

GOSPODARKA NARODOWA

1-2
(257-258)
Rok LXXX/XXI
styczeń-luty
2013
s. 71-90

Jakub JANUS*

Wpływ doświadczeń Banku Japonii na politykę pieniężną Systemu Rezerwy Federalnej w latach 2007-2011**

Streszczenie: Celem artykułu jest ocena wpływu doświadczeń Banku Japonii z lat 1991-2006 na sposób prowadzenia i skuteczność polityki pieniężnej Systemu Rezerwy Federalnej USA (SRF) w latach 2007-2011. Przeprowadzona analiza nie ma charakteru czysto porównawczego, a jej zasadniczą intencją jest wskazanie tych składowych polityki pieniężnej SRF, które stanowiły odzwierciedlenie wniosków z pozytywnych i negatywnych lekcji japońskich. Artykuł stanowi także próbę odpowiedzi na pytanie, czy i w jakim stopniu doświadczenia te okazały się przydatne dla zwiększenia skuteczności działań SRF w kryzysie. Szczególną uwagę zwrócono na identyfikację decyzji Banku Japonii, które odpowiadały za niższą od oczekiwanej skuteczność polityki pieniężnej w warunkach stagnacji i deflacji, w szczególności „nadmierny gradualizm”, czyli podjęcie ekspansji monetarnej zbyt późno i w zbyt ograniczonym stopniu. Dokonano także systematyzacji i opisu zmian w sposobie prowadzenia polityki pieniężnej w USA po 2007 r. Podjęty problem został przeanalizowany w świetle literatury przedmiotu, w której powszechnie dowodzi się większą skuteczność antykryzysowej polityki pieniężnej SRF. W toku analizy ustalono, że proces „uczenia się” SRF na doświadczeniach Banku Japonii miał charakter wielowymiarowy i manifestował się z odmiennym natężeniem w poszczególnych składowych polityki pieniężnej SRF. Stwierdzono, że wykorzystanie przez SRF doświadczeń Banku Japonii uwidocznilo się w największym stopniu w czterech obszarach: a) przekonaniu o konieczności strukturalnych zmian w sposobie prowadzenia polityki pieniężnej w warunkach zagrożenia deflacyjnego, b) zastosowaniu „agresywnych” obniżek stóp procentowych oraz wdrożeniu polityki bilansowej przed wystąpieniem zjawisk deflacyjnych, c) wykorzystaniu niekonwencjonalnych instrumentów polityki pieniężnej, jako alternatywy w warunkach zerowej granicy nominalnych stóp procentowych, d) przykładaniu wzmoczonej uwagi do stabilności systemu finansowego i wypełniania funkcji pożyczkodawcy

* Doktorant Uniwersytetu Ekonomicznego w Krakowie, e-mail: jakubjanus@wp.pl

** Artykuł bazuje na fragmentach pracy magisterskiej autora, napisanej pod kierunkiem prof. dr. hab. Andrzeja Wojtyny w Katedrze Makroekonomii Uniwersytetu Ekonomicznego w Krakowie.

ostatniej instancji. Lekcje japońskie w znikomym stopniu przyczyniły się jednak do funkcjonowania SRF na poziomie instytucjonalnym, wpływając niemal wyłącznie na zmiany w zastosowanych w USA narzędziach polityki pieniężnej i sposobie ich wdrożenia.

Słowa kluczowe: polityka pieniężna, bankowość centralna, kryzys finansowy i gospodarczy, System Rezerwy Federalnej USA, Bank Japonii

Kody JEL: E52, E58

Artykuł wpłynął do druku 20 grudnia 2012 r.

Uwagi wstępne

Pęknięcie bańki spekulacyjnej na rynku nieruchomości oraz nasilające się tendencje deflacyjne w amerykańskiej gospodarce pociągnęły za sobą bezpośrednie odwołania do doświadczeń Japonii lat 90. Najpełniej przejawiają się one w komentarzu Krugmana [2010], który stwierdził obrazowo, że „wszyscy jesteśmy Japończykami”. W kontekście polityki pieniężnej, zwiększenie zainteresowania wnioskami płynącymi z polityki Banku Japonii wiązało się z osiągnięciem dolnej granicy nominalnych stóp procentowych i rozpoczęciem działań niekonwencjonalnych przez System Rezerwy Federalnej (SRF). Prezes Banku Rezerwy Federalnej w San Francisco, Williams [2011, s. 1] podkreślił, że „wszystko, co wiedzieliśmy o niekonwencjonalnej polityce pieniężnej przed kryzysem finansowym, pochodziło z doświadczeń japońskich i nielicznych epizodów ich zastosowania w Stanach Zjednoczonych”.

Celem artykułu jest identyfikacja obszarów, w których zrealizowany został proces „uczenia się” amerykańskich władz monetarnych na praktyce polityki pieniężnej Banku Japonii. Analiza ta nie ma więc charakteru czysto porównawczego, a jej zasadniczą intencją jest wskazanie tych składowych polityki pieniężnej SRF, które stanowiły odzwierciedlenie wniosków z pozytywnych i negatywnych doświadczeń japońskich lat 1991-2006. Artykuł stanowi także próbę oceny przydatności tych doświadczeń dla zwiększenia skuteczności działań SRF w kryzysie. Za wyborem tak sformułowanej problematyki badawczej przemawia rosnące zapotrzebowanie na określenie skutecznych zasad prowadzenia polityki pieniężnej w warunkach zagrożenia deflacyjnego. Nie bez znaczenia pozostają również kontrowersje towarzyszące natychmiastowym i długofalowym skutkom zastosowania nadzwyczajnych działań, zarówno w obszarze zastosowanych narzędzi, jak i towarzyszących im zmian instytucjonalnych.

Artykuł składa się z czterech części. W pierwszej z nich podsumowano wnioski płynące z doświadczeń Banku Japonii lat 1991-2006 oraz poddano ocenie ich przydatność w perspektywie ostatniego kryzysu gospodarczego. W drugiej części przeanalizowano ewolucję polityki pieniężnej SRF w latach 2007-2011. Kolejne dwa paragrafy opracowania mają charakter komplementarny i dotyczą wpływu doświadczeń japońskich na sposób prowadzenia oraz skuteczność działań SRF w omawianym okresie.

Lekcje z doświadczeń Banku Japonii lat 1991-2006

Kryzys finansowy, który rozpoczął się w Japonii w początku lat 90. jest uznawany za jeden z największych w najnowszej historii gospodarczej. Świadczą o tym terminy, używane do jego określenia: „stracona dekada” (*lost decade*) [Mishkin, Ito, 2004, s. 2], „wielka stagnacja” (*great stagnation*) [Arai, Hoshi, 2006, s. 157] czy „wielka recesja” (*great recession*) [Koo, 2008, s. 6]. Procesy gospodarcze w Japonii na wiele lat skupiły uwagę badaczy zajmujących się polityką pieniężną i bankowością centralną [Ito, 2009, s. 67-70]¹. Badanie odniesione zostanie do trzech okresów, które inicjują: a) początek kryzysu finansowego, b) uzyskanie instytucjonalnej niezależności i rozpoczęcie polityki zerowych stóp procentowych oraz c) wdrożenie niekonwencjonalnych narzędzi polityki pieniężnej. Podejmując ocenę działań Banku Japonii do 1999 r. warto zwrócić uwagę na dwa jej elementy, które stały się polem późniejszej krytyki [Ahearne et al., 2002, s. 24-28], [Mishkin, Ito, 2004, s. 7-9]:

- 1) zbyt późna identyfikacja zagrożenia spiralą deflacyjną i niewystarczająca ekspansja monetarna w latach 1991-1994,
- 2) brak efektów obniżki stóp procentowych niemal do zera w drugiej połowie lat 90.

Fakt, że obniżka stóp procentowych w latach 1991-1994 przeprowadzona została stopniowo, przyczynił się do sformułowania przez część badaczy zarzutu o tzw. nadmierny gradualizm, czyli syndrom działania „zbyt późno i w zbyt ograniczonym stopniu”. Podnosząc ten argument, Mishkin i Ito [2004, s. 7] stwierdzają, że Bank Japonii błędnie oszacował poziom ryzyka związanego z deflacją. Czynniki, które przesądziły o odłożeniu decyzji o ekspansji monetarnej były trudności w komunikacji z rynkami i przyjęcie pasywnej postawy w kontaktach z władzami fiskalnymi. Bernanke [2000, s. 149-168] określa politykę pieniężną Banku Japonii w latach 90. jako „wywołany samoistnie paraliż” (*self-induced paralysis*). Autor zaznacza, że sytuacja gospodarcza Japonii w latach 90. była znacząco odmienna od wysokiego bezrobocia, spadku poziomu życia i ubóstwa szerokich grup społecznych w okresie Wielkiego Kryzysu. Dostrzega jednak analogie pomiędzy błędami w polityce Banku Japonii i SRF w tych dwóch okresach, a przede wszystkim konieczność zastosowania w Japonii „Rooseveltofskiego rozwiązania” (*Rooseveltian resolve*), a więc zdecydowanego, odważnego i niekonwencjonalnego działania, zmieniającego dotychczasowy paradygmat prowadzenia polityki pieniężnej.

