



Piotr Łasak

Katedra Globalizacji i Integracji Ekonomicznej
Instytut Ekonomii i Zarządzania
Uniwersytet Jagielloński
piotr.lasak@uj.edu.pl

MECHANIZMY ODDZIAŁYWANIA I ZAGROŻENIA POLITYKI *LUZOWANIA ILOŚCIOWEGO*

Streszczenie: Kryzys finansowy 2007-2009 przyczynił się do wystąpienia problemów w gospodarkach wielu krajów, m.in. Stanów Zjednoczonych, Wielkiej Brytanii i Unii Europejskiej. Do czynności ratunkowych należy zaliczyć politykę realizowaną przez banki centralne, określaną jako *luzowanie ilościowe*. Celem artykułu jest analiza mechanizmów działania tej polityki, którą zastosowały: FED, Bank Anglii i EBC, ocena skutków *luzowania ilościowego* oraz konsekwencji wycofania się z niej. Nowe podejście banków centralnych spowodowało różne skutki gospodarcze, zarówno w badanych krajach, państwach trzecich (np. rynkach wschodzących), jak i w całej gospodarce światowej. Obecnie kluczowym pytaniem, które zadaje sobie wielu ekonomistów, jest to, jakie zagrożenia związane są z ograniczeniem niekonwencjonalnej polityki monetarnej prowadzonej przez ostatnie lata przez wskazane banki centralne. W artykule została zawarta szczegółowa analiza wymienionych problemów.

Słowa kluczowe: działania antykryzysowe, luzowanie ilościowe, polityka banku centralnego.

JEL Classification: E51, E52, E58, H12.

Wprowadzenie

Kryzys finansowy, który rozpoczął się w 2007 r. w Stanach Zjednoczonych, a w kolejnych latach przeniósł się do innych krajów, przyniósł pytanie o to, w jaki sposób przywrócić zaufanie na rynkach finansowych oraz zapewnić wzrost doświadczonych przez kryzys gospodarek. Odpowiedzią na występujące niesprawności była niekonwencjonalna polityka *luzowania ilościowego* (*quantitative easing*, QE). Politykę tę po raz pierwszy po kryzysie wprowadziły Stany Zjednoczone, a w kolejnych latach również inne kraje, m.in. Wielka Brytania oraz kraje strefy euro.

Celem artykułu jest analiza mechanizmów oddziaływania polityki *luzowania ilościowego* na rynki finansowe oraz realną sferę gospodarki zastosowanej przez FED, Bank Anglii i EBC. Ważnym aspektem, na który zwrócono szczególną uwagę, są zagrożenia płynące ze stosowania tej polityki. Przyjętymi metodami badawczymi były studia literaturowe i analiza przypadków. Analiza dotyczy okresu 2008-2016.

1. Geneza niekonwencjonalnej polityki monetarnej

Po kryzysie finansowym 2007-2009 tradycyjna polityka monetarna w krajach wysoko rozwiniętych przestała być skuteczna. Stopy procentowe znalazły się na najniższych poziomach w historii, jednak nie powodowało to odblokowania kanału transmisji kredytowej i ożywienia gospodarczego. Zaistniała sytuacja wymusiła na bankach centralnych zastosowanie nowego podejścia, które zostało określone jako *luzowanie ilościowe*. Rozwiązanie to polegało na nadzwyczajnych interwencjach na rynku pieniężnym, mających na celu dostarczenie przez banki centralne płynności do sektora bankowego. *Luzowanie ilościowe* jest też definiowane jako działanie prowadzące do powiększenia bilansu banku centralnego poprzez finansowanie przez tę instytucję zakupów aktywów (np. obligacji skarbowych bądź innych papierów wartościowych).

Przedstawione niekonwencjonalne podejście jest wzorowane na doświadczeniach Japonii z pierwszej dekady XXI w. (lata 2001-2006)¹. Japonia chciała wówczas pobudzić akcję kredytową, a metodą na dokonanie tego był wzmożony zakup przez bank centralny długoterminowych papierów wartościowych [Młodawska, 2013, s. 63]. Podstawowym celem operacyjnym zamiast wysokości stóp procentowych stała się wielkość salda rezerw utrzymywanych przez banki komercyjne na rachunku bieżącym w banku centralnym. Rezerwy te osiągnęły wartość przekraczającą poziom rezerw obowiązkowych. Japonia stosowała *luzowanie ilościowe* do czasu, aż inflacja osiągnęła poziom wyższy od zera [Cizkiewicz, 2012, s. 6].

