



Dominik Dreszer

Uniwersytet Ekonomiczny w Katowicach
Wydział Ekonomii
Katedra Metod Statystyczno-Matematycznych w Ekonomii
dominik@dreszer.eu

DYWERGENCJA POLITYKI PIENIĘŻNEJ POMIĘDZY REZERWĄ FEDERALNĄ I EBC W LATACH 2008-2015

Streszczenie: W odpowiedzi na ogólnoświatowy kryzys gospodarczy na rynkach finansowych od połowy 2007 r., banki centralne Stanów Zjednoczonych oraz strefy euro zdecydowały się na zastosowanie niekonwencjonalnych narzędzi w celu ratowania swoich gospodarek. Doprowadziło to do rozbieżności w polityce monetarnej FED i EBC. Celem artykułu jest przedstawienie tradycyjnej i niekonwencjonalnej polityki pieniężnej, prowadzonej przez obydwie instytucje w okresie pokryzysowym oraz próba jej oceny ze szczególnym uwzględnieniem działań niestandardowych.

Słowa kluczowe: polityka pieniężna, dywergencja, bank centralny, Rezerwa Federalna, Europejski Bank Centralny, niekonwencjonalne narzędzia, globalny kryzys finansowy.

Wprowadzenie

W 2009 r. światowa gospodarka po raz pierwszy od czasu drugiej wojny światowej znalazła się w recesji [MFW, 2009]. Światowy kryzys gospodarczy pozbawił dziesiątki milionów osób stałej pracy, oszczędności i domów oraz doprowadził to natychmiastowej reakcji banków centralnych krajów wysoko rozwiniętych. Tylko zakrojone na szeroką skalę państwowe akcje ratunkowe oraz skoordynowana akcja banków pomogły uniknąć załamania systemu finansowego. Z czasem jednak tradycyjne narzędzia polityki pieniężnej przestały spełniać swoją rolę, co doprowadziło do zastosowania niekonwencjonalnych narzędzi w celu ratowania gospodarek. Znalazło to odzwierciedlenie w postaci rozbieżności w polityce pieniężnej, prowadzonej między FED (ang. *Federal Reserve*) a EBC (ang. *European Central Bank*). Celem artykułu jest przedstawienie po-

lityki pieniężnej, prowadzonej przez obydwie instytucje w okresie pokryzysowym oraz próba jej oceny ze szczególnym uwzględnieniem działań niekonwencjonalnych.

1. Konwencjonalna polityka pieniężna

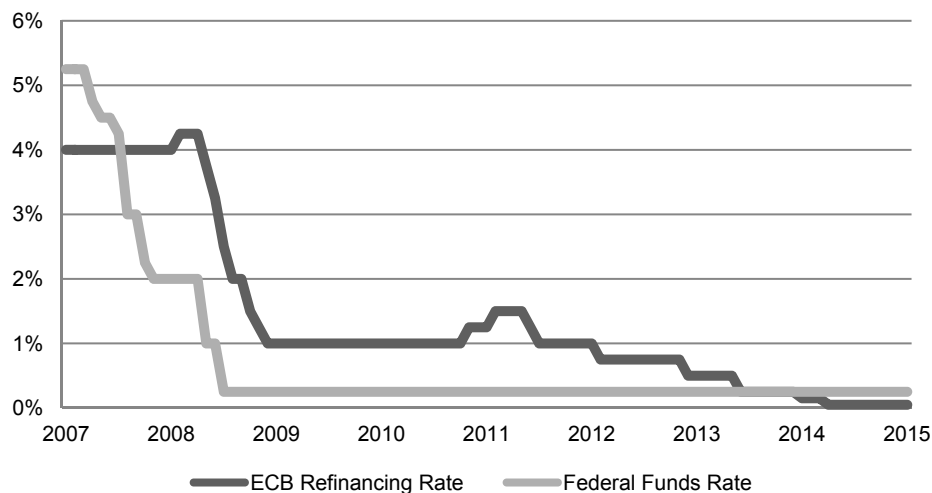
W odpowiedzi na kryzys finansowy, banki centralne krajów wysokorozwiniętych, oprócz bezpośredniego wsparcia systemu finansowego, a także pomocy wybranym instytucjom finansowym, już w 2007 r. podjęły działania, mające na celu przeciwdziałanie negatywnym skutkom kryzysu [Peersman, 2011].