Niezadowolenie z niskiej skuteczności polityki pieniężnej w latach 90. znalazło odzwierciedlenie w zmianach instytucjonalnych funkcjonowania Banku Japonii oraz rozpoczęciu wdrażania „polityki zerowych stóp procentowych” (*zero interest rate policy*, ZIRP). Założenia ZIRP skierowane zostały na realizację trzech celów [Fujiki, Shiratsuka, 2002, s. 3-4]: a) zwiększenia wiarygodności Banku Japonii, b) wpływu na ukształtowanie oczekiwań względem inflacji

¹ W literaturze polskojęzycznej polityka pieniężna Banku Japonii w obliczu deflacji została przedstawiona przez Jurka [2004] i Samarynę [2010].

i długookresowych stóp procentowych oraz c) redukcję kosztów pozyskiwania środków na rynkach finansowych i wzrost dynamiki akcji kredytowej. Władze Banku określiły program ZIRP jako „super-superekspansywny” [Arai, Hoshi 2006, s. 157-182]. Po raz pierwszy zwrócono również uwagę na korzyści płynące z właściwej komunikacji decyzji władz monetarnych.

Oznaki ożywienia gospodarczego pojawiły się od kwietnia 2000 r., kiedy po raz pierwszy od kilku lat odnotowano zwiększenie zysków przedsiębiorstw, poziomu inwestycji i wzrost wartości indeksów giełdowych. Wydawało się, że ZIRP przynosi spodziewane efekty, zgodnie z „teorią tamy”² (*dam theory*), której prawdziwość podkreślali przedstawiciele Banku Japonii (zob. szerzej [Mishkin, Ito, 2004]). Decyzja z dnia 11 sierpnia 2000 r. zawieszająca ZIRP, została podyktowana przekonaniem o odsunięciu od gospodarki japońskiej zagrożenia deflacyjnego. Zbiegła się jednak w czasie z kryzysem finansowym wywołanym z pęknięciem „bańki internetowej” w Stanach Zjednoczonych i realnym ryzykiem światowego kryzysu gospodarczego. W efekcie niemal natychmiast po podwyżce stóp procentowych, japońska gospodarka ponownie weszła w recesję. Okres prowadzenia przez Bank Japonii ZIRP jest jednym z najostrzej krytykowanych epizodów japońskiej stagnacji [Fujiki, Shiratsuka, 2002, s. 3]: nie tylko ze względu na to, że został zbyt późno rozpoczęty, ale także za wcześnie zakończony. Zwiększenie poziomu niezależności Banku Japonii wiązało się ze wzrostem oczekiwań wobec poprawy skuteczności polityki pieniężnej. Jednakże już w dwa lata po uchwaleniu Ustawy, Bank stracił wiarygodność w oczach podmiotów rynkowych [Harrigan, Kuttner, 2005, s. 99]. Wyróżnić można kilka przyczyn, które złożyły się na niepowodzenia programu ZIRP:

- niewłaściwa ocena sytuacji gospodarczej dokonana przez władze monetarne [Mishkin, Ito, 2004, s. 11-13],
- brak przekonania o konieczności zastosowania nieschematycznych działań w prowadzeniu polityki pieniężnej [Fujiki, Shiratsuka, 2002, s. 2-4],
- „pułapka niezależności” (*independence trap*), w którą wpadł Bank Japonii tuż po jej uzyskaniu [Cargill et al., 2000, s. 173], wynikająca ze zbyt dosłownej interpretacji niezależności od Ministerstwa Finansów³.

Polityka pieniężna Banku Japonii w latach 1999-2000 zdaje się również potwierdzać poglądy wielu ekonomistów na temat kluczowej roli zarządzania oczekiwaniami podmiotów rynkowych dla skutecznego prowadzenia polityki pieniężnej w deflacji, a także tego, że problem dynamicznej niespójności w czasie dotyczy nie tylko kształtowania oczekiwań inflacyjnych, ale również deflacyjnych.

² „Teoria tamy” zakładała, że w warunkach wzrastających zysków przedsiębiorstw, „woda zacznie przelewać się przez korporacyjną tamę”, a więc ekspansja monetarna pobudzi inwestycje i konsumpcję.

³ Jaskrawy przykład konfliktu na linii rząd – Bank Japonii stanowią kulisę głosowania nad zawieszeniem ZIRP i podwyżką stóp procentowych w sierpniu 2001 r. Wykorzystując możliwości przysługujące mu zgodnie z Ustawą o Banku Japonii, rząd wniósł o odroczenie głosowania do następnego posiedzenia Rady. Wniosek ten został odrzucony przez Radę stosunkiem głosów 8 do 1. Następnie, zawieszenie programu ZIRP zostało przegłosowane 7 do 2 (zob. szerzej [Nakaso, 2001, s. 12-14]).

Procesy gospodarcze obserwowane w Japonii w trzecim okresie analizy (pierwszych latach XXI wieku) były efektem splotu negatywnych czynników krajowych i zagranicznych [Ueda, 2011, s. 4]. Należały do nich: nasilające się oczekiwania deflacyjne, spadająca dynamika PKB, kryzys bankowy i globalne efekty pęknięcia bańki internetowej. Pogłębiająca się recesja sprawiła, że władze monetarne zaczęły brać pod uwagę, odrzucane wcześniej, rekomendacje dotyczące rozszerzenia skali ekspansji poprzez zastosowanie niekonwencjonalnych narzędzi [Mishkin, Ito, 2004, s. 15]. 19 marca 2001 r. oficjalnie ogłoszono rozpoczęcie programu ilościowego luzowania polityki pieniężnej (*quantitative easing*, QE). Jak zauważają Harrigan i Kuttner [2005, s. 99] „po trzech latach opóźnienia, falstarcie i odwróceniu od pierwotnie przyjętego programu, Bank Japonii znalazł się na ścieżce prowadzącej do wdrożenia w pełni niekonwencjonalnej polityki pieniężnej”. Baba i współautorzy [2005, s. 9] wyróżniają trzy składowe polityki zastosowanej przez Bank Japonii w latach 2001-2006:

1. zmianę podstawowego celu operacyjnego ze stopy *overnight* na poziom salda rezerw deponowanych przez instytucje finansowe w banku centralnym,
2. zobowiązanie do utrzymania powyższego celu do momentu, w którym inflacja CPI w stabilny sposób nie osiągnie zera lub wartości pozytywnych,
3. zwiększenie wolumenu bezpośrednich zakupów długoterminowych obligacji rządu japońskiego, w celu utrzymania wysokiej podaży płynności na rynku.

By sprawnie zrealizować nowe założenie wysokości salda rezerw, Bank Japonii stopniowo zwiększał zakres bezpośrednich zakupów aktywów (*outright purchase*). Wraz z rozwojem programu, oprócz podnoszenia poziomu docelowego rezerw, rozpoczęto powiększanie portfela aktywów będących w posiadaniu Banku. W ten sposób zmiana ilościowa (po stronie pasywów) pociągnęła za sobą również zmianę jakościową, prowadząc do zwiększenia udziału wybranych aktywów w portfelu Banku (por. tablica 1).

