarzyszące niekonwencjonalnej polityce pieniężnej

Przegląd literatury przedmiotu pozwala zidentyfikować trzy grupy najczęściej wskazywanych zagrożeń towarzyszących niekonwencjonalnej polityce pieniężnej:

- wynikających ze zbyt wczesnego zakończenia niekonwencjonalnej polityki pieniężnej,
- będących efektem zmian struktury i bilansu banku centralnego.
- związanych z nadmiernie długim bądź intensywnym oddziaływaniem instrumentów niekonwencjonalnych,

Najszerzej dyskutowaną i skłaniającą znaczną część ekonomistów do wysuwania postulatów o zakończeniu ilościowego luzowania polityki pieniężnej jest kategoria ryzyka wynikającego z przedłużającej się, trwającej od ponad pięciu lat, ekspansji monetarnej. Warto jednak pokrótce przyjrzeć się dwóm pierwszym grupom zagrożeń.

Zbyt wczesne zakończenie programów luzowania ilościowego oznaczałoby ujemny wpływ na funkcjonowanie ważnych sektorów rynku finansowego oraz aktywności gospodarczej. Wniosek ten jest jedną z głównych lekcji płynących z działań BJ w latach 2001-2006. BJ zakończył program luzowania ilościowego w warunkach, w których oczekiwania inflacyjne nie były w wystarczającym stopniu „zakotwiczone”, a tym samym nie odsunął od japońskiej gospodarki problemów spowolnienia gospodarczego<sup>16</sup>. Należy pamiętać także o możliwości potencjalnych strat finansowych związanych z zakupem przez banki centralne papierów wartościowych o niskiej jakości. Ujemny wynik finansowy może istotnie umniejszyć stopień niezależności banku centralnego, wymagając uzupełnienia kapitału banku centralnego przez władze budżetowe, co może stanowić szczególny problem w przypadku EBC<sup>17</sup>. Wysokie ryzyko wiąże się w pierwszej kolejności z bezpośrednim ratowaniem instytucji finansowych, jeśli okazałoby się, że wsparcie wynikało *de facto* z problemów z wypłacalnością, a nie płynnością danego podmiotu.

Większość komentatorów skupia się na ryzyku zbyt długiego utrzymywania niekonwencjonalnej polityki pieniężnej. Jedną z jej najbardziej negatywnych ocen sformułowali N. Roubini i S. Mihm, którzy uważają, że manipulując mechanizmem rynkowym, władze monetarne doprowadziły do rozpowszechnionej na wielką skalę pokusy nadużycia<sup>18</sup>. Może to nie tylko opóźnić proces delewaryzacji w sektorze finansowym, ale także wywoływać opóźnienie w przeprowadzaniu koniecznych reform polityki budżetowej. Z kolei J. Stiglitz przestrzega przed oddziaływaniem działań niekonwencjonalnych na narastanie niestabilności w skali globalnej<sup>19</sup>. Główne zagrożenie upatruje on w fakcie, że nadwyżki płynności są transferowane do gospodarek wschodzących. Już w 2011 r. spowodowało to ponowne przyspieszenie inflacji aktywów, w tym energii i żywności, na rynkach międzynarodowych. Co więcej, doprowadziło do wybuchu tzw. wojen walutowych. Kraje na średnim poziomie rozwoju odczuły bowiem skutki obniżenia wartości głównych walut (przede wszystkim USD) względem własnych walut. Inną obawą, związaną z charakterystyczną dla polityki bilansowej wzmoczoną kreacją pieniądza, jest możliwość nasilenia procesów inflacyjnych. Zmniejszony stopień reakcji szerokich agregatów na zmiany bazy monetarnej (spadek mnożników pieniężnych) sprawia, że nie są one właściwym wskaźnikiem inflacji na rynku aktywów, co może spowodować niedostrzeżenie bańki spekulacyjnej, powstającej w jednym z sektorów rynku finansowego. Kolejne etapy luzowania ilościowego wywołały kumulację rezerw nadwyżkowych w sektorze bankowym<sup>20</sup>. Kiedy banki poprawią strukturę swoich bilansów i wznowią akcję kredytową, wysoki poziom rezerw może przełożyć się na wzrost agregatów pieniężnych. Przyrost bazy monetarnej, w połączeniu ze wzrostem szybkości obiegu pieniądza, może wywołać gwałtowny wzrost dynamiki inflacji.