Punktem startowym był cykl obniżek stóp procentowych, zapoczątkowany w 2007 r. na szeroką skalę przez bank centralny Stanów Zjednoczonych, nazywany również Rezerwą Federalną. Ówczesny szef banku, B. Bernanke, zredukował stopy procentowe z poziomu ponad 500 punktów bazowych do przedziału 0-25 punktów bazowych w bardzo krótkim okresie – kilkunastu miesięcy. Obniżka miała charakter dynamiczny i jednokierunkowy.

Inaczej postąpił Europejski Bank Centralny, który obniżkę stóp procentowych rozpoczął dopiero późną jesienią 2008 r. Dodatkowo, w 2011 r., po pierwszych sygnałach delikatnego ożywienia, EBC zbyt szybko zdecydował się na niewielką podwyżkę stóp do poziomu 150 punktów bazowych. Decyzja okazała się fatalna w skutkach, gdyż już po kilku miesiącach, kiedy było jasne, że gospodarki europejskie, a zwłaszcza grecka, w dalszym ciągu znajdują się w trudnej sytuacji, ponownie rozpoczęto proces obniżki stóp procentowych. Zmiany stopy były wyjątkowo nietrafne, mocno spóźnione i nieadekwatne do sytuacji gospodarczej.

EBC zrównał poziom stóp w strefie euro z poziomem stóp w Stanach Zjednoczonych dopiero w listopadzie 2014 r. – 5 lat później. Ścieżka stóp procentowych FED i EBC przedstawiona została na rys. 1.

Obniżka stóp procentowych nie doprowadziła jednak do wzrostu dynamiki kredytów, czego obydwie instytucje oczekiwały. Zła sytuacja gospodarcza oraz brak perspektyw na poprawę wpłynęły zniechęcająco na i tak już mocno zadłużone gospodarstwa domowe oraz firmy, by dalej się zadłużać. Okres ten został wykorzystany w dużym stopniu do spłaty zaciągniętych już pożyczek. Tym sposobem konwencjonalna polityka pieniężna okazała się nieskuteczna, na co wskazywał P. Krugman w swojej pracy poświęconej Japonii [Krugman, 1999].



Rys. 1. Ścieżka stóp procentowych FED i EBC

Źródło: Dane pochodzą z The Forex Factory Economic Database (<http://www.forexfactory.com>).

2. Niekonwencjonalna polityka pieniężna (oddziaływanie przez bilans)

Prowadzenie polityki pieniężnej za pomocą tradycyjnych narzędzi, tj. poprzez oddziaływanie na wysokość stopy procentowej, już po krótkim okresie kilkunastu miesięcy, okazało się nieskuteczne. Banki centralne napotkały następujące ograniczenia w prowadzeniu konwencjonalnej polityki pieniężnej [Cecioni, Ferrero, Secchi, 2011; Labonte, 2012]:

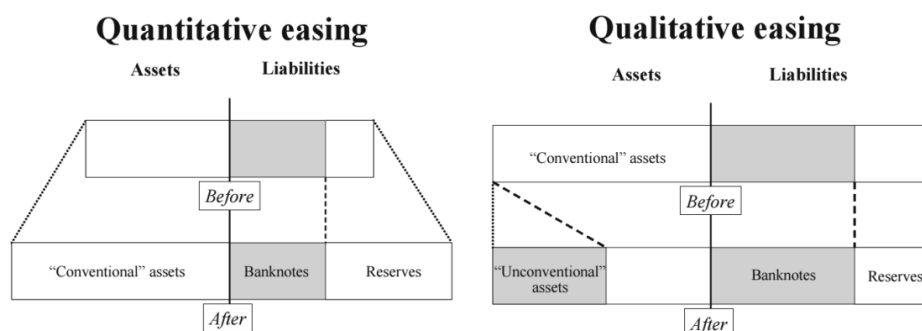
- osiągnięcie dolnej granicy przez główną stopę procentową, które uniemożliwiło jej dalsze obniżki, mimo że nominalna stopa procentowa równowagi była ujemna,
- wzrost popytu na rezerwy w systemie finansowym, ograniczający redystrybucję płynności pomiędzy instytucjami finansowymi i wpływający na zmniejszenie 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.

