

Piotr Karaś

Uniwersytet Ekonomiczny w Krakowie

POLITYKA POMPOWANIA PŁYNNOŚCI – PRZESŁANKI WPROWADZENIA I DOŚWIADCZENIA BANKU ANGLII

Streszczenie: W odpowiedzi na globalny kryzys finansowy niektóre banki centralne największych gospodarek obniżyły oficjalne stopy procentowe do poziomu bliskiego zera, a kiedy tradycyjne instrumenty polityki pieniężnej przestały być skuteczne, zdecydowały się podjąć niekonwencjonalne działania, zwane polityką pompowania płynności. Celem niniejszego tekstu jest analiza podstawowych teoretycznych aspektów oraz konkretnego przypadku zastosowania takiej polityki pieniężnej. Tekst składa się z trzech zasadniczych części, w których przedstawione są: przesłanki wprowadzenia polityki pompowania płynności, kanały transmisji impulsów takiej polityki oraz doświadczenia Banku Anglii od 2007 r., tj. z okresu bezpośrednio poprzedzającego globalny kryzys finansowy i z czasu jego trwania.

Słowa kluczowe: bank centralny, polityka pieniężna, Bank Anglii, polityka pompowania płynności, *quantitative easing*

1. Wstęp

W odpowiedzi na globalny kryzys, który wybuchł w 2007 r., największe banki centralne świata podjęły szereg niekonwencjonalnych działań (*unconventional monetary policies*)¹. Jedną z pierwszych reakcji było radykalne złagodzenie polityki pieniężnej przez znaczące obniżenie oficjalnych stóp procentowych, w przypadku niektórych banków do poziomu bliskiego zera (np. System Rezerwy Federalnej, Bank Anglii). Gdy takie działanie okazało się niewystarczające, banki centralne przeszły do ekspansji monetarnej zwanej pompowaniem płynności.

Przez politykę pompowania płynności (*quantitative easing, credit easing*)² rozumieć można taką odmianę łagodnej polityki pieniężnej, w której – w sytu-

¹ Przegląd takich działań zaprezentowano w pracy: C. Borio, P. Disyatat, *Unconventional monetary policies: An appraisal*, „BIS Working Papers” 2009, no. 292, s. 10.

² Na temat różnic w rozumieniu pojęć *quantitative easing* i *credit easing* zobacz szerzej: V. Klyuev, Ph. de Imus, K. Srinivasan, *Unconventional choices for unconventional times: Credit and quantitative easing in advanced economies*, „IMF Staff Position Note” 2009, no. SPN/09/27, s. 9.

acji braku możliwości dalszego obniżania stopy procentowej – władza monetarna przesuwa punkt ciężkości na ekspansję ilości pieniądza banku centralnego. Innymi słowy, pompowanie płynności polega na nabywaniu aktywów finansowych drogą emisji tzw. pieniądza wielkiej mocy. W bankach centralnych, w których ostatecznym celem jest utrzymanie inflacji na określonym poziomie (cel inflacyjny), polityka pompowania płynności może być uzasadniana z punktu widzenia realizacji tego celu³. Jeśli stopa inflacji jest niższa od celu inflacyjnego, wówczas pompowanie płynności ma ostatecznie podnieść poziom cen i przywrócić inflację do wielkości normatywnych⁴. Bank centralny prowadzi tę politykę poprzez aukcyjne lub pozaaukcyjne zakupy aktywów finansowych lub długoterminowe operacje zasilające w płynność (*reverse repo*). Przedmiotem transakcji mogą być skarbowe papiery wartościowe, papiery wartościowe emitowane przez podmioty prywatne oraz waluty obce.

Celem niniejszego tekstu jest analiza podstawowych teoretycznych aspektów oraz konkretnego przypadku zastosowania polityki pieniężnej w sytuacji bliskich zera stóp procentowych banku centralnego (polityki pompowania płynności). Tekst składa się z trzech zasadniczych części, w których przedstawione są: przesłanki wprowadzenia polityki pompowania płynności, kanały transmisji impulsów takiej polityki oraz doświadczenia Banku Anglii od 2007 r., tj. z okresu bezpośrednio poprzedzającego globalny kryzys finansowy i z czasu jego trwania.

2. Przesłanki prowadzenia polityki pompowania płynności

Współcześnie głównym instrumentem prowadzenia polityki pieniężnej jest stopa procentowa. Sterowanie stopą procentową – z jednej strony – może przyczynić się do pobudzenia lub wyhamowania koniunktury; z drugiej – stopa procentowa jest wyznaczana w oparciu o analizę bieżącej i przyszłej sytuacji gospodarczej. Władze monetarne mogą dokonywać zmian stóp procentowych dyskrecyjnie lub w oparciu o przyjętą regułę⁵. W sytuacji spowolnienia koniunktury (bądź oczekiwa-

³ S. Dale, *Tough times, unconventional measures*, Remarks at the association of british insurers economics and research conference, London, 27.03.2009, s. 9, <http://www.bankofengland.co.uk/publications/news/2009/029.htm>.

⁴ Skutkiem pompowania płynności ma być utrzymanie stóp procentowych (w szczególności realnych) na niskim poziomie oraz dostarczenie płynności do gospodarki. Ma to przełożyć się na wzrost popytu globalnego, ożywienie gospodarcze i wzrost inflacji. Innym powodem takiej polityki pieniężnej może być obawa przed wystąpieniem deflacji. Na temat negatywnych skutków deflacji zobacz np.: A. Rzońca, *Stopy procentowe banku centralnego bliskie zera a ryzyko wystąpienia deflacji*, cz. 1, „Bank i Kredyt” 2004, nr 3, s. 23–28.