<sup>13</sup> G. Peersman, *Macroeconomic Effects of Unconventional Monetary Policy in the Euro Area*, “European Central Bank Working Papers Series” 2011, nr 1397.

<sup>14</sup> A. Foerster, *Financial Crisis, Unconventional Monetary Policy Exit Strategies, and Agents’ Expectations*, “The Federal Reserve Bank of Kansas City Research Working Papers” 2011, nr RWP 11-04.

<sup>15</sup> C. Goodhart, J. Ashworth, *QE: a successful start may be running into diminishing returns*, „Oxford Review of Economic Policy”, tom 28, nr 4.

<sup>16</sup> J. Janus, *Wpływ doświadczeń Banku Japonii na politykę pieniężną Systemu Rezerwy Federalnej w latach 2007-2011*, „Gospodarka Narodowa” 2013, nr 1-2.

<sup>17</sup> J. B. Taylor, *Monetary Policy Rules Work and Discretion Doesn’t: A Tale of Two Eras*, “Journal of Money, Credit and Banking Lecture” March 2012, s. 19.

<sup>18</sup> N. Roubini, S. Mihm, *Crisis Economics: A Crash Course in the Future of Finance*, The Penguin Press, New York 2010.

<sup>19</sup> J. Stiglitz, *Macroeconomics, Monetary Policy, and the Crisis*, [w:] O. Blanchard, D. Romer, M. Spence, J. Stiglitz (red.), *In the Wake of the Crisis: Leading Economists Reassess Economic Policy*, MIT Press, Cambridge 2012, s. 37-39.

<sup>20</sup> J.B. Taylor, op. cit., s. 32-33.

## Wnioski

Celem referatu było dokonanie diagnozy korzyści i zagrożeń wynikających z zastosowania przez główne banki centralne świata niekonwencjonalnej polityki pieniężnej. Ze względu na fakt, że działania niekonwencjonalne zostały po raz pierwszy zastosowane na taką skalę, trudno mówić obecnie o jakiegokolwiek pewności dotyczącej ich przyszłych efektów. Należy jednocześnie zaznaczyć, że to, które z zagrożeń ulegnie materializacji oraz w jakim stopniu odczuwalne będą ich skutki zależy od splotu wielu czynników, z których znaczna część pozostaje poza zasięgiem oddziaływania polityki pieniężnej<sup>21</sup>. Przegląd literatury prowadzi do wniosku, że kontynuacja działań niekonwencjonalnych budzi narastające kontrowersje. Różnorodne kategorie ryzyka sprawiają, że ostateczna ocena skuteczności niekonwencjonalnej polityki pieniężnej będzie zależeć od umiejętności sprostania przez banki centralne trudnemu zadaniu, polegającemu na wdrożeniu ekspansywnej polityki pieniężnej w krótkim okresie, przy jednoczesnym zachowaniu długookresowych oczekiwań inflacyjnych na niskim poziomie. W przypadku materializacji któregokolwiek z rodzajów ryzyka, niekonwencjonalna polityka pieniężna dałaby skutki odwrotne do zamierzonych. Prowadzi to do wniosku, że działaniom antykryzysowym powinna towarzyszyć odpowiednio skalibrowana strategia wychodzenia z niekonwencjonalnej polityki pieniężnej, rozumiana jako ogół decyzji banku centralnego związanych z zakończeniem działań niekonwencjonalnych, ukierunkowanych na minimalizację towarzyszących im zagrożeń. Zważywszy na to, że znaczna część zagrożeń związana jest z oddziaływaniem narzędzi niekonwencjonalnych na rynki finansowe, niezbędne wydają się dostosowania w działaniach nadzorczych i makroostrożnościowych (*macroprudential*), minimalizujące potencjalne negatywne efekty ekspansji monetarnej.