W przypadku Rezerwy Federalnej, szybkie osiągnięcie bariery zerowych stóp procentowych wymusiło zastosowanie niekonwencjonalnej, tzn. niestandardowej polityki pieniężnej. Pod tym nowoczesnym pojęciem należy w ogólnym zarysie rozumieć utrzymywanie stóp procentowych bliskich zeru oraz ma-

sowe tworzenie pieniądza w celu zakupu papierów wartościowych na rynkach finansowych. Biorąc pod uwagę wymienione ograniczenia tradycyjnej polityki pieniężnej, B. Bernanke i V. Reinhardt proponują następujące „niestandardowe narzędzia” [Bernanke, Reinhart, Sack, 2004]:

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

W przeciwieństwie do luzowania ilościowego, luzowanie jakościowe zmienia tylko i wyłącznie strukturę bilansu banku centralnego, tzn. zmienia się dotychczasowy udział „aktywów konwencjonalnych” (rys. 2).



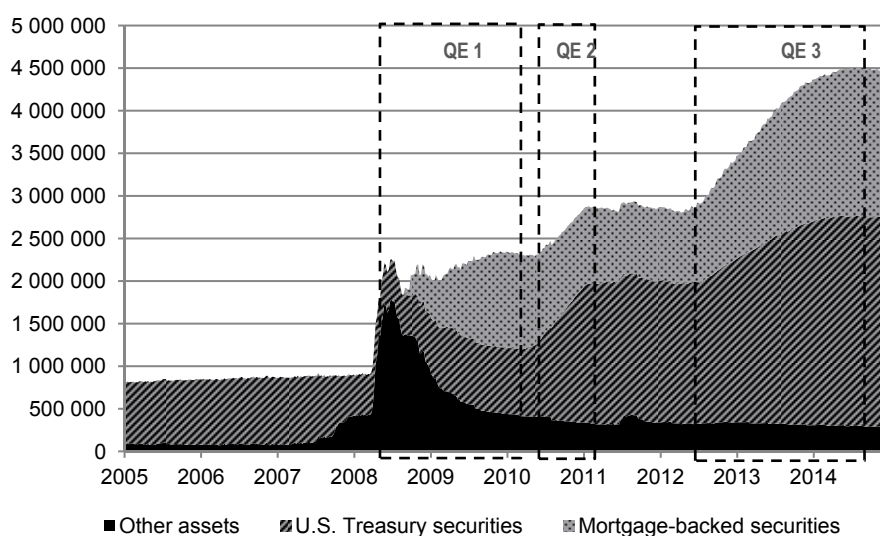
Rys. 2. Luzowanie ilościowe a luzowanie jakościowe jako niekonwencjonalne narzędzia nowoczesnej polityki pieniężnej

Źródło: [Lenza, Pill, Reichlin, 2010, s. 10].

B. Bernanke, mając na uwadze doświadczenia Wielkiej Depresji¹, położył nacisk na rozszerzenie bazy monetarnej, czyli bezpośredni zakup papierów wartościowych przez FED, w celu masowego przywrócenia, a następnie dostarczenia płynności na rynek. W ten sposób już w marcu 2009 r., System Rezerwy Fe-

¹ B. Bernanke studiował ekonomię na Harvardzie, tytuł profesorski uzyskał na Massachusetts Institute of Technology. Zajmował się badaniem Wielkiego Kryzysu z lat 30. ubiegłego wieku. Opublikował na ten temat kilka prac naukowych, a wynikiem jego analiz stała się konkluzja częściowo koherentna z poglądami M. Friedmana, twierdzącego, że główną przyczyną kryzysu było ograniczenie podaży pieniądza ze strony Banku Rezerwy Federalnej.

deralnej postanowił wykupić obligacje skarbu państwa i papiery wartościowe o skumulowanej wartości ok. 1,25 bln USD przez okres jednego roku. Działania te nazwane zostały programem QE 1 (ang. *Quantitative Easing*). Analogiczny do QE 1 był program QE 2, którego skumulowana wartość wyniosła ok. 1 bln USD przez okres ośmiu miesięcy od listopada 2010 r. Ostatni program QE 3, uruchomiony we wrześniu 2012 r., obejmował miesięczny zakup pochodnych papierów wartościowych, zabezpieczonych przez kredyty hipoteczne. W ramach tego programu FED zasilił gospodarkę pieniędzem o wartości 1,7 bln USD, zwiększając sumę bilansową do 4,5 bln USD (rys. 3). Oznacza to, iż w stosunku do okresu przed kryzysem, FED powiększył swój bilans łącznie ponad czterokrotnie. Ostatni program QE 3 zakończony został w październiku 2014 r.



