

MOŻLIWOŚCI STYMULOWANIA GOSPODARKI I SEKTORA BANKOWEGO PRZEZ INSTRUMENT LUZOWANIA ILOŚCIOWEGO QE

SYGN. WIB PAB 9/2021



Raport opracowany na zlecenie Programu Analityczno-Badawczego
Fundacji Warszawski Instytut Bankowości

Kraków, 30 marca 2021 r.

WIB | PROGRAM
ANALITYCZNO
BADAWCZY

O Raporcie

Raport **Możliwości stymulowania gospodarki i sektora bankowego przez instrument luzowania ilościowego QE** został opracowany na zlecenie Programu Analityczno-Badawczego Fundacji Warszawski Instytut Bankowości

Autorzy:

Raport przygotowany przez zespół w składzie:

Prof. dr hab. Jan Czekaj

pracuje jako profesor zwyczajny w Katedrze Rynków Finansowych Uniwersytetu Ekonomicznego w Krakowie. W przeszłości był między innymi członkiem Rady Polityki Pieniężnej, Podsekretarzem Stanu w Ministerstwie Przekształceń Własnościowych oraz w Ministerstwie Finansów, członkiem Rady Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie, a także zastępcą przewodniczącego Komisji Nadzoru Bankowego oraz Komisji Nadzoru Ubezpieczeń i Funduszy Emerytalnych. Jest autorem, współautorem lub redaktorem wielu książek, artykułów naukowych oraz publikacji i komentarzy w prasie specjalistycznej. Jego zainteresowania naukowe koncentrują się na problematyce polityki pieniężnej, makroekonomicznych uwarunkowań rynków finansowych, rynku długu, rynku funduszy inwestycyjnych, efektywności informacyjnej giełdowego rynku akcji oraz zarządzania finansami przedsiębiorstw.

dr Maciej Bolisęga

jest doktorem nauk społecznych w dyscyplinie ekonomia i finanse oraz adiunktem w Katedrze Rynków Finansowych na Uniwersytecie Ekonomicznym w Krakowie. W swojej pracy naukowej koncentruje się na polityce pieniężnej oraz interakcjach zachodzących pomiędzy sferą realnej gospodarki a systemem finansowym. Poza działalnością naukową, pracuje także jako ekonomista w Banku Inwestycyjnym UBS, gdzie jest odpowiedzialny za sporządzanie prognoz makroekonomicznych gospodarki Stanów Zjednoczonych.

dr Paweł Oleksy

jest adiunktem w Katedrze Rynków Finansowych Uniwersytetu Ekonomicznego w Krakowie, absolwentem studiów doktoranckich w Szkole Głównej Handlowej, byłym stypendystą DAAD na uniwersytecie we Freiburgu. W swojej działalności naukowej koncentruje się na problematyce funkcjonowania rynków i instytucji finansowych, finansowania rynku nieruchomości, inwestycji alternatywnych oraz procesów finansjalizacyjnych zachodzących w gospodarce. Jest autorem i recenzentem licznych prac naukowych oraz uczestnikiem krajowych i międzynarodowych projektów naukowo-badawczych. Posiada także bogate doświadczenie zawodowe zdobyte w sektorze przedsiębiorstw (w tym w organach nadzorczych), a także w organach kolegialnych UEK.



O Programie

Program Analityczno-Badawczy przy Fundacji WIB powstał w 2019 roku jako odpowiedź na potrzeby sektora bankowego w zakresie analizy zjawisk, tworzenia opracowań i porządkowania wiedzy w obszarach cyberbezpieczeństwa i nowych technologii, a także szeroko rozumianego otoczenia sektora bankowego, kształtującego warunki działania banków w Polsce. Prace analityczno-badawcze w ramach programu realizowane są pod kątem możliwości praktycznego wykorzystania ich wyników w celu rozwoju sektora bankowego, podnoszenia poziomu bezpieczeństwa usług oraz kreowania wartości dla klientów bankowości. PAB WIB kładzie duży nacisk na rozwój współpracy ze środowiskami akademickimi i eksperckimi, poszukując synergii w zakresie zainteresowań badawczych autorów oraz potrzeb rozwojowych sektora bankowego.