⁵ Najbardziej znana reguła wyznaczania stopy procentowej na potrzeby polityki pieniężnej to reguła Taylora. J.B. Taylor podał ją dla stopy funduszy federalnych (podstawowej stopy w polityce pieniężnej w USA) w postaci $r = p + 0,5y + 0,5(p - 2) + 2$, gdzie p – stopa inflacji w poprzedzających czterech kwartałach, y – procentowe odchylenie realnego PKB od jego długoterminowego tren-

nia takiego spowolnienia) władza monetarna obniża stopę procentową. Efekty takiej obniżki – w postaci tzw. impulsów polityki pieniężnej – mogą przełożyć się na pobudzenie wzrostu gospodarczego⁶. Skuteczność polityki sterowania stopą procentową ma swoją granicę, gdy poziom tej stopy został obniżony do zera, a władza monetarna chce w dalszym ciągu wpływać stymulująco na gospodarkę⁷. W takim wypadku proponuje się zastąpienie tradycyjnej reguły stopy procentowej regułą k odwołującą się do ilościowej teorii pieniądza i współczynnika k A. Marshalla⁸. Formalny zapis tej reguły jest następujący:

$$k_t = d + \beta_\pi (\pi_t - \pi^*) - \beta_y (y_t - y_t^P) \quad (1)$$

gdzie: k_t – instrument polityki pieniężnej w sytuacji pompowania płynności (może być interpretowany jako relacja bazy monetarnej do dochodu narodowego)

β – wagi przypisywane odchyleniom

d – nominalna długoterminowa stopa procentowa (realna stopa procentowa + π^*)

π^* – cel inflacyjny banku centralnego

π_t – bieżąca stopa inflacji

y_t – wielkość produkcji obserwowanej

y_t^P – wielkość produkcji potencjalnej, czyli $(y_t - y_t^P)$ – luka popytowa

Wskazuje się, że tego typu podejście może być przydatne szczególnie w sytuacji, kiedy stopy procentowe banku centralnego są bliskie zera, a gospodarka danego kraju jest pogrążona w recesji oraz zagrożona deflacją. Dalsze obniżanie stopy procentowej nie jest już możliwe, a negatywne zjawiska w gospodarce mogą wywołać wzrost realnych stóp procentowych i aprecjację kursu walutowego, a to może jeszcze bardziej pogorszyć sytuację gospodarczą⁹.

du. J.B. Taylor, *Discretion versus policy rules in practice*, „Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy” 1993, no. 39, s. 202.

⁶ Na temat kanałów przenoszenia impulsów polityki pieniężnej zobacz np. *Mechanizm transmisji impulsów polityki pieniężnej: przegląd głównych teorii oraz specyfikacja transmisji w Polsce*, red. R. Kokoszczyński, Materiały i Studia, nr 91, Narodowy Bank Polski, Warszawa 1999.

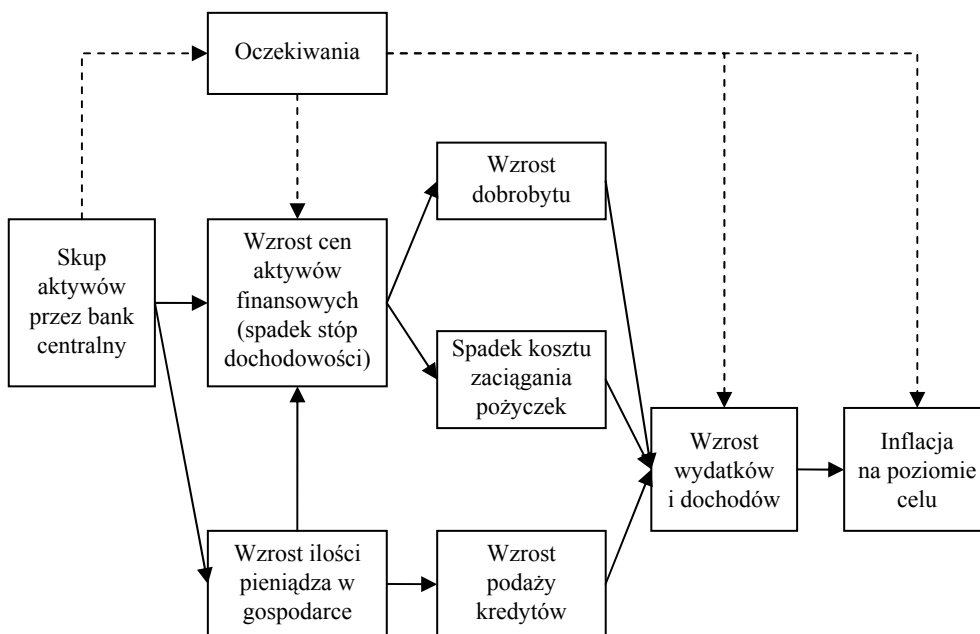
⁷ W normalnej sytuacji nominalna stopa procentowa nie może spaść poniżej zera, ponieważ, gdyby tak się stało, to korzystne byłoby utrzymywanie gotówki niż pieniądza bezgotówkowego (w wyjątkowej sytuacji stopa procentowa może być minimalnie poniżej zera, co może odzwierciedlać relatywnie większe bezpieczeństwo pieniądza bezgotówkowego oraz koszty utrzymywania gotówki).