Rys. 3. Bilans Rezerwy Federalnej (w mln USD)

Źródło: Dane pochodzą z bazy danych Federal Reserve Bank of St. Louis (<https://research.stlouisfed.org>).

Skutkiem interwencji banku centralnego Stanów Zjednoczonych w wybranych segmentach rynku finansowego była stabilizacja cen aktywów i ograniczenie strat całego sektora finansowego. Dodatkowo, w warunkach ograniczonego wpływu krótkoterminowej stopy procentowej, poprzez kontrolę cen aktywów, FED uzyskał możliwość kształtowania długoterminowej stopy procentowej. Dzięki temu gwarantował tanie finansowanie projektów inwestycyjnych oraz ograniczał koszty obsługi długoterminowego zadłużenia gospodarstw domowych, co miało ogromne znaczenie dla realnej gospodarki [Raczko, 2014].

Warto również nadmienić, iż działania FED miały także pozytywny skutek o charakterze fiskalnym. Dzięki aktywnej roli banku, deficyt Stanów Zjednoczonych zmniejszył się z 1,3 bln USD w 2010 r. do 0,5 bln USD w 2014 r. [Mallien, Kölling, Wiebe, 2015].

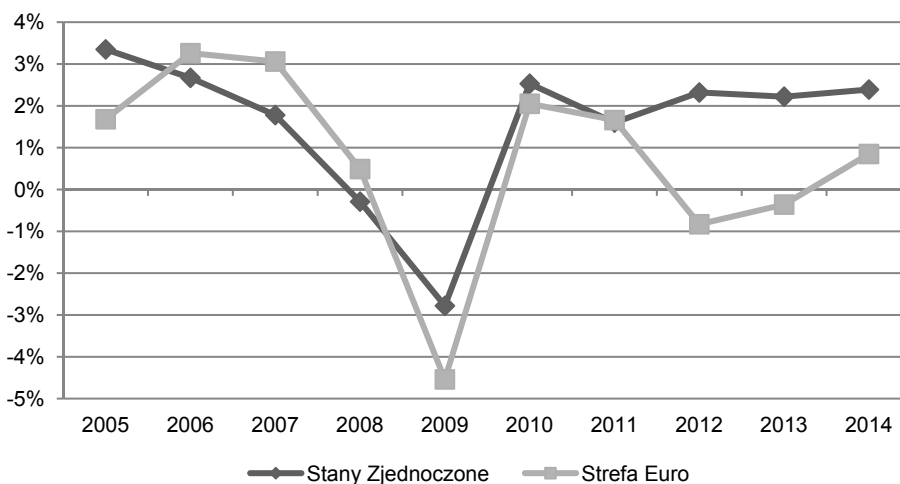
W przeciwieństwie do FED, niekonwencjonalne działania EBC, mające na celu zwiększenie płynności, z początku były mniej zdecydowane i z perspektywy czasu mało skuteczne. EBC znany jest z tego, iż kieruje się bardziej konserwatywnymi zasadami niż Rezerwa Federalna w Stanach Zjednoczonych. Dlatego też opór przed wprowadzeniem nadzwyczajnych narzędzi był wyjątkowo silny, m.in. ze strony przedstawicieli niemieckiego Bundesbanku, będących zdania, iż banki komercyjne powinny finansować się na rynku, a poziom płynności ma regulować rynek międzybankowy.

Tymczasem M. Draghi, były dyrektor zarządzający i wiceprezes Goldman Sachs International, od 2011 r. prezes EBC, nie ulegał naciskom niemieckich polityków i finansistów, i krok po kroku rozluźniał zasady udzielania kredytów bankom komercyjnym oraz rządowi, nie łamiąc przy tym narzuconych Traktatami Europejskimi przepisów, zabraniających bezpośredniego finansowania długu publicznego. Od 2007 r., EBC wraz z centralnymi bankami krajów strefy euro, przeprowadził kilka akcji, mających na celu poprawę płynności europejskich banków. Najważniejsze z nich zostały przedstawione w tab. 1.