Tablica 1

Instrumenty niekonwencjonalne Banku Japonii w latach 2001-2006

Elementy strategii	Instrumenty
Efekt sygnalizacyjny	<ul style="list-style-type: none"> • zobowiązanie do utrzymania QE „dopóki wskaźnik CPI nie ustabilizuje się na poziomie równym zero lub wyższym”
Poluzowanie ilościowe	<ul style="list-style-type: none"> • zwiększenie docelowego poziomu salda rezerw banków komercyjnych w Banku Japonii
Poluzowanie jakościowe	<ul style="list-style-type: none"> • sukcesywnie zwiększane zakupy obligacji i bonów skarbowych • skup papierów wartościowych zabezpieczonych w aktywach (ABS) • bezpośrednie zakupy obligacji przedsiębiorstw • rozszerzenie listy aktywów kwalifikowanych (m.in. o 30-letnie obligacje rządowe)

Źródło: opracowanie własne na podstawie [Ueda, 2011] oraz [Ito, 2009]

Podjmując ocenę zastosowanych przez Bank Japonii narzędzi niekonwencjonalnych, wielu komentatorów wskazuje na ich zbyt późne zastosowanie. Baba i współautorzy [2005, s. 21-22] twierdzą, że QE powinno zostać wdrożone przez

Bank Japonii już w latach 90., kiedy istniało poważne zagrożenie deflacyjne, jednak stopa inflacji pozostawała powyżej zera. W tym okresie Bank miałby bowiem większą możliwość wpływania na długookresowe oczekiwania inflacyjne. Shiratsuka [2010, s. 16-19] podkreśla, że najważniejsza lekcja wynikająca z doświadczeń Banku Japonii wskazuje na konieczność zastosowania narzędzi niekonwencjonalnych zanim ugruntowane zostaną oczekiwania deflacyjne. Ueda [2011, s. 10-12] dostrzega również możliwość dodatkowych działań, które mogły zostać podjęte przez Bank Japonii, przede wszystkim interwencji o charakterze *quasi-fiskalnym* w postaci udzielania pożyczek bezpośrednio uczestnikom rynku. W toku dalszej analizy, wnioski te stanowiąc będą punkt odniesienia dla polityki pieniężnej SRF w czasie ostatniego kryzysu gospodarczego.

Zarys działań Systemu Rezerwy Federalnej w latach 2007-2011

W początkowym okresie kryzysu finansowanego władze SRF znajdowały się w trudnym położeniu, musząc zaradzić dwóm rodzącym się w gospodarce przeciwstawnym tendencjom: a) typu inflacyjnego (związanym z sytuacją na międzynarodowych rynkach towarowych), oraz b) typu deflacyjnego (potencjalnym następstwem napięć na rynkach finansowych)⁴. Ostatecznie przeważało przekonanie o konieczności odsunięcia zagrożenia deflacyjnego, a na działania SRF najmocniej wpłynęło pęknięcie bańki spekulacyjnej na rynku nieruchomości i powiązany z nim kryzys finansowy. W pierwszej kolejności ekspansji monetarnej dokonywano przy użyciu standardowych narzędzi polityki pieniężnej. W momencie wybuchu kryzysu na rynku kredytów *subprime* główna stopa procentowa znajdowała się na poziomie 5,25%. Od 18 sierpnia 2007 r. do 18 marca 2009 r. jej docelowy poziom został obniżony o 500-525 punktów bazowych do przedziału 0-0,25%. W ostatnich miesiącach 2008 r. władze SRF napotkały ograniczenia w wykorzystaniu tradycyjnych narzędzi, związane z trzema determinantami [Cecioni et al., 2011, s. 5], [Labonte, 2010, s. 9]:

- osiągnięciem dolnej granicy przez główną stopę procentową, co uniemożliwiło jej dalsze obniżki, mimo że nominalna stopa procentowa równowagi była ujemna,
- wzrostem popytu na rezerwy w systemie finansowym, ograniczającym redystrybucję płynności pomiędzy instytucjami finansowymi i wpływającym na zmniejszenie kontroli SRF nad stopą procentową na rynku międzybankowym,
- zakłóceniami w funkcjonowaniu mechanizmu transmisji monetarnej, powodującymi niższą od oczekiwaną reakcję większości segmentów rynku finansowego na impuls monetarny.

⁴ Ekspansywna polityka prowadzona w pierwszej fazie kryzysu okresie wiązała się jednak z ryzykiem „przestrzelenia”. Jeżeli zagrożenia inflacyjne okazałyby się silniejsze niż się tego spodziewano, ekspansja monetarna mogłaby odbić się niekorzystnie na zaufaniu do banku centralnego oraz spowodować podwyższenie długookresowych oczekiwań inflacyjnych (por. [Gourinchas, 2010]).

W obliczu powyższych ograniczeń oraz pogarszających się warunków finansowych i makroekonomicznych, SRF zwrócił się w stronę niekonwencjonalnej polityki pieniężnej⁵.

W pierwszej fazie kryzysu działania SRF skupiały się przede wszystkim na zapewnianiu płynności rynkom finansowym i podejmowane były w ramach funkcji ostatecznej instancji kredytowej. Celem SRF było zatrzymanie masowej wyprzedaży aktywów (*fire-sale*) i dalszego rozprzestrzeniania się kryzysu. Operacje przeprowadzane były w formie pożyczek zabezpieczanych papierami wartościowymi, co do których System zapewniał sobie prawo roszczenia regresowego w przypadku niewypłacalności kontrahenta. Operacje te miały na celu przede wszystkim: przyspieszenie procesu „delewaryzacji”⁶, przywrócenie płynności i dynamizację akcji kredytowej na rynku komercyjnych papierów wartościowych oraz zmianę w strukturze bilansów podmiotów prywatnych poprzez przeniesienie ryzyka związanego z zagrożonymi aktywami. Kuttner [2010, s. 420] dostrzega w założeniach pierwszych narzędzi niekonwencjonalnych SRF realizację lekcji płynących z doświadczeń Banku Japonii z kryzysu lat 1997-1998, kiedy najistotniejszym sposobem zwiększenia aktywności rynkowej była modyfikacja okna dyskontowego⁷.

W pierwszych miesiącach 2009 r., aby jak najszybciej wpłynąć na oprocentowanie i dostępność kredytu, SRF zdecydował się zmienić dotychczasowy sposób działania i rozpocząć bezpośredni zakup aktywów. Podobne rozwiązanie zastosował Bank Japonii skupując obligacje rządowe w ramach luzowania ilościowego lat 2001-2006. Mimo, że w każdym z kolejnych programów SRF dokonywano zakupów odmiennych papierów wartościowych, to ze względu na wykorzystywane procedury, przyjęły one wspólne miano *Large Scale Asset Programs* (LSAP). Wraz z rozpoczęciem LSAP wydano także komunikat, mówiący że „warunki ekonomiczne gwarantują utrzymanie nadzwyczajnie niskiego poziomu głównej stopy procentowej przez jakiś czas”. 5 stycznia 2009 r. zainicjowany został program zakupu instrumentów dłużnych i papierów wartościowych zabezpieczonych nieruchomościami, emitowanych przez agencje dotowane przez rząd (*government-sponsored enterprises*). Lekcje płynące z polityki Banku Japonii w deflacji, znalazły jeszcze pełniejsze odzwierciedlenie w kolejnym instrumencie niestandardowym. Rozpoczęta 25 marca 2009 r. pierwsza runda poluzowania ilościowego (QE 1) polegała na zwiększeniu stanu posiadania

⁵ Klasyfikacje, omówienie zasad działania i skuteczności poszczególnych narzędzi niekonwencjonalnych znaleźć można np. w [Cecioni et al., 2011] lub [Ito, 2009].

⁶ Delewaryzacja definiowana jest w ujęciu makroekonomicznym jako redukcja poziomu zadłużenia w przekroju całej gospodarki i zawdzięcza swoją nazwę zmniejszeniu użycia dźwigni finansowej (lewara). Przejawia się np. spadkiem relacji zadłużenia sektora prywatnego do PKB. Po 2007 r. proces delewaryzacji dotknął przede wszystkim instytucji sfery finansowej państw zaawansowanych gospodarczo.

⁷ Okno dyskontowe to stosowane zwłaszcza przez SRF określenie operacji krótkoterminowego kredytu dla banków komercyjnych. Zmiany w funkcjonowaniu okna dyskontowego w okresie kryzysu polegały na rozszerzeniu list aktywów kwalifikowanych jako zabezpieczenia operacji pożyczkowych, a także wydłużeniu okresu udzielanych przez bank centralny pożyczek.

długoterminowych obligacji rządowych wraz z jednoczesnym zwiększeniem pieniądza rezerwowego w bilansie Systemu. Bezpośrednim celem instrumentu była obniżka długoterminowych stóp procentowych. Pośrednio władze SRF zakładały wpływ QE 1 na:

- podniesienie dostępności do kredytu dla przedsiębiorstw i gospodarstw domowych,
- ograniczenie presji deflacyjnej, w tym złagodzenie spadku cen nieruchomości.