⁸ Zob.: V. Wieland, *Quantitative easing: A rationale and some evidence from Japan*, NBER Working Paper Series, no. 15565, 2009, s. 5. Współczynnik k określa, jaka część zasobów jest utrzymywana w pieniądzu.

⁹ Zob.: G. Coenen, V. Wieland, *The zero-interest-rate bound and the role of the exchange rate for monetary policy in Japan*, „Journal of Monetary Economics” 2003, no. 50 (5), s. 11–13.

3. Transmisja impulsów polityki pompowania płynności

Impulsy polityki pompowania płynności mogą być przekazywane do gospodarki poprzez cztery kanały: (1) portfelowy, (2) majątkowy, (3) kredytowy, (4) oczekiwań¹⁰.



Rys. 1. Uproszczony mechanizm transmisji impulsów pompowania płynności

Źródło: opracowanie własne na podstawie: S. Berry i inni, *Quantitative easing*, „Bank of England Quarterly Bulletin” Q2 2009, <http://ssrn.com/abstract=1420042>.

Funkcjonowanie kanału portfelowego opiera się na założeniu, że inwestorzy w sposób racjonalny będą konstruować skład swojego portfela także w okresie złej sytuacji gospodarczej. Bank centralny może nabywać na rynku wtórnym: (a) skarbowe papiery wartościowe i (b) instrumenty finansowe innych emitentów.

Efektom zakupu skarbowych papierów wartościowych jest wzrost płynności u dotychczasowych ich posiadaczy. Za pozyskane środki inwestorzy ci mogą nabywać inne instrumenty finansowe, oddziałując na popyt i ceny na rynku finansowym.

¹⁰ S. Berry i inni, *Quantitative easing*, „Bank of England Quarterly Bulletin” Q2 2009, s. 91–95, <http://ssrn.com/abstract=1420042>; J.A. Clouse i inni, *Monetary policy when the nominal short-term interest rate is zero*, FED’s Working Paper, no. 00-51, 2003, s. 22–30, <http://ssrn.com/abstract=253068>; S. Dale, *QE – one year on*, Remarks at the CIMF and MMF conference, *New instruments of monetary policy: The challenges*, Cambridge, 12.03.2010, s. 5–7, <http://www.bankofengland.co.uk/publications/news/2010/027.htm>.

wym. Efekt oddziaływania takiego impulsu jest tym większy, im mniejsza jest substytucyjność między pieniędzem a skarbowymi papierami wartościowymi i im większa substytucyjność między skarbowymi papierami wartościowymi a innymi instrumentami finansowymi. Gdy jednak pieniądz i skarbowe papiery wartościowe są postrzegane przez inwestorów jako doskonale substytuty, wówczas polityka pompowania płynności nie jest skuteczna, gdyż pozyskany przez inwestorów pieniądz nie jest dalej lokowany, ale zatrzymywany jako dodatkowa rezerwa płynności (zjawisko takie nosi nazwę „pułapka płynności”)¹¹.

W okresie recesji oraz negatywnego postrzegania przyszłej sytuacji gospodarczej samo zaoferowanie atrakcyjnego oprocentowania może nie wystarczyć do przekonania inwestorów, aby nabywali nowe emisje instrumentów finansowych. Z drugiej strony wyższe stopy procentowe zniechęcają potencjalnych emitentów do zaciągania pożyczek. Nabywanie aktywów przez bank centralny może spowodować wzrost rynkowych cen tych aktywów. W przypadku instrumentów dłużnych wzrost cen przekłada się na rentowność, czyli spadek stóp procentowych. Niższy poziom stóp procentowych może zachęcić do zaciągania pożyczek na rynku, a to z kolei może pobudzić wzrost produkcji. Taki scenariusz zakłada jednak, że inwestorzy będą gotowi nabywać nowe emisje korporacyjnych instrumentów dłużnych oraz – w przypadku finansowania nieruchomości – papierów wartościowych zabezpieczonych na tych aktywach. Aby tak się stało, bank centralny może skupywać określone rodzaje papierów wartościowych (np. emitowane przez przedsiębiorstwa). Takie działanie banku centralnego może przekonać inwestorów do zainteresowania się rynkiem długu korporacyjnego, gdyż w razie konieczności posiadane papiery będą mogli odsprzedać w ramach operacji polityki pompowania płynności.

Wzrost cen instrumentów finansowych wynikający ze wzrostu popytu zgłaszanego przez bank centralny może spowodować wzrost wyceny aktywów finansowych należących do podmiotów gospodarczych (efekt majątkowy). Wzrost wartości majątku może skłonić do większych wydatków i przez to pobudzić gospodarkę. Jednak gdy stopy procentowe są bliskie zera, efekt majątkowy nie musi wystąpić. Może on się pojawić w szczególności wtedy, gdy funkcjonuje kanał portfelowy, czyli kiedy polityka pieniężna nie znajduje się w pułapce płynności lub bank centralny nabywa inne aktywa (a przez to podnosi ich ceny) utrzymywane przez przedsiębiorstwa i osoby fizyczne w celach tezauryzacyjnych.