Tabela 1. Wybrane programy Europejskiego Banku Centralnego w latach 2009-2015

Data wprowadzenia	Nazwa programu	Szczegóły programu
Lipiec 2009	The Covered Bond Purchase Programme (CBPP)	Zakup zabezpieczonych obligacji o wartości 60 mld euro
Maj 2010	Securities Markets Programme (SMP)	Zakup obligacji skarbowych państw strefy euro
Listopad 2011	The Covered Bond Purchase Programme (CBPP 2)	Zakup zabezpieczonych obligacji o wartości 40 mld euro
Grudzień 2011	Long-term refinancing operation (LTRO)	Niskooprocentowane 3-letnie kredyty dla banków komercyjnych
Wrzesień 2012	Outright Monetary Transactions (OMT)	Nieograniczony w czasie i ilości zakup obligacji rządowych
Marzec 2015	Quantitative Easing Programme (QE)	Zakup papierów wartościowych na rynkach finansowych

Wśród wymienionych programów, najistotniejszymi są LTRO oraz QE. Wprowadzony pod koniec 2011 r. program LTRO (ang. *Long Term Refinancing Operation*) umożliwił wpompowanie do systemu bankowego ogromnej kwoty w postaci niskooprocentowanych 3-letnich pożyczek na bardzo preferencyjnych warunkach. W pierwszej turze udział wzięły 523 banki, w drugiej 800 [Gadomski, 2012]. Poczyniono także odpowiednie działania w zakresie wymagań dotyczących zabezpieczeń. Duża część udzielonych przez EBC środków została przeznaczona na zakup obligacji rządowych. Zmagania EBC miały nieoficjalnie na celu obniżenie rentowności obligacji krajów południa, dając decydom kolejne miesiące na podjęcie działań². Niestety brak zdecydowanej postawy, co do bardziej niekonwencjonalnych narzędzi polityki pieniężnej, w połączeniu z silnymi restrykcjami polityki fiskalnej mającej na celu zmniejszenie deficytu i długu, doprowadziły do ponownej recesji w krajach strefy euro (rys. 4).

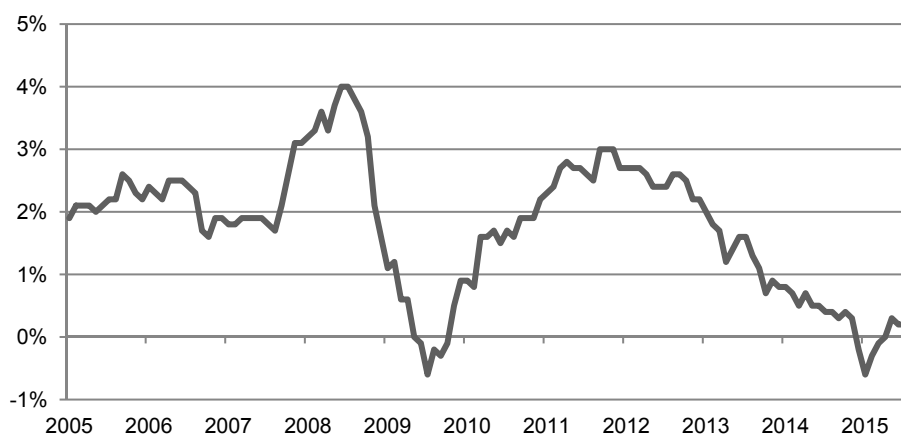


Rys. 4. Wzrost PKB w ujęciu rocznym (w %)

Źródło: Dane pochodzą z bazy danych The World Bank Group (<https://www.worldbank.org>).

Równocześnie nastąpił systematyczny spadek inflacji, począwszy od 2012 r. (rys. 5). Postawiło to EBC w bardzo niewygodnej sytuacji na początku 2014 r., kiedy inflacja zbliżała się ponownie niebezpiecznie blisko poziomu zera.

² Po pierwszym LTRO rentowność 10-letnich obligacji włoskich spadła z 7,2% do 5,8%, hiszpańskich z 6,6% do 5,4%, portugalskich z 12% do 11%.