## Literatura

- Blanchard O., Dell’Ariccia G., Mauro P., *Rethinking Macroeconomic Policy*, „IMF Staff Position Note” 2010, nr SPN/10/03.
- Borio C., Disyatat P., *Unconventional Monetary Policies: An Appraisal*, BIS Working Papers 2009, nr 292.
- Bernanke B., Reinhart V., *Conducting Monetary Policy at Very Low Short-Term Interest Rates*, „American Economic Review” 2004, Tom 94, nr 2.
- Buiter W., *Negative nominal interest rates: Three ways to overcome the zero lower bound*, „North American Journal of Economics and Finance” 2009, nr 20.
- Cecioni M., Ferrero G., Secchi A., *Unconventional monetary policy in theory and in practice*, „Bank of Italy Occasional Papers” 2011, No. 102.
- Cecioni M., Ferrero G., Secchi A., *Unconventional monetary policy in theory and in practice*, „Bank of Italy Occasional Papers” 2011, nr 102.
- Foerster A., *Financial Crisis, Unconventional Monetary Policy Exit Strategies, and Agents’ Expectations*, „The Federal Reserve Bank of Kansas City Research Working Papers” 2011, nr RWP 11-04.
- Goodhart C., Ashworth J., *QE: a successful start may be running into diminishing returns*, „Oxford Review of Economic Policy”, tom 28, nr 4.
- Janus J., *Wpływ doświadczeń Banku Japonii na politykę pieniężną Systemu Rezerwy Federalnej w latach 2007-2011*, „Gospodarka Narodowa” 2013, nr 1-2.
- Labonte M., *Monetary Policy and the Federal Reserve: Current Policy and Conditions*, „Congressional Research Service” 2012, nr 7-5700.
- Lenza M., Pill H., Reichlin L., *Monetary Policy in Exceptional Times*, „European Central Bank Working Paper Series” 2010, nr 1253.
- Meier A., *Panacea, Curse, or Nonevent? Unconventional Monetary Policy in the United Kingdom*, „IMF Working Papers” 2009, nr 163.
- Morgan P., *The Role and Effectiveness of Unconventional Monetary Policy*, „ADBI Working Papers” 2009, nr 163.
- Peersman G., *Macroeconomic Effects of Unconventional Monetary Policy in the Euro Area*, „European Central Bank Working Papers Series” 2011, nr 1397.
- Peersman G., *Macroeconomic Effects of Unconventional Monetary Policy in the Euro Area*, „European Central Bank Working Papers Series” 2011, nr 1397.
- Roubini N., Mihm S., *Crisis Economics: A Crash Course in the Future of Finance*, The Penguin Press, New York 2010.
- Stiglitz J., *Macroeconomics, Monetary Policy, and the Crisis*, [w:] Blanchard O., Romer D., Spence M., Stiglitz J. (red.), *In the Wake of the Crisis: Leading Economists Reassess Economic Policy*, MIT Press, Cambridge 2012.
- Taylor J. B., *Monetary Policy Rules Work and Discretion Doesn’t: A Tale of Two Eras*, „Journal of Money, Credit and Banking Lecture” March 2012.
- Tropeano D. (2011), *Quantitative easing in the United States after the crisis: conflicting views*, „Quaderno di Dipartimento di Istituzioni Economiche e Finanziarie”, nr 64.
- Wojtyna A., *Standardowe i niestandardowe działania antykryzysowe w gospodarkach wschodzących*, „Gospodarka Narodowa” 2011, nr 9.

---

<sup>21</sup> A. Wojtyna, *Standardowe i niestandardowe działania antykryzysowe w gospodarkach wschodzących*, „Gospodarka Narodowa” 2011, nr 9 (241).