Tradycyjnie przez kanał kredytowy rozumie się taki mechanizm transmisji impulsów polityki pieniężnej, w ramach którego wzrost podaży pieniądza banku centralnego jest równoznaczny ze wzrostem tzw. depozytu pierwotnego w sektorze bankowym, a to z kolei przekłada się na wzrost akcji kredytowej. Skutkiem polity-

¹¹ Dzieje się tak wtedy, gdy rentowność skarbowych papierów wartościowych jest bliska zera, czyli jest na poziomie rentowności pieniądza banku centralnego. A ponieważ instrumenty te – podobnie jak pieniądz – charakteryzują się praktycznie brakiem ryzyka rynkowego i ryzyka kredytowego, dlatego mogą być i są traktowane jako doskonale substytuty.

ki pompowania płynności jest wzrost rezerw w sektorze bankowym. Dokonuje się to albo bezpośrednio, gdy bank centralny nabywa aktywa od banków, albo pośrednio – gdy kupuje je od innych inwestorów (wówczas pozyskana przez te podmioty płynność jest gromadzona na ich rachunkach w bankach). Jednak w czasie kryzysu kanał ten może stać się niedrożny. Wskutek kryzysu bliskim zera stopom procentowym banku centralnego mogą towarzyszyć wysokie stopy na rynku międzybankowym¹². Dodatkowo w takim okresie pogorszeniu ulega jakość portfela kredytowego banków, co przekłada się na konieczność posiadania przez nie większych kapitałów dla spełnienia wymogów kapitałowych. Wtedy dodatkowe rezerwy płynności, pozyskiwane przez sprzedaż aktywów w ramach operacji pompowania płynności, nie muszą być przeznaczone na zwiększenie podaży kredytu w gospodarce, ale mogą być gromadzone w bankach ze względów bezpieczeństwa. Mimo to, zasilenie banków w płynność może przyczynić się do złagodzenia napięć na rynku międzybankowym i do obniżenia ceny pieniądza na tym rynku, a więc i ogólnego kosztu pozyskania płynności przez banki. Ponadto wydaje się, że pobudzenie akcji kredytowej mogłoby nastąpić, gdyby bank centralny zdecydował się nabywać od banków aktywa obciążone ryzykiem, a nie tylko skarbowe papiery wartościowe. Pozwoliłoby to bankom na podwyższenie współczynnika adekwatności kapitałowej i tym samym utworzyło przestrzeń dla angażowania się w projekty obciążone ryzykiem.

Kreowanie oczekiwań podmiotów życia gospodarczego może przyspieszyć i zwiększyć skuteczność polityki banku centralnego¹³. Działania władzy monetarnej mogą wpłynąć na oczekiwania co do przyszłej koniunktury gospodarczej. Wzrost optymizmu w społeczeństwie może przełożyć się na wzrost wydatków i doprowadzić do rzeczywistej poprawy w gospodarce. Polityka pieniężna może wpływać na sytuację makroekonomiczną także poprzez oddziaływanie na oczekiwania co do przyszłych nominalnych stóp procentowych, inflacji i cen aktywów. W szczególności powstanie oczekiwań wzrostu inflacji w przyszłości może obniżyć realne stopy procentowe, a to może pobudzić wydatki. Większa oczekiwana inflacja może także wpłynąć na politykę cenową podmiotów gospodarczych, a wzrost cen producentów może przełożyć się na wyższą inflację. Dla skutecznego pobudzenia oczekiwań inflacyjnych istotne jest przekonanie opinii publicznej o determinacji władzy monetarnej co do utrzymania inflacji na poziomie celu. Szybkość i skala pompowania płynności mogą w sposób istotny przyczynić się do wzbudzenia i podtrzymania takiego zaufania w społeczeństwie.

Siła danego kanału zależy od reakcji wszystkich jego uczestników, tzn. od tego, co zrobią z otrzymanymi środkami. Polityka banku centralnego okaże się sku-

¹² Może to wynikać z asymetrii informacji, braku wzajemnego zaufania uczestników rynku oraz występowania ryzyka kredytowego i ryzyka płynności.

¹³ Celnie ujmując to zdanie: „[...] *forward-looking expectations by the public have the effect of bringing into the present the expected power of future monetary policy*”, J.A. Clouse i inni, *Monetary policy...*, dz. cyt., s. 28.

teczna, jeśli sprzedawcy aktywów finansowych, rynki finansowe, banki oraz podmioty gospodarcze i gospodarstwa domowe nie zatrzymają dodatkowej płynności, ale wykorzystają na wydatki konsumpcyjne i inwestycyjne.

4. Polityka pieniężna Banku Anglii w latach 2007–2009

Ostatecznym celem polityki pieniężnej Banku Anglii jest zapewnienie stabilności cen (sprecyzowane jako utrzymanie inflacji na poziomie 2%) i – o ile nie zagraża to celowi ostatecznemu – wsparcie polityki gospodarczej rządu, w szczególności jej celów związanych ze wzrostem gospodarczym i zatrudnieniem¹⁴. Między I kwartałem 2007 a IV kwartałem 2009 r. w polityce pieniężnej Banku Anglii można wyróżnić trzy okresy:

1. od I do III kwartału 2007 r. – okres prowadzenia tradycyjnej polityki pieniężnej;

2. od IV kwartału 2007 do I kwartału 2009 r. – okres łagodzenia polityki oraz podejmowania niestandardowych działań w ramach tradycyjnej polityki pieniężnej;

3. od II do IV kwartału 2009 r. – okres prowadzenia polityki pompowania płynności.

W pierwszych dwóch okresach bank prowadził politykę pieniężną, której podstawowym instrumentem była oficjalna stopa procentowa (*bank rate*)¹⁵, natomiast w trzecim okresie celem polityki pieniężnej była podaż pieniądza rezerwowego banku centralnego.