Rys. 5. Inflacja (HICP) w strefie euro (w %)

Źródło: Dane pochodzą z bazy danych Eurostat (<http://ec.europa.eu/eurostat/web/hicp/data/database>).

W obliczu niemalże zerowej inflacji, przewartościowanej waluty, utrudniającej życie eksporterom oraz anemicznego wzrostu w strefie euro, Rada Prezesów EBC na początku stycznia 2015 r. w końcu ogłosiła program skupu aktywów o wartości 60 mld euro miesięcznie, łącznie na kwotę 1 bln euro, począwszy od marca 2015 r. Oczekuje się wzrostu sumy bilansowej z 2 do 3 bln euro.

Program QE wprowadzono głównie ze względu na ryzyko deflacji oraz celem osłabienia euro względem dolara. Historyczną decyzję o skupie aktywów na tak dużą skalę poprzedziła słynna wypowiedź prezesa banku podczas konferencji w Londynie w lipcu 2014 r., iż bank „zrobi wszystko co trzeba, aby zachować Euro” (ang. *whatever it takes to preserve the euro*) [Draghi, 2012].

Konferencja ta nabrała ogromnego znaczenia, gdyż wprowadziła spokój wśród zdenerwowanych inwestorów i zapoczątkowała olbrzymi spadek wartości europejskiej waluty w stosunku do dolara amerykańskiego, co było zamierzonym celem ubocznym decyzji³. Inwestorzy, dyskontując skutki decyzji o zakupie aktywów na szeroką skalę, już krótko po konferencji zaczęli mocno wyprzedawać europejską walutę, spychając kurs do nienotowanych od wielu lat poziomów (rys. 5). Dzięki tańszej walucie polepszyły się warunki dla eksporterów i zdrożały ceny dóbr importowanych, co zmniejszyło presję deflacji.

³ Członkowi politycy, m.in. francuski prezydent F. Hollande, zachęcali EBC do osłabienia euro.



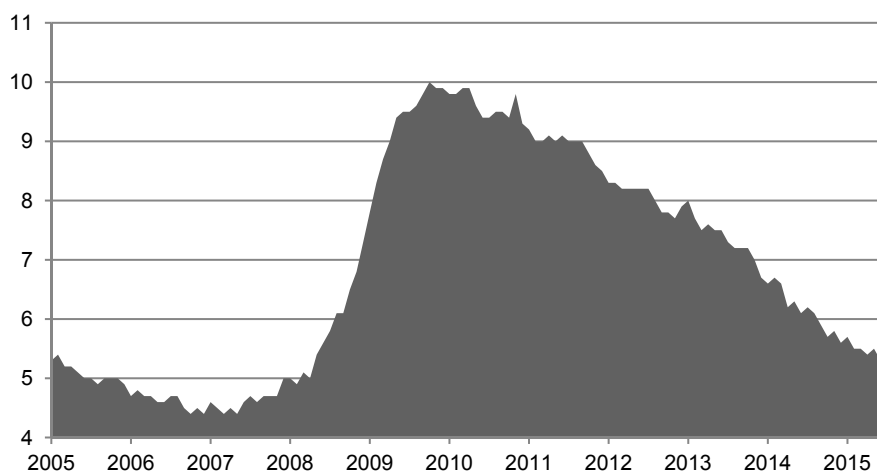
Rys. 6. Index Euro

Źródło: [www 1].

3. Ocena polityki pieniężnej FED i EBC

Ocena efektów niekonwencjonalnej polityki pieniężnej obarczona jest wieloma trudnościami, gdyż nie da się przewidzieć wszystkich potencjalnych skutków. Niemniej w perspektywie doświadczeń lat 2007-2015 należy pozytywnie ocenić niekonwencjonalną politykę monetarną prowadzoną przez Rezerwę Federalną. W swoich działaniach FED od samego początku był zdecydowany i odważny, mając na celu niedopuszczenie do powtórki z Wielkiego Kryzysu. Zastosowanie niekonwencjonalnych narzędzi doprowadziło do wymiernych korzyści w postaci stabilizacji rynków finansowych, zwalczaniu tendencji deflacyjnych oraz dynamizacji wzrostu gospodarczego [Janus, 2013]. Bank centralny wprowadził amerykańską gospodarkę na ścieżkę wzrostu gospodarczego i zmniejszył bezrobocie niemalże do poziomu przedkryzysowego (rys. 7).