Skup obligacji w ramach QE 1 zakończył się w czerwcu 2010 r. Biorąc pod uwagę pesymistyczne informacje napływające z gospodarki stwierdzono jednak „rozczarowująco wolny postęp w osiąganiu celów polityki pieniężnej” i 3 listopada 2010 r. podjął decyzję o wznowieniu programu luzowania ilościowego. Formułując założenia drugiej rundy tego programu (QE 2), *explicite* przypisano mu realizację celów o charakterze makroekonomicznym. W wydanych przez Bank Rezerwy Federalnej w St. Louis materiałach informacyjnych dotyczących programu wymieniono dwa komplementarne cele QE 2 [Ricketts, 2011, s. 2]:

- wzmocnienie ożywienia gospodarczego, wydatków konsumpcyjnych i inwestycji oraz zmniejszenie stopy bezrobocia,
- walka z potencjalną „deflacją w stylu japońskim” (*Japan-style deflationary outcome*).

W ramach QE 2 SRF dokonywał zakupów obligacji rządowych o czasie zapadalności pomiędzy 2,5 a 10 lat, miesięcznie nabywając obligacje za 75 mld USD. Operacje te były następnie kontynuowane w ramach *Maturity Extension Program and Reinvestment Policy*, nazywanego powszechnie „operacją *twist*” (*operation twist*) w nawiązaniu do podobnego typu operacji przeprowadzonych w latach 1960. W założeniach programu można dostrzec analogie do działań Banku Japonii w czasie kryzysu bankowego lat 1997-1998, kiedy dokonał on zmian struktury i przeciętnej zapadalności utrzymywanych aktywów. Instrument ten zakłada bowiem dokonanie jednocześnie transakcji *reverse repo* i *repo* papierów wartościowych o różnych terminach zapadalności:

- zakupu długoterminowych obligacji z przyrzeczeniem sprzedaży,
- sprzedaży krótkoterminowych bonów skarbowych z przyrzeczeniem odkupu,
- reinwestycji części kapitałowej dłużnych papierów wartościowych.

Wdrożenie, przedstawionych powyżej, różnorodnych narzędzi niekonwencjonalnych znalazło swoje odzwierciedlenie w bilansie SRF. Wraz z kolejnymi obniżkami stóp procentowych i rozszerzeniem zakresu polityki niekonwencjonalnej, całkowita wartość aktywów w posiadaniu SRF uległa spotęgowaniu i w 2009 r. wynosiła średnio 2,086 bln USD. Wielkość bilansu Systemu uległa przejściowej stabilizacji w latach 2009-2010, kiedy zakończono pierwszy program QE, aby w wyniku drugiej rundy luzowania ilościowego, osiągnąć wartość niemal 3 bln USD. Skumulowany przyrost bilansu w badanym okresie wyniósł więc blisko 2 bln USD, co stanowi 313% jego wyjściowej wielkości (por. tablica 2).

Tablica 2
Suma bilansowa Systemu Rezerwy Federalnej w latach 2007-2011

Rok	2007	2008	2009	2010	2011
Wartość aktywów (pasywów) w mld USD	877,35	1203,69	2086,33	2320,69	2751,49
Wartość aktywów (pasywów), 2007 = 100	100	137,2	237,8	264,51	313,61
Aktywa (pasywa) jako procent nominalnego PKB	6,25	8,42	14,97	15,98	18,23

Uwaga: wielkości dla poszczególnych lat otrzymano poprzez uśrednienie danych tygodniowych.

Źródło: Federal Reserve Economic Database.

W pierwszej fazie kryzysu finansowego stosowane instrumenty miały charakter luzowania jakościowego, zakładały więc jedynie zmianę struktury, a nie wartości sumy bilansowej SRF. Najbardziej gwałtowny przyrost aktywów odnotowany został pomiędzy 3 września a 12 listopada 2008 r. W przeciągu 10 tygodni ich całkowita wartość zwiększyła się z 907 mld USD do 2214 mld USD, a więc o 144%. Było to konsekwencją wdrożenia pakietu narzędzi niekonwencjonalnych posiadających cechy luzowania ilościowego, pociągającego za sobą wzrost bilansu. Większość programów wygasła w styczniu i lutym 2010 r., a aktywa Systemu przybrały znacznie bardziej jednolity charakter wynikający z programów zwiększających stan posiadanych przez SRF rządowych papierów dłużnych oraz aktywów opartych na nieruchomościach. O ile jednak, do momentu rozpoczęcia QE 2, najbardziej znaczącą część aktywów stanowiły aktywa prywatne, to od listopada 2010 r. na pierwszym miejscu pod względem wartości znajdują się obligacje i bony skarbowe, stanowiące w grudniu 2011 nieco ponad 57% wszystkich aktywów. Sumaryczny przyrost utrzymywanych rządowych papierów wartościowych, zakupionych w ramach QE1, QE2 oraz operacji *twist*, oszacowano na ponad 1130 mld USD. Warto jednocześnie nadmienić, że dynamiczne zmiany w polityce pieniężnej SRF nie stanowią zamkniętego rozdziału, a w warunkach niezadowolającego tempa ożywienia gospodarczego jego władze będą prawdopodobnie skłonne podjąć dalsze działania niestandardowe.

Doświadczenia Banku Japonii a sposób prowadzenia polityki pieniężnej przez SRF

Bazując na dwóch poprzednich częściach opracowania, w części trzeciej podjęta zostanie próba oceny wpływu doświadczeń Banku Japonii na sposób prowadzenia polityki pieniężnej przez SRF. Zadanie to okazuje się jednak niełatwym i wykraczającym poza ramy klasycznej analizy porównawczej. Wykorzystanie doświadczeń japońskich może być bowiem rozpatrywane na czterech, nierozłącznych płaszczyznach:

1. wdrożenia przez SRF wypróbowanych i sprawdzonych w Japonii rozwiązań lub „uczenia się na błędach” Banku Japonii i udoskonalania sposobu działania,

2. warstwy instytucjonalnej bądź operacyjnej funkcjonowania SRF,
3. tradycyjnej lub niekonwencjonalnej polityki pieniężnej,
4. specyfiki samych instrumentów lub sposobu ich zastosowania (tempa, funkcji reakcji i sekwencji).

Czynnikiem nadającym analizie dodatkowy wymiar jest to, że w każdym ze wskazanych obszarów doświadczenia Banku Japonii były wykorzystywane z różnym natężeniem, wywierając mniejszy lub większy wpływ na ostateczny kształt polityki pieniężnej SRF.

Podstawową lekcją, którą SRF wyciągnął z doświadczeń japońskich jest przekonanie, że prowadzenie polityki monetarnej w warunkach zagrożenia deflacyjnego wymaga zmian o fundamentalnym charakterze. W omawianym przypadku wiąże się ona z przekształceniem obowiązujących przed 2007 r. ram operacyjnych oraz wdrożeniem nowych, niekonwencjonalnych narzędzi. Kuttner [2010, s. 427] zauważa, że przejście od standardowej do niekonwencjonalnej polityki pieniężnej charakteryzowały w obu bankach centralnych trzy etapy:

1. podjęcie *ad hoc* operacji ratunkowych dla instytucji finansowych,
2. usystematyzowanie i rozszerzenie rozpoczętych wcześniej działań,
3. bezpośrednie wsparcie dla sektora finansowego.

Zdaniem Kuttnera, SRF wziął pod uwagę jedną z najważniejszych lekcji płynących z doświadczeń Banku Japonii mówiącą, że zwiększenie dostępności do płynności i kredytu w warunkach kryzysowych jest w najlepszym wypadku rozwiązaniem tymczasowym, a dla ożywienia gospodarczego najważniejsze jest usunięcie z bilansów instytucji finansowych aktywów przynoszących straty.