Jako pierwszy po 2007 r. *luzowanie ilościowe* zastosował FED (listopad 2008 r.), kilka miesięcy później w jego ślady poszedł Bank Anglii, a następnie EBC. Polityka ta na każdym z wymienionych rynków miała kilka etapów oraz

¹ E. Chojna-Duch zwraca uwagę, że pewną formę *luzowania ilościowego* zastosowano już w Republice Weimarskiej w latach 1919-1929, a w krajach mających gospodarki centralnie planowane był to stały instrument równoważenia budżetów publicznych przez banki centralne [Chojna-Duch, 2015, s. 477].

różniła się pod względem sposobu realizacji. Wpływały na to głównie uwarunkowania techniczne i prawne. W Stanach Zjednoczonych nastąpiły trzy etapy *luzowania ilościowego* [*Effects of the Tapering...*, 2014, s. 30]:

- listopad 2008-marzec 2010;
- listopad 2010-czerwiec 2011;
- wrzesień 2012-październik 2014.

W ramach pierwszego etapu FED zaczął bezwarunkowo nabywać papiery wartościowe oparte na kredytach hipotecznych (MBS). Jego celem było przywrócenie płynności instytucjom finansowym (głównie bankom) oraz obniżenie oprocentowania długoterminowych kredytów. W drugim i trzecim etapie rozszerzono listę skupowanych aktywów o obligacje skarbowe oraz inne aktywa prywatne.

Wielka Brytania przeprowadziła cztery etapy *luzowania ilościowego* [Joyce, 2013; [www 2](#)]:

- marzec 2009-styczeń 2010;
- październik 2011-maj 2012;
- lipiec 2012-listopad 2012;
- sierpień 2016-nadal.

Pierwotnym założeniem była zarówno chęć zakupu wysokiej jakości aktywów prywatnych, jak i aktywów sektora publicznego. Celem było wzmocnienie akcji kredytowej dla sektora prywatnego w obliczu zmniejszonej płynności na rynku (Bank Anglii nazywał siebie „kreatorem rynku ostatniej instancji”). Bardzo szybko rynek kredytów prywatnych ponownie stał się płynny i dalsza polityka *luzowania ilościowego* skoncentrowała się głównie na skarbowych papierach wartościowych [Fawley i Neely, 2013].

W Unii Europejskiej działania zaliczane do *luzowania ilościowego* miały nieco innych charakter niż w Stanach Zjednoczonych i Wielkiej Brytanii. EBC wdrożył znacznie więcej programów o wielostronnym oddziaływaniu, m. in. [[www 1](#)]:

- długoterminowe operacje refinansujące (LTRO);
- zakup obligacji zabezpieczonych (CBPP) z okresów: lipiec 2009-czerwiec 2010, listopad 2011-październik 2012, październik 2014-nadal;
- transakcje na rynku papierów wartościowych (SMP): maj 2010-czerwiec 2014;
- bezwarunkowe transakcje pieniężne na rynku wtórnym papierów wartościowych (OMT).

Wszystkie wymienione programy skierowane były do sektora bankowego i nie zawsze są traktowane jako typowe operacje z zakresu polityki *luzowania ilościowego*. Pierwszy program, który nie budzi żadnych wątpliwości pod względem klasyfikacji do tej polityki, EBC uruchomił na początku 2015 r. [Driffill, 2015, s. 16-17]. Program ten jest kontynuowany.

2. Skutki niekonwencjonalnej polityki pieniężnej po ostatnim kryzysie finansowym

2.1. Mechanizmy oddziaływania luzowania ilościowego

Zasadniczym celem zastosowania *luzowania ilościowego* jest potrzeba ożywienia gospodarczego (wyrwanie gospodarki z zagrożenia spiralą deflacji). Do głównych mechanizmów, za pomocą których polityka ta wywiera wpływ na gospodarkę, można zaliczyć [Benford et al., 2009, s. 92-93]:

- wzrost cen aktywów;
- oczekiwania dotyczące kształtowania stóp procentowych i inflacji;
- wzrost podaży pieniądza w gospodarce.