Począwszy od IV kwartału 2007 r. bank systematycznie obniżał oficjalną stopę procentową (podstawowe parametry związane z polityką pieniężną zaprezentowano w tabeli 1). W pierwszych kwartałach redukcje były o 25 punktów bazowych do poziomu 5%. Do końca III kwartału 2008 r. relacja bazy monetarnej do PKB kształtowała się na poziomie ok. 0,20. Na stabilnym poziomie był także mnożnik kreacji pieniądza ($M1/M0$). Od października 2008 do marca 2009 r. nastąpiło skokowe złagodzenie polityki pieniężnej. Bank obniżył stopy do 0,5% (najniższego poziomu w historii), a o ponad 20% wzrosła ekspansja monetarna mierzona ilorazem bazy monetarnej do PKB (z 0,22 do 0,27).

¹⁴ G. Brown, *The new monetary policy framework*, list Ministra Finansów do Prezesa Banku Anglii z 6.05.1997, s. 2, <http://www.bankofengland.co.uk/monetarypolicy/pdf/chancellorletter970506.pdf>.

¹⁵ Oficjalna stopa Banku Anglii jest ceną, jaką ten bank płaci uprawnionym instytucjom kredytowym (bankom komercyjnym i kasom oszczędnościowo-budowlanym) za utrzymywane przez nie środki w postaci pieniądza rezerwowego. Pierwotnie podmioty te miały obowiązek zadeklarować, jaką średnią wysokość rezerw będą utrzymywać na rachunkach w danym okresie (*reserves targets*) i miały obowiązek dotrzymać tej deklaracji, w zamian za to otrzymywały od Banku Anglii odsetki od zadeklarowanej kwoty. Środki nadwyżkowe nie były oprocentowane.

Tabela 1. Podstawowe wielkości monetarne związane z polityką pieniężną Banku Anglii (dane na koniec kwartału)

	<i>Bank rate</i> (% pa)	Docelowa wartość APF (mld funtów)	M0/PKB	Mnożnik M1/M0	Kwartalny przyrost M0
I 2007	5,25	-	0,19	13,10	-
II 2007	5,50	-	0,19	13,30	1,5%
III 2007	5,75	-	0,20	12,90	7,3%
IV 2007	5,50	-	0,20	12,70	4,4%
I 2008	5,25	-	0,20	13,90	1,0%
II 2008	5,00	-	0,21	13,10	5,2%
III 2008	5,00	-	0,22	12,20	5,4%
IV 2008	2,00	-	0,27	10,30	20,8%
I 2009	0,50	75	0,27	11,20	-5,2%
II 2009	0,50	125	0,44	6,60	64,2%
III 2009	0,50	175	0,57	5,10	30,3%
IV 2009	0,50	200	0,57	5,20	1,6%

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Banku Anglii i Office for National Statistics.

W reakcji na zawirowania na rynkach finansowych bank nie tylko obniżał oficjalną stopę procentową, czy przeprowadzał operacje długo- i krótkoterminowe, zarówno o charakterze dostrajającym, jak i strukturalnym. Oprócz tych operacji Bank Anglii podjął szereg działań nowych i nadzwyczajnych:

1. objął oprocentowaniem wszystkie środki utrzymywane na rachunkach w postaci pieniądza rezerwowego;

2. wprowadził jednodniowe operacje depozytowo-kredytowe (*operational standing facilities*), tzn. depozyt O/N i kredyt O/N;

3. zwiększył wielkość, częstotliwość i zakres dopuszczonych jako zabezpieczenie instrumentów finansowych w ramach długoterminowych operacji otwartego rynku;

4. wprowadził specjalny program dostarczania płynności (*special liquidity scheme*), w ramach którego umożliwił bankom komercyjnym i kasom oszczędnościowo-budowlanym (*building societies*) zawieranie transakcji swapowych, w których podmioty te mogły pozyskiwać bony skarbowe, w zamian za inne instrumenty finansowe (w szczególności papiery wartościowe zabezpieczone hipotecznie);

5. wprowadził okno dyskontowe (*discount window facility*), w którym uprawnione podmioty mogą pożyczać obligacje skarbowe na terminy od 30 do 364 dni;

6. udostępnił pożyczki w dolarach amerykańskich (dolary pozyskiwał w transakcjach swapowych z Systemem Rezerwy Federalnej)¹⁶.

¹⁶ Bank of England, *Quarterly bulletin*, Bank of England, 2008 Q4, vol. 48 no. 4, s. 373, <http://www.bankofengland.co.uk/markets/balancesheet/index.htm> (dostęp: 1.04.2010).

Polityka pompowania płynności przez Bank Anglii została wprowadzona z początkiem 2009 r.¹⁷ Deklarowanym przez bank celem jest zwiększenie płynności w sektorze bankowym oraz w niektórych obszarach rynku finansowego, a przez to umożliwienie i ułatwienie dostępności kredytu w gospodarce. Organ decyzyjny banku w sprawach polityki pieniężnej, Komitet Polityki Pieniężnej (*Monetary Policy Committee* – MPC), został upoważniony do ustalania docelowej wielkości aktywów nabywanych w drodze ekspansji monetarnej. Instrumentem prowadzenia tej polityki jest program skupu aktywów finansowych (*Asset Purchase Facility* – APF). Do celów dokonywania operacji w ramach APF powołana została spółka specjalnego przeznaczenia Bank of England Asset Purchase Facility Fund Ltd (BEAPFF)¹⁸. Na mocy porozumień z Ministerstwem Skarbu fundusz ten otrzymał pełne gwarancje rządowe (z drugiej strony wszelkie wypracowane zyski mają zasilić budżet państwa). W początkowym etapie funkcjonowania fundusz był zasilany środkami pochodzącymi z pożyczek udzielanych bankowi przez Ministerstwo Finansów, środki te były następnie pożyczane funduszowi. Od czerwca 2009 r. fundusz był zasilany wyłącznie pożyczkami Banku Anglii tworzonymi przez kreację pieniądza rezerwowego banku centralnego. Pożyczki te są oprocentowane na poziomie oficjalnej stopy procentowej. Bank dokonuje transakcji w ten sposób, że działa jako agent funduszu. Transakcje przeprowadzane są w trybie aukcyjnym.