W związku z tym, SRF stał się głównym beneficjentem doświadczeń japońskich w obszarze polityki bilansowej i narzędzi niekonwencjonalnych, co z całą stanowczością podkreśla Williams [2011, s. 3]. Autor dodaje ponadto, że nadzwyczajnie ekspansywna polityka pieniężna SRF dowodzi świadomości władz monetarnych, iż w warunkach dolnej granicy stóp procentowych, istnieje co najmniej kilka instrumentów mogących wspomóc wyjście z pułapki płynności i przeciwdziałanie presji deflacyjnej. Fundamentalnym wnioskiem płynącym dla SRF z postawy Banku Japonii w okresie „straconej dekady” jest obserwacja, że „bezczyność władz monetarnych nie wchodzi w grę”. Brak reakcji na przedłużający się kryzys finansowy prowadzi bowiem, z dużym prawdopodobieństwem, do rozwoju zjawisk deflacyjnych. Należy zauważyć przy tym, że reakcja SRF na zagrożenie deflacyjne była znacznie szybsza niż w przypadku Banku Japonii. Ueda [2011, s. 15-17] stwierdza, że korzystając z doświadczeń japońskich, SRF miał świadomość, że jedynie „agresywne” obniżki stóp procentowych mają szansę odnieść zamierzony skutek. Autor dostrzega istotne elementy procesu uczenia się SRF na błędach Banku Japonii. Ueda zaznacza jednak, że dynamiczna odpowiedź amerykańskich władz monetarnych wynikała z charakteru rynków finansowych, cechujących się słabszym, niż w Japonii, nadzorem państwowym. Co więcej, negatywne efekty pęknięcia bańki spekulacyjnej na rynku nieruchomości ujawniły się niemal natychmiastowo, co ułatwiło SRF identyfikację najbardziej zagrożonych segmentów rynków i zasilenie ich w płynność w ramach funkcji ostatecznej instancji kredytowej. Odnosząc się do

zastosowanych przez Bank Japonii i SRF instrumentów niekonwencjonalnych, wielu ekonomistów podkreśla ich zbliżoną konstrukcję. Goodfriend [2010, s. 11] wskazuje, że doświadczenia Banku Japonii pomogły SRF dojść do przekonania, że najistotniejszym elementem przeciwdziałania deflacji jest istotne zwiększenie średniego terminu zapadalności aktywów utrzymywanych przez bank centralny. Oznacza to zmianę podstawowego przedmiotu tradycyjnych operacji polityki pieniężnej z krótkoterminowych na długoterminowe papiery dłużne.

Część ekonomistów wskazuje jednak na istnienie zasadniczych różnic w konstrukcji i zastosowaniu niestandardowych narzędzi obu banków centralnych. Odnosząc się do sposobu przeprowadzania transakcji luzowania ilościowego, Blinder [2010, s. 1] zauważa, że:

- Bank Japonii poprzez skup obligacji rządowych koncentrował się na wpływanu na poziom tzw. premii za czas zapadalności⁸ (*term premium*),
- od marca 2009 r. SRF za główny cel postawił sobie obniżenie premii za ryzyko (*risk premium*), a więc minimalizację różnicy pomiędzy rynkowymi stopami procentowymi, a stopą procentową wolną od ryzyka.

Shiratsuka [2010, s. 81, 83] wskazuje na dwie kolejne różnice w polityce luzowania ilościowego obu banków centralnych:

- SRF, bardziej niż Bank Japonii, skupił swoje działania na jakościowych i ilościowych zmianach strony aktywnej bilansu, podczas gdy głównym celem Banku Japonii było osiągnięcie celu wysokości rezerw nadwyżkowych, jako składnika pasywów⁹,
- SRF zaangażował się w skup i pożyczki zabezpieczone szerokim portfelem aktywów (w tym instrumentów pochodnych), w odróżnieniu od Banku Japonii, który oparł luzowanie ilościowe niemal wyłącznie o długoterminowe obligacje rządowe.

W przeciwieństwie do Banku Japonii, SRF nie zadeklarował docelowego poziomu rezerw nadwyżkowych, które chciałby zgromadzić w swoim bilansie. Wręcz przeciwnie, zmiany w pasywach miały charakter wtórny względem zwiększenia utrzymywanych aktywów. Transformacja bilansu Banku Japonii miała bardziej jednolity charakter, ograniczając tym samym możliwość oddziaływania japońskich władz monetarnych na szersze spektrum aktywów.

Nawiązując do argumentów Shiratsuki, Cecioni i współautorzy [2012, s. 12] stwierdzają, że różnice te wynikały nie tylko z zamierzonego działania obu banków centralnych, ale także ze struktury systemu finansowego w Japonii

⁸ Premia za czas zapadalności to różnica pomiędzy stopą zwrotu charakteryzującą krótkoterminowe i długoterminowe papiery wartościowe. Dłuższemu czasowi zapadalności instrumentu towarzyszy zazwyczaj większa niepewność inwestorów, a tym samym długoterminowe stopy zwrotu są wyższe od krótkoterminowych. Ilustrację zależności pomiędzy strukturą terminową instrumentu a wysokością jego oprocentowania przedstawia się w formie tzw. krzywych dochodowości.

⁹ Shiratsuka [2010, s. 100] zauważa jednak, że ustalenie docelowego poziomu rezerw nadwyżkowych i limitu skupu obligacji pozwoliło Bankowi Japonii na prowadzenie bardziej przejrzystej polityki informacyjnej i rozwianie obaw rynku o finansowanie deficytu budżetowego poprzez ekspansję monetarną.

i USA. Przedsiębiorstwa w USA polegają w znacznie większej mierze na rynku kapitałowym i rynkach instrumentów dłużnych, podczas gdy finansowanie działalności japońskich przedsiębiorstw opiera się na kredycie bankowym. Stworzyło to SRF możliwość rozszerzenia spektrum wpływu na względną podaż i ceny szerokiej grupy komercyjnych papierów wartościowych, a przez to oddziaływania na inne, niż bankowy, obszary rynku finansowego. Doświadczenia japońskie przypominają także o pierwszorzędnej roli koordynacji polityki pieniężnej z fiskalną i regulacyjną oraz ryzyku „pułapki niezależności”, w którą wpadł Bank Japonii po uzyskaniu niezależności. Stone i współautorzy [2011, s. 21] odnotowują jednak, że zrealizowanie tego scenariusza było bardzo mało prawdopodobne ze względu na ugruntowane ramy instytucjonalne Systemu oraz wysoki stopień przejrzystości i demokratycznej kontroli nad SRF. Badacze zwracają również uwagę na fakt, że skala i tempo antykryzysowych działań SRF wynikało raczej z wyciągnięcia właściwych lekcji z Wielkiego Kryzysu. Ich zdaniem, to silnie zakorzenione w świadomości doświadczenia lat 30. wpłynęły na zmianę strukturalną prowadzenia polityki pieniężnej i odważne, niekonwencjonalne działania.

Odmienny głos wnoszą do dyskusji ekonomiści wskazujący na niedostateczne wykorzystanie lekcji płynących z doświadczeń japońskich. Zdaniem tych autorów, imponujący dorobek badawczy osiągnięty w okresie japońskiej stagnacji nie został przełożony na właściwe działania SRF. Centralny głos w tej debacie zabrał Krugman [2011], który dostrzega niespójność pomiędzy rekomendacjami sformułowanymi przez Bernankego pod adresem Banku Japonii w późnych latach 90. (przede wszystkim znacznego podwyższenia inflacji) a prowadzoną pod jego zwierzchnictwem polityką pieniężną USA. Nawiązując do przedstawionych wcześniej rekomendacji, Krugman zadaje przewrotne pytanie: „dlaczego Bernanke 2011 nie bierze pod uwagę rad Bernankego 2000?”.

Podejmując próbę odpowiedzi na to pytanie, Mankiw [2011] stwierdza, że „gdyby *prezes* Bernanke kiedykolwiek zasugerował podniesienie inflacji do, powiedzmy, 4%, natychmiast stałby się na powrót *profesorem* Bernanke”. Rozbieżności wskazane przez Krugmana dostrzega również Ball [2012], podając kilka przyczyn, dla których wnioski z doświadczeń japońskich nie zostały w pełni wykorzystane przez SRF. Zdaniem Balla, wynikało to przede wszystkim z obaw, że ustanowienie zbyt wysokiego celu inflacyjnego mogłoby nadszarpnąć reputację SRF. Autor stawia ponadto ciekawą, lecz kontrowersyjną hipotezę, przypisującą zmianę nastawienia władz SRF mechanizmom psychologicznym. Podkreśla w szczególności rodzaj „myślenia grupowego” charakterystyczny dla okresu, w którym funkcję prezesa Systemu pełnił Alan Greenspan, nakazujący dostosować się członkom Federalnego Komitetu Otwartego Rynku do opinii większości¹⁰. Za przełomowe dla przyszłego kształtu polityki pieniężnej Ball

¹⁰ Ball zaznacza, że członkowie Federalnego Komitetu Otwartego Rynku (FOMC) rzadko spierali się z Greenspanem – w żadnym z głosowań w czasie jego kadencji nie padły więcej niż dwa głosy sprzeciwiające się decyzji większości. Wynikało to z przekonania członków FOMC o negatywnym wpływie braku konsensusu na jakość podejmowanych decyzji.

uznaje wydarzenia z posiedzenia Komitetu z 23 czerwca 2003 r., na którym Vincent Reinhardt (w owym czasie dyrektor pionu analiz SRF) sformułował następujące elementy antydeflacyjnej polityki pieniężnej:

- zarządzanie oczekiwaniami odnośnie przyszłego poziomu krótkookresowych stóp procentowych,
- zmiana względnej podaży aktywów rynkowych i wpływ na ich stopę oprocentowania,
- nadpodaż pieniądza rezerwowego w warunkach zerowych stóp procentowych.