Mechanizm oparty na wzroście cen aktywów oddziałuje na rynek w dwojaki sposób. Pierwszym jest efekt nazywany *wyrównywaniem portfela* (*portfolio balance effect*). Bank centralny skupując jeden rodzaj papierów wartościowych (np. obligacje skarbowe), powoduje wzrost ich ceny, a tym samym spadek rentowności. Posiadacze obligacji skarbowych będą wymieniali te papiery na inne, alternatywne inwestycje, o wyższej rentowności. To z kolei spowoduje ogólny wzrost cen aktywów na rynku. Rosnący popyt prowadzi do wzrostu optymizmu uczestników rynku, co również wpływa pozytywnie na sytuację w danej gospodarce. Ponadto wyższe ceny aktywów wywołują poczucie zamożności społeczeństwa i tym samym dalszy wzrost popytu (efekt majątkowy). Ważne jest również to, że na rynku znajduje się dodatkowy pieniądz, co zwiększa płynność i ułatwia przeprowadzanie transakcji [Krishnamurthy i Vissing-Jorgensen, 2011, s. 36].

Drugim istotnym mechanizmem jest kanał oczekiwań. Bank centralny ogłaszając zamiar zakupu aktywów finansowych na dużą skalę, daje sygnał, że w przyszłości stopy procentowe będą utrzymywane na niskim poziomie. Kontynuując politykę skupowania aktywów finansowych, wywołuje dodatkowo oczekiwania inflacyjne. Również one mają pozytywny wpływ na zachowania uczestników rynku [Bauer i Rudebusch, 2013; Benford et al., 2009, s. 95].

Trzecim kanałem oddziaływania jest wzrost podaży pieniądza w gospodarce. Przyczynia się on do utrzymania przez banki komercyjne wyższych rezerw na rachunkach w banku centralnym. Nadwyżka rezerw powoduje wzrost płynności na rynku międzybankowym i tym samym dalsze obniżenie stóp procentowych na tym rynku. Równocześnie duża ilość rezerw może stać się impulsem inflacyjnym, jeżeli część z tych środków zostanie wykorzystana przez banki komercyjne do wzrostu akcji kredytowej [Christensen i Krogstrup, 2016, s. 5-9]. To z kolei jest pożądane wobec perspektywy zagrożenia deflacją.

Siła oddziaływania i skuteczność polityki *luzowania ilościowego* mogą zależeć od różnych czynników. Jednym z nich jest cel banku centralnego i techniczne aspekty towarzyszące tej polityce (np. rodzaj skupowanych papierów wartościowych). Kolejnym czynnikiem są zachowania poszczególnych podmiotów funkcjonujących na danym rynku finansowym. Inną kluczową determinantę stanowi struktura rynku finansowego i jego wpływ na finansowanie realnej sfery gospodarki. Wpływ *luzowania ilościowego* może nastąpić kilkoma kanałami. Należą do nich: transmisja przez kanał bankowy (wzrost działalności kredytowej i pobudzenie popytu), transmisja przez kanał kursu walutowego (zwiększenie konkurencyjności eksportu) oraz transmisja przez kanał pośredni (wymieniony wcześniej efekt majątkowy). Możliwość wykorzystania każdego z nich zależy w dużym stopniu od charakteru rynku. W krajach anglosaskich (Stany Zjednoczone, Wielka Brytania) efekt majątkowy może mieć podstawowe znaczenie, a w Unii Europejskiej znacznie ważniejszymi są: kanał bankowy i kanał kursu walutowego.

2.2. Rezultaty *luzowania ilościowego* w Stanach Zjednoczonych, Wielkiej Brytanii i strefie euro

Skuteczność omawianej polityki zależy nie tylko od kanałów transmisji, ale także od siły jej oddziaływania oraz konsekwentnej realizacji, aż do osiągnięcia założonych celów [Roach, 2015]. Dokonując jej oceny, można stwierdzić, że na wszystkich analizowanych rynkach udało się obniżyć długoterminowe stopy procentowe, jednak inne efekty były zróżnicowane.

W Stanach Zjednoczonych największe znaczenie miał efekt portfelowy. Rosnące ceny papierów wartościowych skupowanych przez FED przyczyniły się do wzrostu cen innych aktywów – zarówno papierów wartościowych, jak i surowców oraz nieruchomości. Z szacunków wynika, że w efekcie pierwszego etapu *luzowania ilościowego* ceny miedzi wzrosły o 112%, akcje rynków wschodzących o 108%, inwestycje w najbardziej dochodowe aktywa amerykańskie o 79%, ceny ropy o 67%, a ceny złota o 37%. W przypadku drugiego etapu wzrosty były dużo mniejsze, a trzeci etap spowodował wzrost już tylko niektórych aktywów [Jones, 2013]. Efekt majątkowy okazał się w Stanach Zjednoczonych statystycznie niewielki. Zadłużenie gospodarstw domowych i przedsiębiorstw powodowało, że podmioty te koncentrowały swoją aktywność na spłaceniu zobowiązań i odbudowie oszczędności. Ponadto efekt majątkowy jest wywoływany głównie przez zachowania osób zamożnych, a takie osoby stanowią tylko niewielką część społeczeństwa amerykańskiego.