Polityka pompowania płynności skierowana jest na zakup instrumentów finansowych: rządowych, banków, przedsiębiorstw. W jej ramach Bank Anglii uruchomił następujące programy:

1. Program skupu obligacji skarbowych (*gilts*) – przedmiotem transakcji są tradycyjne (*conventional*) średnio- i długoterminowe obligacje rządu brytyjskiego.

2. Program skupu papierów komercyjnych (*commercial paper facility*) – przedmiotem są posiadające rating inwestycyjny papiery komercyjne, bank dokonuje zakupów zarówno na rynku pierwotnym, jak i wtórnym.

3. Program skupu obligacji przedsiębiorstw (*corporate bond secondary market scheme*) – nabywane są obligacje wyemitowane przez przedsiębiorstwa, transakcje dokonywane są wyłącznie na rynku wtórnym.

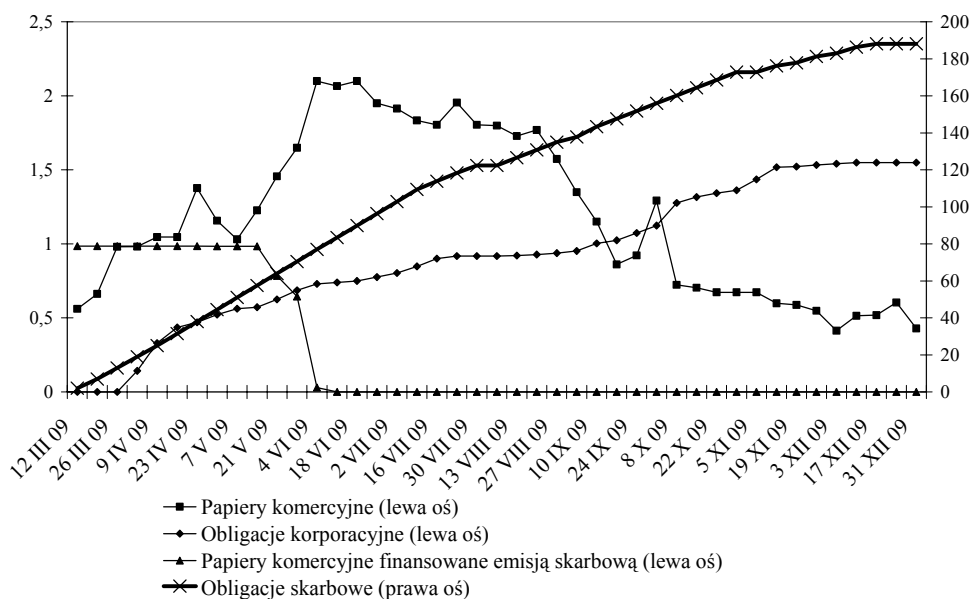
Ponadto bank rozważał wprowadzenie w 2010 r.: (1) programu skupu papierów komercyjnych zabezpieczonych na aktywach (*secured commercial paper facility*); (2) programu wsparcia finansowego kapitału obrotowego dla dostawców pracujących dla firm posiadających rating inwestycyjny (*supply chain finance facility*);

¹⁷ Prezes Banku Anglii ogłosił wprowadzenie polityki pompowania płynności 19 stycznia 2009 r., a pierwsze zakupy papierów wartościowych przeprowadzono w marcu tegoż roku. S. Berry i inni, *Quantitative...*, dz. cyt., s. 94.

¹⁸ Bank Anglii objął w niej 100 akcji zwykłych (o wartości 1 funta angielskiego każda) i w ten sposób stał się jedynym jej właścicielem. Bank of England, *Annual report 2009*, Bank of England 2009, s. 71, 89, <http://www.bankofengland.co.uk/publications/annualreport/index.htm>.

(3) programu skupu obligacji banków wyemitowanych przez nie w ramach rządowego programu pomocy sektorowi bankowemu (*HMG's credit guarantee scheme*).

W 2009 r. fundusz BEAPFF nabywał: obligacje skarbowe, papiery komercyjne i obligacje komercyjne (szczegółowe dane są przedstawione na rysunku 2). Do początku czerwca część papierów komercyjnych była finansowana przychodami z emisji skarbowych papierów wartościowych. Pozostałe transakcje były finansowane pożyczkami udzielanymi przez Bank Anglii.