Analizując powyższe zalecenia warto zwrócić uwagę na trzy fakty. Po pierwsze, rekomendacje te wypływają wprost z działań Banku Japonii w okresie stosowania programu luzowania ilościowego. Po drugie, były one rozwijane we wspólnych pracach Bernankego i Reinhardta, co oznaczało „złagodzenie” poglądów przyszłego prezesa SRF na politykę deflacyjną. Po trzecie, i najważniejsze, zalecenia te znalazły odzwierciedlenie w działaniach SRF w latach 2007-2011.

Pomimo rozbieżnych opinii ekonomistów, należy stwierdzić, że doświadczenia Banku Japonii wpłynęły na wiele istotnych elementów prowadzenia polityki pieniężnej SRF w latach 2007-2011. Władze SRF w dużej mierze czerpały z rozwiązań, które sprawdziły się w Japonii, jak i uczyły się na popełnionych przez Bank Japonii błędach. Nie sposób pominąć jednak faktu, że znaczna część rozwiązań miała charakter oryginalny i została zaprojektowana wzięwszy pod uwagę specyfikę ustawowego mandatu SRF i immanentne cechy amerykańskiej gospodarki. Warto zwrócić również uwagę na wykorzystanie przez SRF lekcji z Wielkiego Kryzysu, stanowiącego nieustannie ważny punkt odniesienia dla polityki gospodarczej USA. Ostatecznym kryterium oceny polityki pieniężnej pozostaje jednak jej skuteczność, będąca przedmiotem analizy kolejnej części opracowania.

Doświadczenia Banku Japonii a skuteczność polityki pieniężnej SRF

Skuteczność polityki pieniężnej jest wielowymiarową kategorią obejmującą, powiązane wzajemnymi zależnościami: cele, instrumenty, strukturę instytucjonalną i uwarunkowania zewnętrzne jej prowadzenia. Zależności pomiędzy tymi elementami mogą zostać ujęte w poszczególne składowe mechanizmy transmisji impulsów monetarnych. Warto przy tym zwrócić uwagę na fakt, że mechanizm ten charakteryzuje się specyficznym działaniem w warunkach kryzysu finansowego i gospodarczego. Co więcej, zerowa granica nominalnych stóp procentowych stwarza potrzebę precyzyjnej odpowiedzi na pytanie o skuteczność polityki bilansowej (w szczególności działań niekonwencjonalnych) w odniesieniu do tradycyjnej polityki stóp procentowych. Efekty instrumentów niestandardowych są w literaturze przedmiotu weryfikowane w oparciu o dwie kategorie badań:

- regresje typu *event study*, określające wpływ ogłaszania kolejnych programów na dynamikę procesów gospodarczych (np. [Peersman, 2011]),

- modele określające efekt bilansowy, a więc wpływ wielkości lub struktury bilansu banku centralnego na rynki finansowe i gospodarkę (np. [Cecioni *et al.*, 2011]).

Pierwsza grupa badań skupia się na oszacowaniu efektu sygnalizacyjnego¹¹ polityki pieniężnej, przyjmując, że poprzez kształtowanie oczekiwań, władze monetarne wpływają na wysokości długoterminowych stóp procentowych oraz na różnice pomiędzy rynkowymi stopami procentowymi a wybraną stopą odniesienia. Druga grupa badań bierze pod uwagę kanał równowagi portfela i, przyjmując założenie o niepełnej substytucyjności aktywów, określa wpływ polityki bilansowej na rynki finansowe i gospodarkę. Niezależnie od użytej metody badawczej pod uwagę należy ponadto wziąć ograniczenia towarzyszące ocenie skuteczności polityki pieniężnej, które wynikają z braku możliwości całkowitego odseparowania efektów działań wielu podmiotów polityki gospodarczej oraz trudności w zastosowaniu standardowych modeli mechanizmu transmisyjnego do warunków zerowej granicy nominalnych stóp procentowych.

Dokonana w poprzednim punkcie identyfikacja obszarów, w których władze SRF oparły swoje działania w latach 2007-2011 na doświadczeniach japońskich, otwiera możliwość oceny stopnia, w jakim lekcje te przyczyniły się do skuteczności polityki pieniężnej. Należy podkreślić, że przegląd najnowszej literatury przedmiotu prowadzi do wniosku, że antydeflacyjna polityka pieniężna SRF USA odznaczała się skutecznością istotnie wyższą niż w przypadku Banku Japonii¹² (por. [Shiratsuka, 2010], [Stone *et al.*, 2011], [Cecioni *et al.*, 2011]). Co więcej, niekonwencjonalna polityka pieniężna postrzegana jest w tych opracowaniach jako rozwiązanie, któremu daleko do doskonałości, lecz które pozwoliło na ominięcie: większego spadku produkcji, presji deflacyjnej oraz spadku dynamiki akcji kredytowej. Warto zatem przyjrzeć się bliżej tym lekcjom z Japonii, które wpłynęły bezpośrednio na skuteczność działań SRF. Do grupy tej Rosengren [2010, s. 10-11] zalicza cztery z nich:

- reakcja polityki pieniężnej przed wystąpieniem deflacji (SRF) była znacznie skuteczniejsza, niż oczekiwanie na jej wystąpienie i działanie w warunkach deflacji (Bank Japonii),
- poza kanałem stopy procentowej, istnieją alternatywne kanały transmisji bodźców monetarnych (związane z polityką bilansową), a władze monetarne mogą skutecznie wykorzystać je do łagodzenia presji deflacyjnej,
- ze względu na fakt, że zagrożenie deflacyjne w krajach wysokorozwiniętych (zarówno w Japonii, jak USA) zawsze wiązało się kryzysem finansowym, w tym bankowym, władze monetarne SRF przywiązywały większą uwagę

¹¹ Badania *event study* są narażone na niedokładność pomiaru efektów decyzji władz monetarnych z dwóch przyczyn. Po pierwsze, sygnały mogą być zniekształcane przez sprzeczne informacje dotyczące bieżącej sytuacji gospodarczej. Po drugie, sygnały znacząco odbiegają od siebie „głośnością” i stopniem precyzji.

¹² Teza ta jest jednak znacznie bardziej kontrowersyjna, jeśli wziąć pod uwagę inne zmienne makroekonomiczne, np. bezrobocie, które w Japonii lat 1991-2006 (oraz w latach 2007-2011) nigdy nie było tak wysokie jak w czasie kryzysu gospodarczego w USA.

i skuteczniej reagowały na negatywne zjawiska na rynkach finansowych, będące źródłem napięć w realnej sferze gospodarki,

- prowadzenie skutecznej niekonwencjonalnej polityki pieniężnej w warunkach zerowych stóp procentowych wymaga odpowiedniej woli politycznej, której zabrakło władzom Banku Japonii.

Wielu badaczy nawiązuje do pierwszego wniosku Rosengrena podkreślając, że zasadniczą lekcją płynącą z doświadczeń japońskich był fakt, że jedynie szybka obniżka stóp procentowych oraz natychmiastowe rozpoczęcie działań niekonwencjonalnych odsunie od gospodarki widmo deflacji. Ueda [2011, s. 15] zauważa, że wyższa skuteczność polityki pieniężnej SRF wynikała z wyciągnięcia właściwych wniosków z doświadczeń japońskich i rozpoczęcia działań niekonwencjonalnych zanim ugruntowane zostaną oczekiwania deflacyjne. Badacz zaznacza, że do 1993 r. oficjalne raporty Banku Japonii nie zakładały relacji pomiędzy wydarzeniami na rynkach finansowych a aktywnością gospodarczą. Co więcej, w pierwszych latach wdrażania niekonwencjonalnych narzędzi Bank Japonii nie miał pewności czy polityka bilansowa nie przyniesie negatywnych skutków w postaci presji inflacyjnej i strat finansowych. Zeznając przed Kongresem 10 lutego 2009 r., prezes Bernanke określił ryzyko strat bilansowych, jako „niebywale niskie”. Podkreślił jednocześnie, że chociaż zdaje sobie sprawę z tych zagrożeń, to koszt wynikający z niepodjęcia działań niekonwencjonalnych z pewnością przeważałby ewentualne straty finansowe Systemu.