Oddziaływanie *luzowania ilościowego* w przypadku Wielkiej Brytanii było podobne jak w Stanach Zjednoczonych. Widoczny był wpływ tej polityki na spadek rentowności skarbowych papierów wartościowych i wzrost cen aktywów finansowych, a także osłabienie funta. Nastąpiło również zahamowanie spadku produkcji, wzrost zagregowanego popytu oraz powstrzymanie procesów deflacyjnych [Baymeister i Benati, 2010, s. 23]. Nie wystąpił natomiast wzrost akcji kredytowej banków [Kapetanios et al., 2012; Buttz et al., 2015].

W strefie euro skutki *luzowania ilościowego* były częściowo odmienne niż w Wielkiej Brytanii i Stanach Zjednoczonych. Oprócz obniżki stóp procentowych najbardziej widoczny był wpływ tej polityki na kurs walutowy (osłabienie euro). Efekt majątkowy nie zadziałał, ponieważ wyższe ceny aktywów skłoniły ich posiadaczy do większych oszczędności (zamiast wzrostu konsumpcji). Wynika to m.in. z faktu, że w Europie nie stosuje się tak jak w Stanach Zjednoczonych kredytów konsumpcyjnych zaciąganych pod zastaw nieruchomości. Ponadto w posiadaniu gospodarstw domowych znajduje się mniej aktywów finansowych (m.in. akcji) niż w krajach anglosaskich (mniejsza rola rynku kapitałowego), co również osłabia efekt majątkowy [Gallo, 2015].

Podsumowując, można stwierdzić, że na wszystkich badanych rynkach zastosowanie *luzowania ilościowego* spowodowało spadki stóp procentowych i przywrócenie zaufania na rynku pieniężnym. Nastąpił też wzrost cen aktywów na rynkach międzynarodowych. Nie udało się natomiast spowodować ożywienia gospodarczego w analizowanych krajach. Zwolennicy *luzowania ilościowego* uważają jednak, że polityka ta uchroniła rynki przed znacznie gorszą recesją, która mogła wystąpić, gdyby nie starano się stymulować gospodarki.

2.3. Międzynarodowe oddziaływanie *luzowania ilościowego* – wpływ na rynki wschodzące

Pokryzysowe zachowania banków centralnych z krajów wysoko rozwiniętych miały istotne znaczenie dla reszty świata, a w szczególności dla rynków wschodzących. Obniżenie rentowności aktywów w krajach stosujących *luzowanie ilościowe* spowodowało przepływ kapitału do innych krajów. Początkowo był to napływ korzystny – prowadził do wzrostu inwestycji, wzrostu gospodarczego i wzrostu cen aktywów (m.in. surowców, na których niektóre rynki wschodzące oparły swój rozwój). Często towarzyszyło mu jednak wiele zagrożeń, m.in.:

- nadmierne umocnienie walut;
- nadmierny wzrost konsumpcji, a niekiedy nawet powstanie baniek spekulacyjnych;

- zagrożenie nierównowagą bilansu płatniczego oraz możliwość przenoszenia zewnętrznych szoków na rodzimą gospodarkę;
- odłożenie niezbędnych reform strukturalnych.

Wprawdzie każdy kolejny etap *luzowania ilościowego* miał mniejsze oddziaływanie na rynki wschodzące, jednak ogólna skala napływu kapitału do tych krajów była bardzo duża. W takich krajach jak: Meksyk, Turcja czy RPA osiągnęła poziom 30-40% PKB [Ortiz, 2013, s. 66].

Powstają obawy, że znacznie większe zagrożenia dla rynków wschodzących związane będą z etapem wycofania z polityki *luzowania ilościowego*. Już sam zamiar takiego działania ogłoszony przez prezesa FED w 2013 r. spowodował dotkliwe spadki kursów walutowych (m.in. randa południowoafrykańskiego, peso meksykańskiego, reala brazylijskiego, rupii indyjskiej, sola peruwiańskiego, peso chilijskiego, ringitta malezyjskiego oraz liry tureckiej), a także spadki cen akcji i obligacji na wielu rynkach wschodzących [The End of the Affair, 2013]. Rzeczywiste wycofanie z polityki *luzowania ilościowego* może mieć znacznie dalej idące konsekwencje dla rynków wschodzących, m.in. [Plender, 2013; Kynge, 2014]:

- wzrost stóp procentowych;
- wzrost inflacji oraz powstanie zastoju kredytowych;
- spadki cen surowców naturalnych (problemy krajów takich jak Nigeria, Rosja czy Wenezuela).