Rys. 2. Aktywa finansowe nabywane w ramach programu APF w 2009 r. (w mld funtów)

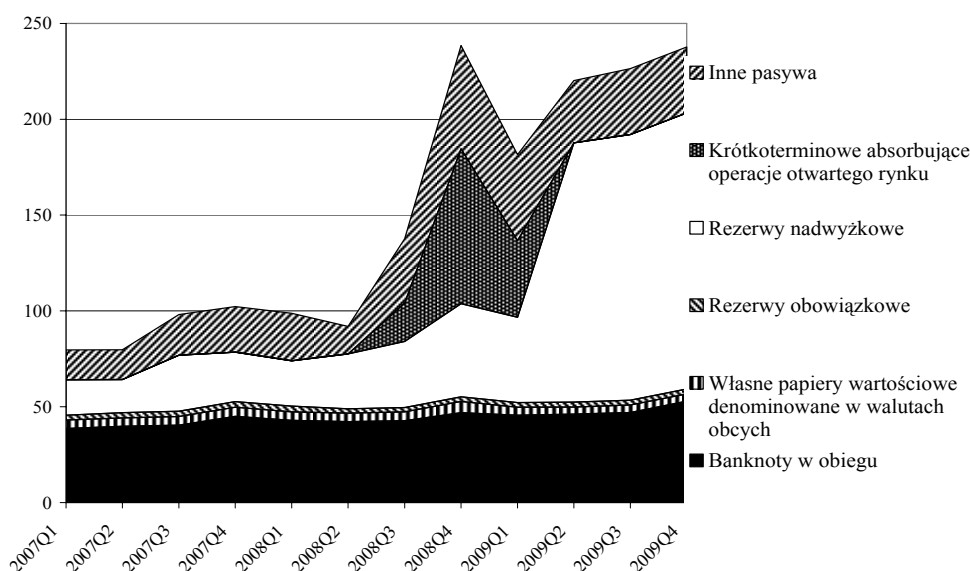
Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Banku Anglii.

Komitet Polityki Pieniężnej czterokrotnie podnosił docelową wartość APF, która ostatecznie osiągnęła poziom 200 mld funtów (tabela 1). Faktyczna wartość papierów wartościowych zakupionych w ramach APF na koniec grudnia 2009 r. wynosiła 190 mld funtów. Prywatne papiery wartościowe stanowiły jedynie ok. 1% tej kwoty, natomiast 99% to obligacje skarbowe. W początkowych okresach funkcjonowania programu BEAPFF nabywał stosunkowo więcej papierów komercyjnych niż obligacji korporacyjnych. Jednak od czerwca pula posiadanych krótkoterminowych papierów przedsiębiorstw nieznacznie, ale systematycznie malała, a rosła – papierów długoterminowych (na koniec 2009 r. wartości te wynosiły odpowiednio 0,4 mld funtów i 1,5 mld funtów).

Istotą polityki pompowania płynności jest ekspansja pieniądza banku centralnego. W II kwartale 2009 r. wzrost ilości pieniądza mierzonego bazą monetarną (banknoty w obiegu i rezerwy banków komercyjnych w banku centralnym) w sto-

sunku do I kwartału 2009 r. wyniósł ok. 65%, w następnym kwartale nastąpił dalszy przyrost o ok. 30% (tabela 1). Od czasu wprowadzenia polityki pompowania płynności w sposób znaczny zmieniły się miary M0/PKB i M1/M0. Ilość pieniądza banku centralnego w stosunku do PKB wzrosła w tym okresie o ponad 110%, nie przełożyło się to jednak na istotny wzrost podaży pieniądza w gospodarce (mnożnik kreacji pieniądza obniżył się o ponad 50%).

Struktura bilansu Banku Anglii odzwierciedla zmiany w prowadzeniu polityki pieniężnej. Od II kwartału 2007 r. następuje wzrost sumy bilansowej Banku Anglii, jednak proces ten nabiera znaczącego przyspieszenia od II kwartału 2008 r. (rysunki 3 i 4).

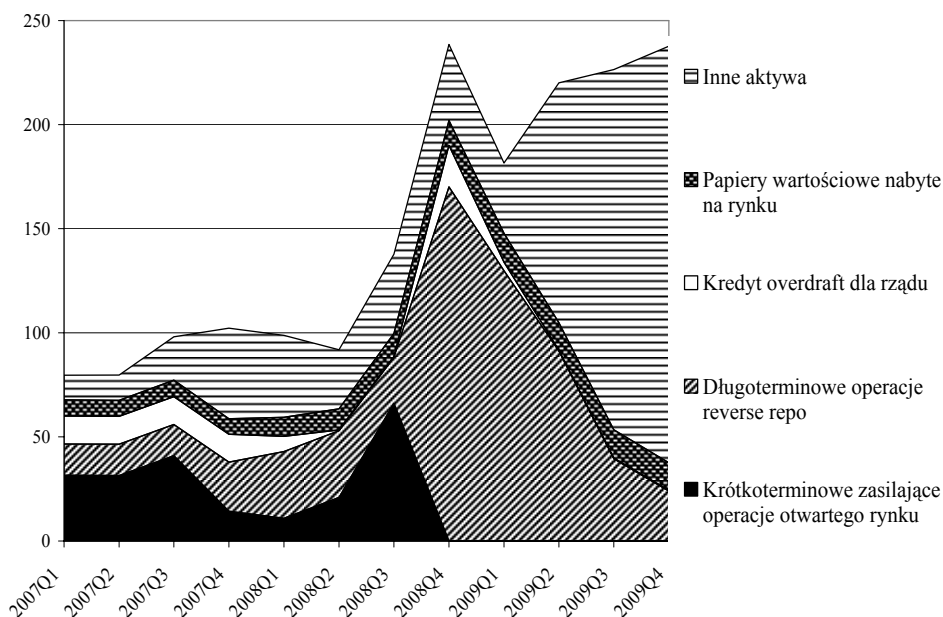


Rys. 3. Pasywa Banku Anglii (dane na ostatnią środę kwartału – w mld funtów)

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Banku Anglii.