Z poglądem tym nie zgadza się jednak część komentatorów, wśród nich Dudley [2009], który zauważa, że wyższa skuteczność polityki bilansowej zależała od właściwego rozwiązania »problemu „jak” przeciwko „kiedy”« (*the issue of „how” versus „when”*). Dudley rozumie przez to, że skuteczność działań SRF była zależna w przeważającym stopniu od tego, w jakim sposób stosowano w USA poszczególne narzędzia. Mniejsze było natomiast znaczenie tempa i czasu trwania samej ekspansji. Stanowisko to reprezentuje także Kuttner [2010, s. 420-421], dostrzegający wyciągnięcie przez SRF wniosków z niedostatecznych efektów luzowania ilościowego Banku Japonii. Władze monetarne USA zdały sobie bowiem sprawę z kluczowego rozróżnienia pomiędzy zapewnieniem podmiotom rynkowym dostępu do płynności oraz dostępu do kredytu. Pierwszy sposób działania, bazujący bezpośrednio na sformułowanych przez Bagehota zasadach działania pożyczkodawcy ostatniej instancji, ma na celu redukcję krótkoterminowego braku płynności rynkowej poprzez udzielanie, zabezpieczonych aktywami, pożyczek. Drugie podejście wykracza poza tak rozumiane interwencje. Polega na udzielaniu długoterminowych, nisko oprocentowanych kredytów lub bezpośrednim zakupie szerokiej grupy aktywów (w tym instrumentów pochodnych).

Ciekawy głos w dyskusji zabiera Mishkin [2011], który podkreśla, że SRF nauczył się z doświadczeń Banku Japonii, iż wdrożenie skutecznej polityki antydeflacyjnej wiąże się z przyjęciem właściwej polityki informacyjnej. W komunikaty SRF w badanym okresie mocno wpisane były zapewnienia rynku o utrzymaniu niskich stóp procentowych nawet w momencie, w którym gospodarka zaczęła wykazywać oznaki ożywienia. Zaakceptowane tym samym ryzyko

„przestrzelenia” inflacyjnego jest wpisane w realizację strategii antydeflacyjnej. Tego nastawiania zabrakło Bankowi Japonii w czasie realizacji programów ZIRP i QE, lecz podjął je SRF w czasie obecnego kryzysu. Ball [2012, s. 7] wskazuje jednak, że skuteczna polityka informacyjna była spuścizną „ery Greenspana”, który podniósł znaczenie tego elementu prowadzenia polityki pieniężnej. Badacz zaznacza także, że solidne umocowanie instytucjonalne dało SRF, w przeciwieństwie do Banku Japonii, możliwość wykorzystania na szeroką skalę „efektów fiskalnych” polityki pieniężnej bez obawy o utratę niezależności. Autor podkreśla tym samym, wspomniany wcześniej, wymiar skuteczności związany ze strukturą podmiotową władz monetarnych.

Tłumacząc wyższą skuteczność polityki pieniężnej SRF w czasie obecnego kryzysu, niż Banku Japonii w czasie wielkiej stagnacji, Labonte [2010] proponuje użyteczne rozróżnienie na dwie grupy czynników:

- zależnych od banku centralnego: dotyczących cech i sposobu zastosowania instrumentów tradycyjnych i niekonwencjonalnych,
- niezależnych od banku centralnego: dotyczących warunków makroekonomicznych i zachowania podmiotów gospodarczych w kryzysie.

W odniesieniu do pierwszej grupy autor odnotowuje, że „zastrzyki płynności” dokonane przez SRF były znacznie lepiej ukierunkowane. Szczególnie programy rozpoczęte po upadku Lehman Bros. brały pod uwagę szeroko definiowaną stabilność finansową. Zwiększenie płynności jedynie w systemie bankowym, jak uczynił to Bank Japonii, nie ma bezpośredniego przełożenia na proces „delewaryzacji”, zachodzący w sektorze prywatnym. Co więcej, obniżka długoterminowych stóp procentowych, która stała się głównym celem działań Banku Japonii nie musi oznaczać dynamizacji akcji kredytowej. Jako podstawowy czynnik znajdujący się poza kontrolą banku centralnego, Labonte wskazuje oszczędności przedsiębiorstw i gospodarstw domowych. W okresie japońskiej stagnacji kumulacja rezerw finansowych była powszechną praktyką. Nadmierne oszczędności wpłynęły na brak skuteczności polityki pieniężnej, powodując spadek zagregowanego popytu, strukturalną nadwyżkę w bilansie płatniczym i realną aprecjację JPY. Negatywne oszczędności netto w USA przyczyniły się, z kolei, do strukturalnego deficytu na rachunku obrotów bieżących, realnej deprecjacji USD, wspomagając tym samym akomodacyjny charakter polityki pieniężnej.

Relatywnie wysoka skuteczność polityki pieniężnej SRF w przewyciężaniu zagrożenia deflacyjnego w latach 2007-2011 spowodowała, że część działań amerykańskich władz monetarnych wpłynęła na wybory Banku Japonii. Jak odnotowuje Berkmen [2012, s. 4-6], o dwustronnym „procesie uczenia się” pomiędzy oboma bankami centralnymi świadczą rozwiązania przyjęte przez Bank Japonii w zakresie:

- polityki informacyjnej, w szczególności zwiększenie wagi przykładanej do przejrzystości i odpowiedniej komunikacji decyzji,
- ustalenia numerycznego celu inflacyjnego w wysokości 1%.

Za przełomową uznać należy drugą decyzję, gdyż Bank Japonii przez cały okres stagnacji był niechętny formułowaniu *explicite* celu inflacyjnego. Prezes

Banku, Shirakawa (2012) stwierdził, że decyzja ta była skutkiem „formułowania i wdrażania lekcji płynących z ostatniego kryzysu finansowego”. Shirakawa podkreślił, że pomimo różnic w doborze słów określających cel, rozwiązanie przyjęte przez Bank jest „z gruntu identyczne” ze zmianami celu inflacyjnego dokonanymi w styczniu 2012 r. przez SRF.

Uwagi końcowe

Podstawowym celem opracowania była weryfikacja stopnia i sposobu, w jakim System Rezerwy Federalnej wykorzystał w latach 2007-2011 doświadczenia antydeflacyjnej polityki pieniężnej Banku Japonii z lat 1991-2006. W toku analizy ustalono, że proces „uczenia się” SRF na doświadczeniach Banku Japonii miał charakter wielowymiarowy i manifestował się z odmiennym natężeniem w poszczególnych składowych polityki pieniężnej SRF. Czynnikiem utrudniającym analizę jest jednak fakt, że w oficjalnych dokumentach Systemu rzadko odwoływano się *explicite* do doświadczeń japońskich, aby uniknąć porównywania gospodarki USA do Japonii okresu „straconej dekady”. Ustalono, że wykorzystanie przez SRF doświadczeń Banku Japonii uwidoczniło się w największym stopniu w następujących obszarach:

- przekonaniu o konieczności strukturalnych zmian w sposobie prowadzenia polityki pieniężnej w warunkach zagrożenia deflacyjnego,
- „agresywnych” obniżek stóp procentowych oraz wdrożenia polityki bilansowej przed wystąpieniem zjawisk deflacyjnych, w reakcji na istotnie słabnącą presję inflacyjną, lecz zanim ugruntowane zostaną oczekiwania deflacyjne,
- wykorzystania niekonwencjonalnych instrumentów polityki pieniężnej, jako alternatywy w warunkach zerowej granicy nominalnych stóp procentowych,
- przykładania wzmożonej uwagi do stabilności systemu finansowego i wypełniania funkcji pożyczkodawcy ostatniej instancji.