Biorąc pod uwagę przewidywane konsekwencje dla rynków wschodzących, pożądane jest, żeby wycofanie z *luzowania ilościowego* było procesem stopniowym. Wiele z nich ma zdrowe fundamenty, zrównoważone bilanse i wysokie rezerwy walutowe. Kraje te zazwyczaj nie zadłużają się w walutach obcych, lecz inwestorzy zagraniczni nabywają papiery wartościowe nominowane w lokalnych walutach. W sytuacji powolnych zmian będą miały szansę na niezbędne dostosowanie i uniknięcie możliwych zagrożeń.

3. Pułapka *luzowania ilościowego*

Całościowo przebieg *luzowania ilościowego* można zobrazować za pomocą czterech etapów (tabela 1). Dotychczasowe etapy (I i II) obejmują mechanizmy wdrażania tej polityki, a także późniejsze próby wycofania się banku centralnego z tych niekonwencjonalnych działań. Kolejnymi, jeszcze niezrealizowanymi, są te etapy, które dopiero nastąpią (III i IV). Są one jednak kluczowymi z punktu widzenia wyzwań, przed jakimi stoją banki centralne krajów stosujących *luzowanie ilościowe*.

Tabela 1. Etapy przebiegu luzowania ilościowego na przykładzie Stanów Zjednoczonych

Etap	I	II	III	IV
Początek danego etapu	Listopad 2008	Maj 2013	Moment, gdy sektor prywatny skończy delewarowanie i wznowi pożyczanie.	Początek wycofywania przez FED nadmiernych rezerw.
Cechy charakterystyczne	Skup z rynku długoterminowych papierów wartościowych i zwiększanie nadmiernych rezerw.	Stopniowe ograniczanie wartości skupowanych papierów wartościowych.	Konieczność zacieśnienia polityki monetarnej i sterylizacja długu lub jego skup.	Sprzedż długoterminowych obligacji.
Skutek	Pozytywny wpływ na rynek finansowy – przywrócenie płynności. Ograniczenie spowolnienia gospodarczego.	Wzrost długoterminowych stóp procentowych, początek „pułapki luzowania ilościowego”.	Wzrost deficytu budżetowego.	Koszty dla FED towarzyszące sprzedaży obligacji. Możliwość ograniczenia nadmiernych rezerw w bilansie banku centralnego oraz spowolnienia gospodarczego.

Źródło: Na podstawie Koo [2015, s. 63-119].

Jak można przewidywać, w momencie gdy sektor prywatny spłaci swoje długi i wznowi popyt na kredyty, cała dotychczasowa sytuacja ulegnie odwróceniu. Banki centralne będą musiały wówczas prowadzić bardzo ostrożną politykę. Jeżeli stopy procentowe wzrosną ze względu na rosnący popyt na kredyty, to bank centralny będzie musiał utrzymywać krótkoterminowe stopy procentowe na poziomie zbliżonym do zera. Tylko w taki sposób będzie w stanie zapobiec wybuchowi nadmiernej inflacji. Ponadto będzie musiał jak najszybciej wycofać część nadmiernych rezerw z systemu finansowego, gdyż ich utrzymywanie będzie generowało duże koszty. Wycofywanie banków centralnych z *luzowania ilościowego* nie pozostanie obojętne dla procesów gospodarczych i może przynieść wiele skutków ubocznych. Skoro już sama zapowiedź prezesa FED dotycząca zakończenia luzowania ilościowego (czerwiec 2013 r.) spowodowała natychmiastową reakcję w postaci wzrostu stóp procentowych, to można przypuszczać, że rzeczywiste działania w tym zakresie przyczynią się do jeszcze gwałtowniejszych reakcji rynku [Kaletsky, 2013].