O odwadze B. Bernankego mogą świadczyć jego słowa wypowiedziane w stosunku do Japonii, iż „najbardziej uderzająca jest niechęć władz monetarnych do eksperymentowania, do spróbowania czegokolwiek, co nie posiada gwarancji, że zadziała” [Bernanke, 1999]. Wynikiem jego postawy było czterokrotne zwiększenie aktywów Rezerwy Federalnej w okresie pokryzysowym.



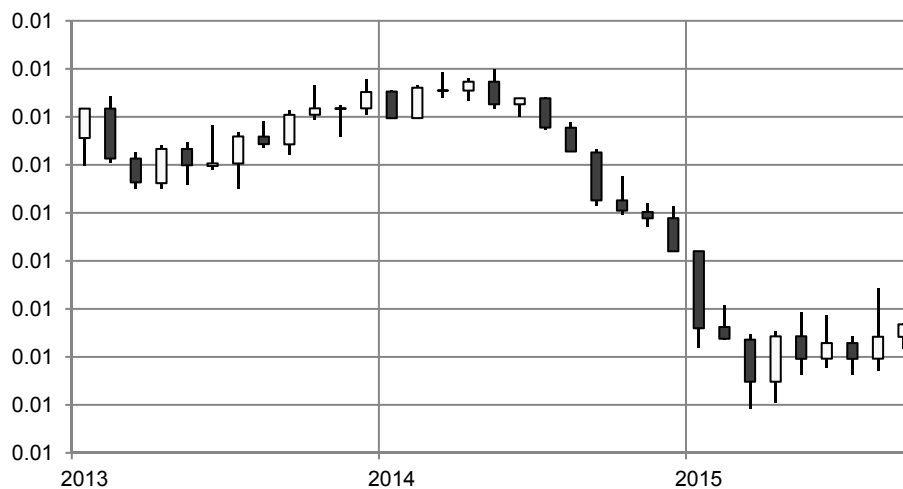
Rys. 7. Stopa bezrobocia w Stanach Zjednoczonych (w %)

Źródło: Dane pochodzą z bazy danych Federal Reserve Bank of St. Louis (<https://research.stlouisfed.org>).

Jeżeli chodzi o opinie na temat działań EBC, to są one mniej jednoznaczne, co wynika m.in. z wewnętrznego zróżnicowania strefy euro. Faktem jest, iż bank, pomimo braku zauważalnego ożywienia w strefie euro, nie podjął tak szybkich i zdecydowanych działań jak Rezerwa Federalna. Z początku wyjątkowo nieudolnie manewrował wysokością stóp procentowych i bardzo późno zdecydował się na zwiększenie bilansu poprzez zakup obligacji państw strefy euro. Po części miało to związek z silną pozycją niemieckich przedstawicieli Bundesbanku oraz ich oporem przed „dodrukiem pieniądza”. Obawiano się także zaniechania niezbędnych reform i wydłużania ich w czasie ze względu na korzystne warunki do dalszego zadłużania się. Doprowadziło to jednak do silnej rozbieżności pomiędzy polityką pieniężną FED a EBC, czego dobrym odzwierciedleniem jest silny spadek kursu walutowego EUR/USD wraz z 2014 r. do nienotowanego przez wiele lat poziomu poniżej 1,20 (rys. 8).

Jeżeli chodzi o ogólną ocenę zastosowania niestandardowych narzędzi, to większość badaczy jest zdania, iż zapobiegły one nasileniu się zjawisk deflacyjnych, złagodziły wzrost stopy bezrobocia oraz poprawiły konkurencyjność gospodarek poprzez deprecjację narodowych walut [Janus, 2013].

Skutkiem odmiennie prowadzonej polityki pieniężnej są różne scenariusze dla Stanów Zjednoczonych i strefy euro. Ameryka stoi przed problemem odpowiedniego wyjścia z luźnej polityki pieniężnej poprzez stopniową i rozciągniętą w czasie podwyżkę stóp procentowych. Europa natomiast dalej walczy ze stagnacją gospodarczą i potrzebuje stanowczych oraz mądrych decyzji, by nie podzielić losu Japonii, i nie doświadczyć kolejnej na skalę światową „straconej dekady”.