Na skuteczność antydeflacyjnej polityki SRF silnie wpłynęło wyciągnięcie wniosków z niskiej efektywności działań japońskich władz monetarnych w obliczu deflacji. Przykład stanowić może luzowanie ilościowe, którego genezy należy doszukiwać się w polityce Banku Japonii. Instrument ten został zmodyfikowany i dostosowany do immanentnych cech amerykańskiego systemu finansowego i gospodarki: SRF nie przejął z doświadczeń japońskich celu wysokości rezerw w bilansie banku centralnego, a prowadząc niekonwencjonalną politykę pieniężną wykorzystywał znacznie bardziej różnorodnie aktywa, otwierając sobie tym samym możliwość skuteczniejszego ukierunkowania swoich działań. Lekcje japońskie w znikomym stopniu przyczyniły się do funkcjonowania SRF na poziomie instytucjonalnym. Ugruntowana niezależność polityki pieniężnej w USA sprawiła, że ryzyko wpadnięcia przez SRF w „pułapkę niezależności” było znikome, a władze monetarne czerpały wiedzę z Wielkiego Kryzysu lat 30., poszukując „Rooseveltońskiego rozwiązania”, które odpowiadałoby współczesnym warunkom.

Bibliografia

- Ahearne A., Gagnon J., Haltmaier J., Kamin S., [2002], *Preventing Deflation: Lessons from Japan's Experience in the 1990s*, „Federal Reserve System International Finance Discussion Papers”, No. 729.
- Arai Y., Hoshi T., [2006], *Monetary Policy in the Great Stagnation*, [w:] M. Hutchison, F. Westerman (red.), *Japan's Great Stagnation: financial and monetary lessons for advanced economies*, Massachusetts Institute of Technology Press, Cambridge.
- Baba N., Nishioka S., Oda N., Shirakawa M., Ueda K., Ugai H., [2005], *Japan's deflation, problems in the financial system and monetary policy*, „BIS Working Papers”, No. 188.
- Ball L., [2012], *Ben Bernanke and the Zero Bound*, „NBER Working Papers Series”, No. 17836.
- Berkmen S., [2012], *Bank of Japan's Quantitative and Credit Easing: Are They Now More Effective?*, „IMF Working Papers”, No. 2.
- Bernanke B., [2000], *Japanese Monetary Policy: A Case of Self-Induced Paralysis*, [w:] R. Mikitani, A. Posen (red.), *Japan's Financial Crisis and Its Parallels to U.S. Experience*, Institute for International Economics, Washington.
- Blinder A., [2010] *Quantitative Easing: Entrance and Exit Strategies*, „CEPS Working Papers”, No. 204.
- Cargill T., Hutchison M., Ito T., [2000], *Financial Policy and Central Banking in Japan*, Massachusetts Institute of Technology Press, Cambridge.
- Cecioni M., Ferrero G., Secchi A., [2011], *Unconventional monetary policy in theory and in practice*, „Bank of Italy Occasional Papers”, No. 102.
- Dudley W., [July 2009], *The Economic Outlook and the Fed's Balance Sheet: The Issue of "How" versus "When"*, Remarks at the Association for a Better New York Breakfast Meeting.
- Fujiki H., Shiratsuka S., [January 2002], *Policy Duration Effect under the Zero Interest Rate Policy in 1999-2000: Evidence from Japan's Money Market Data*, „Bank of Japan Monetary and Economic Studies”.
- Goodfriend M., [2011], *Central banking in the credit turmoil: An assessment of Federal Reserve practice*, „Journal of Monetary Economics”, Vol. 51.
- Gourinchas P., [2010], *US Monetary Policy, Imbalances and the Financial Crisis*, „Financial Crisis Inquiry Commission Forum”.
- Harrigan J., Kuttner K., [2005], *Lost Decade in Translation: Did the United States Learn from Japan's Post-Bubble Mistakes*, [w:] T. Ito, H. Patrick, D. Wienstein (red.), *Reviving Japan's Economy: Problems and Prescriptions*, Massachusetts Institute of Technology, Cambridge.
- Ito T., [2009], *Zero Interest Rate Policy and Quantitative Easing*, [w:] M. Dawatripont, X. Freixas, R. Portes (red.), *Macroeconomic Stability and Financial Regulation: Key Issues for the G20*, Centre for Economic Policy Research, London.
- Jurek M., [2004], *Kontrowersje wokół skuteczności polityki pieniężnej Banku Japonii w latach 1990-2004*, „Bank i Kredyt”, tom 35, nr 7.
- Koo R., [2008], *The Holy Grail of Macroeconomics: Lessons from Japan's Great Recession*, John Wiley & Sons (Asia), Singapur.
- Krugman P., [25/08/2011], *Bernanke's Perry Problem*, „New York Times”.
- Krugman P., [2010], *Japan 1998, The Conscience of a Liberal Blog*.
- Kuttner K., [2010], *The Fed's response to the financial crisis: Pages from the BOJ playbook, or a whole new ball game?*, „Japan Ministry of Finance Public Policy Review”, Vol. 6, No. 3.
- Labonte M., [2010], *Monetary Policy and the Federal Reserve: Current Policy and Conditions*, „Congressional Research Service”, No. 7-5700.
- Mankiw N.G., [30/07/2011], *What's With All the Bernanke Bashing?*, „New York Times”.
- Mishkin F., Ito T., [2004], *Two Decades of Japanese Monetary Policy and the Deflation Problem*, „NBER Working Papers”, No. 10878.

- Mishkin F., [2011], *Monetary Policy Strategy: Lessons from the Crisis*, „NBER Working Papers”, No. 16755.
- Nakaso H., [2001], *The financial crisis in Japan during the 1990s: how the Bank of Japan responded and the lessons learnt*, „BIS Working Papers”, No. 6.
- Peersman G., [2011], *Macroeconomic Effects of Unconventional Monetary Policy in the Euro Area*, „European Central Bank Working Papers Series”, No. 1397.
- Ricketts L., [April 2011], *Quantitative Easing Explained*, „Federal Reserve Bank of St. Louis Economic Information Newsletter”.
- Rosengren E., [2010], *Revisiting Monetary Policy in a Low Inflation Environment*, Federal Reserve Bank of Boston 55th Economic Conference.
- Samaryna H., [2010], *Deflacja w Japonii*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczna, Warszawa.
- Shirakawa M., [17/02/2012], *The Bank of Japan's Efforts toward Overcoming Deflation*, Bank of Japan Speech.
- Shiratsuka S., [2010], *Size and Composition of the Central Bank Balance Sheet: Revisiting Japan's Experience of the Quantitative Easing Policy*, „Federal Reserve Bank of Dallas Working Papers”, No. 42.
- Stone M., Fujita K., Ishi K., [2011], *Should Unconventional Balance Sheet Policies be Added to the Central Bank Toolkit? A Review of the Experience So Far*, „IMF Working Papers”, No. 11/145.
- Ueda K., [2011], *Japan's Deflation and the Bank of Japan Experience with Non-traditional Monetary Policy*, „CIRJE Discussion Papers”, No. F-775.
- Williams J., [2011], *Unconventional Monetary Policy: Lessons from the Past Three Years*, „FRBSF Economic Letters” No. 31.

THE IMPLICATIONS OF THE BANK OF JAPAN'S EXPERIENCE FOR THE FEDERAL RESERVE'S MONETARY POLICY DURING THE 2007-2011 CRISIS

Summary

Summary: The article discusses and evaluates the implications of the lessons learned from the Bank of Japan's anti-deflationary policies by the Federal Reserve for the conduct and effectiveness of the monetary policy measures adopted in the United States during the 2007-2011 crisis. The analysis aims at identifying the features of American monetary policy influenced by the Bank of Japan's actions, both those that proved successful and those that turned out to be inefficient in fighting stagnation in Japan. The author sets out to determine whether and to what extent these lessons increased the Fed's effectiveness in restoring financial and macroeconomic stability during the crisis. The study identifies the decisions made by the Bank of Japan which led to its sluggish response to the economic contraction that began in the early 1990s, in particular its gradual reaction to financial market developments.

The next part of the article discusses the evolution of the Fed's monetary policy during the crisis. The analysis, based on existing research, makes it possible to assert that unconventional measures were more effective in the U.S. than in Japan. Moreover, the author concludes that the learning process between the Bank of Japan and the Fed was multidimensional and covered mostly the pace, scope and sequencing of the nonstandard tools.

The learning process was reflected by the different intensity of measures undertaken by the Fed, the author says. He lists four areas that were particularly strongly influenced by the Japanese lessons: a) structural change in monetary policy before deflationary expectations were built in, b) aggressive cuts in interest rates in the first stage of the crisis, c) a recourse to unconventional measures as soon as the zero lower bound was hit, d) an increased role of financial stability in the Fed's decisions.

Overall, however, the Bank of Japan's experience had virtually no effect on the Fed's institutional setup, the author says; it only influenced the Federal Reserve's operational framework.

Keywords: monetary policy, central banking, financial and economic crisis, Federal Reserve, Bank of Japan

JEL classification codes: E52, E58