Obserwując sytuację w całym analizowanym okresie, tj. latach 2008-2016, można stwierdzić, że nadal trwa drugi etap *luzowania ilościowego*. Wprawdzie pod koniec października 2014 r. FED ostatecznie wygasił etap *luzowania ilościowego*, który był realizowany od września 2012 r., jednak suma bilansowa tego banku centralnego nadal pozostaje na niezmiennym poziomie (4,5 bln USD) [Applebaum, 2014]. Zacieśnienie polityki pieniężnej, wzrost pożyczania przez sektor prywatny

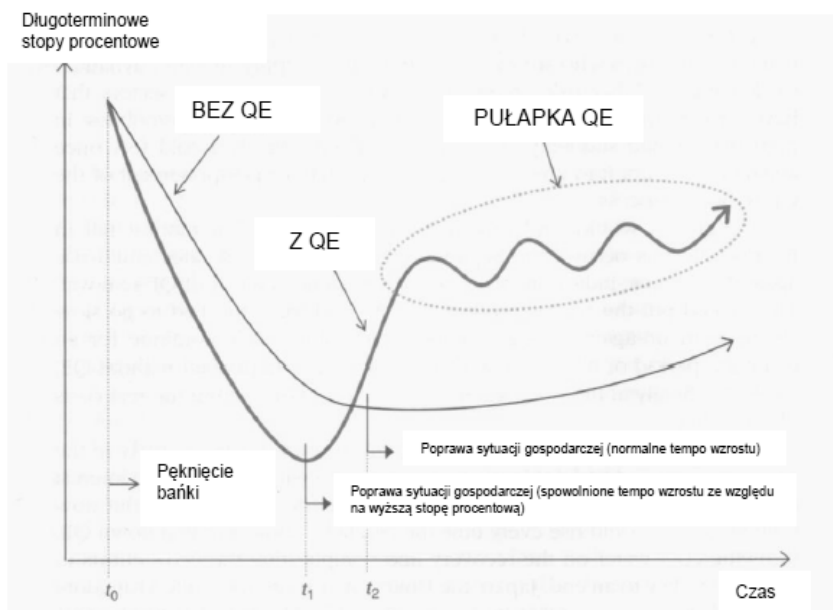
i inne mechanizmy oznaczające przejście do trzeciego etapu dopiero nastąpią w przyszłości. W przypadku UE i Wielkiej Brytanii nadal trwa etap pierwszy, polegający na intensywnych działaniach stymulacyjnych realizowanych przez EBC i Bank Anglii [*ECB Prolongs QE...*, 2016; Wallace, 2017].

Patrząc w dłuższej perspektywie, można dojść do wniosku, że polityka *luzowania ilościowego* odegrała pozytywną rolę tylko w krótkim okresie. W dłuższym czasie długoterminowe stopy procentowe w krajach stosujących *luzowanie ilościowe* znajdują się na wyższym poziomie niż w krajach, które nie zastosowały tej polityki (wykres 1). Banki centralne będą musiały utrzymywać stopy procentowe na wysokim poziomie ze względu na duże rezerwy pieniężne. Jeżeli w gospodarce nastąpi spowolnienie, to mogą one nieznacznie spaść, ale każda próba zakończenia niekonwencjonalnej polityki *luzowania ilościowego* będzie ponownie prowadziła do wzrostu stóp procentowych². Wahania stóp procentowych towarzyszące wycofaniu z polityki *luzowania ilościowego* zostały określone jako „pułapka *luzowania ilościowego*”. Jak można zauważyć na wykresie, stopy procentowe w krajach stosujących *luzowanie ilościowe* pozostaną na wyższym poziomie niż w krajach niestosujących takiej polityki.

Ograniczenie skupu (bądź sprzedaż) skarbowych papierów wartościowych przez bank centralny przełoży się na spowolnienie tempa wzrostu danej gospodarki (w pierwszej kolejności jej najbardziej wrażliwych sektorów, jak rynek nieruchomości czy przemysł motoryzacyjny) poprzez wzrost stóp procentowych. Jak można zauważyć na wykresie 2, w dłuższym czasie tempo wzrostu gospodarczego jest wyższe w krajach niestosujących *luzowania ilościowego* niż w krajach stosujących tę politykę. Różnica w tempie wzrostu PKB między tymi dwoma grupami krajów jest traktowana jako koszt zastosowania *luzowania ilościowego*.