Rys. 8. Wykres EUR/USD

Źródło: [www 1].

Podsumowanie

Przedmiotem rozważań w niniejszej pracy była polityka pieniężna Rezerwy Federalnej oraz Europejskiego Banku Centralnego w okresie pokryzysowym. Mówi się, iż niekonwencjonalna polityka pieniężna niesie ze sobą poważne zagrożenia w postaci powstawania bańki spekulacyjnej na rynkach kapitałowych czy wylania się utworzonej płynności na zagraniczne rynki finansowe, co potencjalnie miałyby destabilizować kursy walutowe. Prawdą natomiast jest, iż wizja wojen walutowych nie spełniła się, a Stany Zjednoczone obecnie są na dobrej drodze do wzrostu gospodarczego i dobrobytu, o czym świadczą nie tylko pozytywnie zaskakujące dane makroekonomiczne, ale także perspektywa podwyżek stóp procentowych. Pozwala to wstępnie na pozytywną ocenę polityki pieniężnej Rezerwy Federalnej, czego nie można powiedzieć o polityce prowadzonej EBC. Europa, ze względu na odwlekane w czasie decyzje oraz problemy o charakterze strukturalnym, w dalszym ciągu nie jest w stanie wejść na ścieżkę stabilnego wzrostu gospodarczego.

Literatura

- Bernanke B. (1999), *Japanese Monetary Policy: A Case of Self-Induced Paralysis*, Princeton University, New Jersey.
- Bernanke B., Reinhart V., Sack B. (2004), *Monetary Policy Alternatives at the Zero Bound: An Empirical Assessment*, Finance and Economics Discussion Series, Divisions of Research & Statistics and Monetary Affairs, Federal Reserve Board, Washington, D.C., Vol. 35, No. 2.
- Cecioni M., Ferrero G., Secchi A. (2011), *Unconventional Monetary Policy in Theory and in Practice*, Bank of Italy Occasional Papers, No. 102.
- Draghi M. (2012), Speech by Mario Draghi, President of the European Central Bank at the Global Investment Conference in London, <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2012/html/sp120726.en.html> (dostęp: 16.04.2015).
- Gadomski W. (2012), *EBC luzuje politykę, obniża zabezpieczenia kredytów, by zasilić banki*, <http://www.obserwatorfinansowy.pl/tematyka/bankowosc/ebc-luzuje-polityke-obniza-zabezpieczenia-kredytow-by-zasilic-banki> (dostęp: 12.06.2015).
- Janus J. (2013), *Niekonwencjonalna polityka pieniężna głównych banków centralnych – diagnoza korzyści i zagrożeń*, IX Kongres Ekonomistów Polskich.
- Krugman P. (1999), *It's Baaack: Japan's Slump and the Return of the Liquidity Trap*, Brookings Papers on Economic Activity.
- Labonte M. (2012), *Monetary Policy and the Federal Reserve: Current Policy and Conditions*, "Congressional Research Service", nr 7-5700.
- Mallien J., Kölling M., Wiebe F. (2015), *Die Zinsdrücke*, "Handelsblatt", nr 130.
- MFW (2009), *Advanced Economies to Contract Sharply in 09, Upturn Next Year*, <https://www.imf.org/external/pubs/ft/survey/so/2009/new031909a.htm> (dostęp: 12.05.2015).
- Peersman G. (2011), *Macroeconomic Effects of Unconventional Monetary Policy in the Euro Area*, "European Central Bank Working Papers Series", nr 1397.
- Raczko A. (2014), *Fed i EBC – strażaków dwóch*, <http://www.ekonomia.rp.pl/artykul/1161327.html?p=1> (dostęp: 14.05.2015).
- [www 1] Stooq.pl (dostęp: 12.06.2015).

MONETARY POLICY DIVERGENCE BETWEEN FED AND THE ECB DURING THE YEARS 2008-2015

Summary: In response to the global financial crisis since mid-2007, the central banks of the United States and Eurozone decided to introduce non-standard monetary policy measures to save their economies. However, this led major central banks pursuing divergent monetary policies. The aim of this paper is to present and to evaluate the monetary policies of both institutions after the financial crisis.

Keywords: monetary policy, divergence, central bank, Federal Reserve System, European Central Bank, non-standard monetary policy measures, global financial crisis.