W okresie II kwartał 2008 – I kwartał 2009 r. bank prowadził politykę pieniężną w oparciu o krótko- i długoterminowe operacje otwartego rynku (zarówno zasilaające, jak i absorbujące) oraz udzielał kredytów w dolarach amerykańskich ze środków pozyskanych z Fed (w bilansie zapisane jest to odpowiednio w pozycjach: „Inne aktywa” i „Inne pasywa”).

Wprowadzenie od II kwartału 2009 r. polityki pompowania płynności powoduje zmniejszanie wartości pozycji bilansu Banku Anglii związanych z tradycyjną polityką pieniężną (rysunki 3 i 4). Bank wycofuje się z operacji otwartego rynku na rzecz finansowania funduszu BEAPFF. Pożyczki dla funduszu są klasyfikowane do kategorii „Inne aktywa”. Natomiast wyemitowany z tego tytułu pieniądz banku centralnego zwiększa „rezerwy nadwyżkowe”.



Rys. 4. Aktywa Banku Anglii (dane na ostatnią środę kwartału – w mld funtów)

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Banku Anglii.

Z przedstawionych danych i rysunków wynika, że nadzwyczajne łagodzenie polityki pieniężnej Banku Anglii, a w szczególności uruchomienie polityki pompowania płynności oznaczało fundamentalne zmiany w strukturze jego bilansu.

5. Podsumowanie

Wydaje się, że polityka pompowania płynności jest jedynym sposobem prowadzenia polityki pieniężnej w okresie, kiedy stopy procentowe banku centralnego są bliskie zera, a władza monetarna chce uniknąć deflacji i stymulować gospodarkę. W marcu 2009 r. Bank Anglii uruchomił politykę pompowania płynności jako program skupu aktywów finansowych (APF). Do końca grudnia 2009 r. w ramach programu nabyto obligacje skarbowe, papiery komercyjne i obligacje korporacyjne za niemalże 200 mld funtów (z czego 99% to zakupy skarbowych papierów wartościowych). W analizowanym okresie polityka Banku Anglii nie przyczyniła się do znacznego wzrostu podaży pieniądza w gospodarce. Jednak – w szczególności w kontekście problemu opóźnień w polityce pieniężnej – otwarta pozostaje kwestia oddziaływania długoterminowego, tzn. ryzyka przejścia od stanu deflacji do rosnącej inflacji¹⁹.

¹⁹ A. Rzońca, *Stopy procentowe banku centralnego bliskie zera a ryzyko wystąpienia deflacji*, cz. 2, „Bank i Kredyt” 2004, nr 4, s. 36–38.

Literatura

1. Bank Anglii: www.bankofengland.co.uk.
2. Bank of England, *Annual report 2009*, Bank of England 2009, <http://www.bankofengland.co.uk/publications/annualreport/index.htm>.
3. Bank of England, *Quarterly bulletin*, Bank of England 2008 Q4, vol. 48 no. 4.
4. Borio C., Disyatat P., *Unconventional monetary policies: An appraisal*, BIS Working Papers, no. 292, 2009.
5. Brown G., *The new monetary policy framework*, list Ministra Finansów do Prezesa Banku Anglii, 6.05.1997, <http://www.bankofengland.co.uk/monetarypolicy/pdf/chancellorletter970506.pdf>.
6. Clouse J.A. i inni, *Monetary policy when the nominal short-term interest rate is zero*, FED's Working Paper, no. 00-51, 2003, <http://ssrn.com/abstract=253068>.
7. Coenen G., Wieland V., *The zero-interest-rate bound and the role of the exchange rate for monetary policy in Japan*, „Journal of Monetary Economics” 2003, no. 50 (5).
8. Dale S., *QE – one year on*, Remarks at the CIMF and MMF conference, *New instruments of monetary policy: The challenges*, Cambridge, 12.03.2010, <http://www.bankofengland.co.uk/publications/news/2010/027.htm>.
9. Dale S., *Tough times, unconventional measures*, Remarks at the association of British insurers economics and research conference, London, 27.03.2009, <http://www.bankofengland.co.uk/publications/news/2009/029.htm>.
10. Klyuev V., Imus Ph. de, Srinivasan K., *Unconventional choices for unconventional times: Credit and quantitative easing in advanced economies*, IMF Staff Position Note, no. SPN/09/27, 2009.
11. *Mechanizm transmisji impulsów polityki pieniężnej: przegląd głównych teorii oraz specyfikacja transmisji w Polsce*, red. R. Kokoszcyński, Materiały i Studia, nr 91, Narodowy Bank Polski, Warszawa 1999.
12. Office for National Statistics: www.statistics.gov.uk.
13. Rzońca A., *Stopy procentowe banku centralnego bliskie zera a ryzyko wystąpienia deflacji*, cz. 1, „Bank i Kredyt” 2004, nr 3.
14. Rzońca A., *Stopy procentowe banku centralnego bliskie zera a ryzyko wystąpienia deflacji*, cz. 2, „Bank i Kredyt” 2004, nr 4.
15. Taylor J.B., *Discretion versus policy rules in practice*, Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy, no. 39, 1993.
16. Wieland V., *Quantitative easing: A rationale and some evidence from Japan*, NBER Working Paper Series, no. 15565, 2009.

QUANTITATIVE EASING – REASONS FOR INTRODUCTION AND BANK OF ENGLAND EXPERIENCE

Summary: In response to the latest global financial crisis some of the major central banks reduced official interest rates to a near-zero level. When the traditional way of conducting monetary policy ceased to influence the economy, some banks introduced unconventional monetary policies called quantitative easing. The aim of this article is to study basic theoretical aspects of this kind of monetary policy as well as recent experience of the Bank of England.