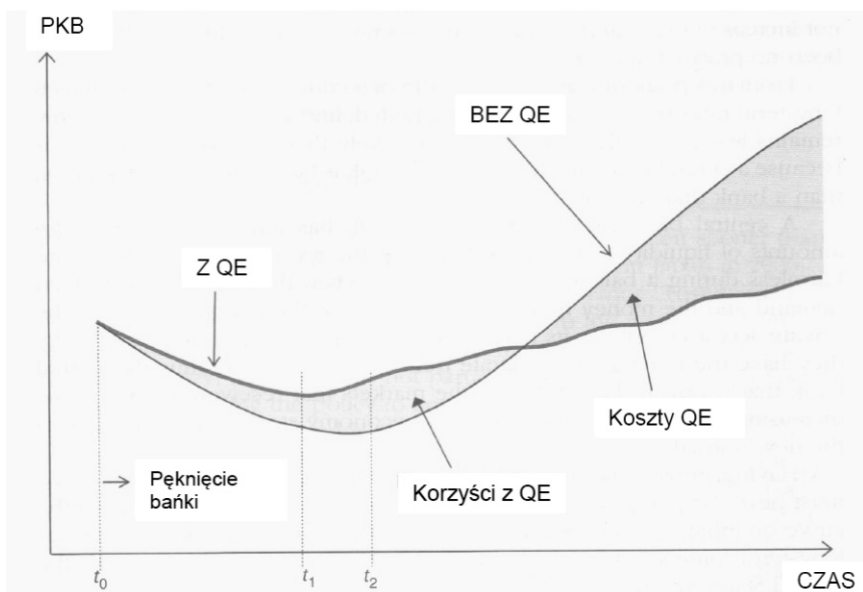
Jeżeli scenariusz przedstawiony na wykresie 2 zrealizuje się, to ocena całościowych skutków *luzowania ilościowego* powinna być dość surowa. Wykres odnosi się tylko do PKB, nie bierze natomiast pod uwagę innych konsekwencji, np. sztucznie zawyżanych cen akcji, wahania kursów walut na światowych rynkach itd. Całościowa ocena polityki *luzowania ilościowego* będzie możliwa dopiero po pełnym zakończeniu tych działań. Jest to perspektywa wciąż bardzo odległa.

² W tej sytuacji podaż skarbowych papierów będzie prowadziła do spadku ich cen, tym samym powodując wzrost rentowności, co będzie miało przełożenie na wzrost rynkowych stóp procentowych.



Wykres 1. Długoterminowe stopy procentowe w krajach stosujących oraz krajach niestosujących Quantitative Easing (QE)

Źródło: Na podstawie: Koo [2015, s. 100].



Wykres 2. Produkt Krajowy Brutto w krajach stosujących oraz krajach niestosujących Quantitative Easing (QE)

Źródło: Na podstawie Koo [2015, s. 101].

Podsumowanie

1. Polityka *luzowania ilościowego* nie przełożyła się na wzrost cen w gospodarce realnej, a jedynie na wzrost cen aktywów finansowych. Oznacza to małą skuteczność tej polityki w kluczowym obszarze – walce z deflacją.
2. Różne były kanały oddziaływania *luzowania ilościowego* na gospodarki Stanów Zjednoczonych, Wielkiej Brytanii i krajów strefy euro. Jest to w dużym stopniu zależne od uwarunkowań każdego z tych rynków. Zazwyczaj udawało się doprowadzić do spadków stóp procentowych i przywrócenia zaufania na rynku pieniężnym, lecz nie udało się wywołać dynamicznego wzrostu gospodarczego.
3. *Luzowanie ilościowe* miało duży wpływ na rynki wschodzące. Niezależnie od pozytywnych impulsów całościowy wpływ może być dla tych rynków destabilizujący.
4. Ostateczny wpływ *luzowania ilościowego* na gospodarki krajów, które zastosowały tę politykę, może okazać się niekorzystny. Chwilowe pobudzenie tych gospodarek bezpośrednio po kryzysie nie zrównoważyło późniejszych negatywnych następstw tej polityki. Obecnie jest jednak jeszcze za wcześnie na całościową ocenę zastosowanych działań.

Literatura

- Applebaum B. (2014), *Federal Reserve Caps Its Bond Purchases; Focus Turns to Interest Rates*, „The New York Times”, October 29.
- Bauer M.D., Rudebusch G.D. (2013), *The Signalling Channel for Federal Reserve Bond Purchases*, „Federal Reserve Bank of San Francisco Working Paper”, No. 2011/21, April.
- Baymeister Ch., Benati L. (2010), *Unconventional Monetary Policy and the Great Recession: Estimating the Impact of a Compression in the Yield Spread at the Zero Lower Bound*, „European Central Bank Working Paper Series”, No. 1258, October.
- Benford J., Berry S., Nikolov K., Young Ch., Robson M. (2009), *Quantitative Easing*, „Quarterly Bulletin”, Q2.
- Buttz N., Churmz R., McMahon M., Morotzz A., Schanz J. (2015), *QE and the Bank Lending Channel in the United Kingdom*, „CAGE Working Paper” No. 244, October, University of Warwick.
- Chojna-Duch E. (2015), *Łagodzenie ilościowe polityki pieniężnej*, „Państwo i społeczeństwo”, nr 3/maj-czerwiec.
- Christensen J.H.E., Krogstrup S. (2016), *Transmission of Quantitative Easing: The Role of Central Bank Reserves*, „Federal Reserve Bank of San Francisco Working Paper”, No. 2014/18, June, San Francisco.

- Ciżkowicz M. (2012), *Zmiany w strategii Banku Japonii w 2012 r.*, Instytut Ekonomiczny, Narodowy Bank Polski.
- Driffill J. (2015), *Unconventional Monetary Policy in the Euro Zone*, „Lisbon School of Economics and Management Working Paper”, No. WP15/2015/DE/UECE.
- ECB Prolongs QE But At Lower Level of €60 bn a Month* (2016), „Financial Times”, December 8.
- Effects of the Tapering of the Quantitative Easing Program in the United States* (2014), White Paper on International Economy and Trade.
- Fawley B.W., Neely Ch.J. (2013), *Four Stories of Quantitative Easing*, „Federal Reserve Bank of St. Louis REVIEW”, January/February.
- Gallo P. (2015), *Why ECB's Quantitative Easing Won't Work and How It Can Be Fixed?* „Financial Times”, 7 December.
- Jones C. (2013), *Did QE Only Boost the Price of Warhols?* „Financial Times”, 18 October.
- Joyce M. (2013), *The Bank of England's Unconventional Monetary Policies: Why, What and How*, ECB Workshop on Non-standard Monetary Policy Measures, 18 June.
- Kaletsky A. (2013), *The Markets and Bernanke's "Taper Tantrums"*, Reuters, September 19.
- Kapetanios G., Mumtaz H., Stevens I., Theodoridis K. (2012), *Assesing the Economy-Wide Effects of Quantitative Easing*, Bank of England, London, January.
- Koo R.C. (2015), *The Escape from Balance Sheet Recession and the QE Trap*, John Wiley & Sons, Singapore.
- Krishnamurthy A., Vissing-Jorgensen A. (2011), *The Effects of Quantitative Easing on Interest Rates: Channels and Implications for Policy*, „NBER Working Paper”, No. 17555, Cambridge.
- Kynge J. (2014), *Fed Leaves Emerging Markets Exposed*, „Financial Times”, October 29.
- Młodawska J. (2003), *Kryzys systemu bankowego i finansowego w Japonii – drogi wyjścia*, „Bank i Kredyt”, nr 7.
- Ortiz G. (2013), *QE Exit and the Emerging Market Challenge* [w:] Think Tank 20, *The G-20 and Central Banks in the New World of Unconventional Monetary Policy*, BROOKINGS, Washington, DC.
- Plender J. (2013), *EMSs Suffer the Unintended Consequences of QE*, „Financial Times”, August 27.
- Roach S.S. (2015), *Lemingi luzowania ilościowego*, „Obserwator Finansowy”, 2 lutego.
- The End of the Affair* (2013), „The Economist”, June 15.
- Wallace T. (2017), *Bank of England Pumps £5 bn Into Firms and £20 bn Into Banks to Keep Interest Rates Down*, „The Telegraph”, January 30.
- [www 1] <https://www.ecb.europa.eu> (dostęp: 18.08.2016).
- [www 2] <http://www.bankofengland.co.uk/markets/Pages/apf/default.aspx> (dostęp: 18.04.2017).

THE EFFECTS AND RISKS OF QUANTITATIVE EASING

Summary: The financial crisis of 2007-2009 has caused problems in the economies of many countries, among others in the United States, United Kingdom and European Union. The activities aimed at recovering the economies involve the unconventional monetary policy (quantitative easing). The aim of the article is to analyze the policy applied by the Federal Reserve System, Bank of England and European Central Bank, assessment of the effects of quantitative easing and the consequences of the withdrawal from it. The new approach resulted in various economic impacts, both in the studied countries and in the entire global economy. Actually the key question is about the consequences of escape from the quantitative easing policy. The article contains a detailed analysis of the problems.

Keywords: anti-crisis measures, central bank policy, quantitative easing.