W ramach programu realizowane są analizy i badania w następujących obszarach:

-  **Nowe technologie i cyberbezpieczeństwo**
-  **Zdolność banków do finansowania gospodarki**
-  **Bankowość spółdzielcza**
-  **Rynek nieruchomości**
-  **Zielony ład i finansowanie energetyki odnawialnej**
-  **Finansowanie projektów innowacyjnych**

Więcej na temat działalności programu na stronie www.pab.wib.org.pl

Kontakt:

dr Andrzej Banasiak
Koordynator Programu
m: 696 405 104
e: abanasiak@wib.org.pl

Jacek Gieorgica
m: 603 626 254
e: jgieorgica@wib.org.pl

Warszawski Instytut Bankowości
00-394 Warszawa, ul. Solec 38, lok 104
t: (22) 182 31 70
e: pab@wib.org.pl

Agnieszka Nierodka
m: 607 484 391
e: anierodka@wib.org.pl

dr Tomasz Pawlonka
m: 505 917 778
e: tpawlonka@wib.org.pl



Spis treści

	Streszczenie kierownicze	5
	ROZDZIAŁ I. Ewolucja polityki monetarnej: od polityki konwencjonalnej do niekonwencjonalnej	7
	1.1. Klasyczny model polityki monetarnej	8
	1.2. Niekonwencjonalna polityka pieniężna	9
	ROZDZIAŁ II. Doświadczenia krajów rozwiniętych w stosowaniu luzowania ilościowego (QE)	12
	2.1. Doświadczenia wybranych banków centralnych w stosowaniu QE	13
	2.1.1. Działania Banku Japonii	13
	2.1.2. Działania Systemu Rezerwy Federalnej FED	15
	2.1.3. Działania EBC	17
	2.2. Działania pozostałych banków centralnych w 2020 roku	21
	2.3. Ocena skuteczności polityki luzowania ilościowego	23
	ROZDZIAŁ III. Luzowanie ilościowe w Polsce	25
	3.1. Polityka pieniężna w okresie poprzedzającym pandemię Covid-19	26
	3.2. Niekonwencjonalna polityka pieniężna w okresie pandemii	27
	3.2.1. Środowisko niskich stóp procentowych	27
	3.2.2. Operacje skupu aktywów realizowane przez NBP	28
	3.2.3. Specyfika QE w Polsce	33
	3.3. Skutki niekonwencjonalnych działań podejmowanych przez NBP	35
	3.4. Luzowanie ilościowe a możliwości finansowania strategicznych programów gospodarczych w Polsce	38
	ROZDZIAŁ IV. Wpływ niekonwencjonalnej polityki monetarnej na rozwój akcji kredytowej sektora bankowego	40
	4.1. Doświadczenia krajów rozwiniętych	41
	4.2. Sytuacja na rynku kredytów i depozytów w Polsce w okresie pandemii	43
	4.3. Ocena skuteczności QE w stymulowaniu akcji kredytowej	45
	ROZDZIAŁ V. Wnioski i rekomendacje dotyczące stosowania QE w Polsce	46
	Bibliografia	49



Streszczenie kierownicze

Niekonwencjonalna polityka pieniężna to polityka, w której klasyczne narzędzia monetarne wykorzystywane są w niekonwencjonalny sposób; ogólnie ujmując, polega ona na stosowaniu niskich (zerowych, bliskich zera lub ujemnych) stóp procentowych oraz skupowaniu na masową skalę instrumentów finansowych (w ramach luzowania ilościowego – QE).

W warunkach niekonwencjonalnej polityki cel inflacyjny przestaje być jedynym czy nawet najważniejszym celem polityki pieniężnej – równie ważnymi celami tej polityki stają się: wzrost gospodarczy, bezrobocie oraz wspomaganie budżetu państwa.

Formalnie, podstawowym celem QE jest oddziaływanie na poziom stóp procentowych od transakcji kredytowych o dłuższych terminach zapadalności, czyli kształtowanie nachylenia krzywej dochodowości. W praktyce, faktycznym celem operacji QE jest przede wszystkim wspomaganie sektora finansów publicznych poprzez dodatkowy popyt na rządowe papiery wartościowe.

Przedmiotem skupu aktywów w ramach QE są przede wszystkim instrumenty dłużne (obligacje skarbowe, papiery wartościowe, zabezpieczone hipotecznie – MBS, obligacje korporacyjne); jak pokazuje przykład Japonii przedmiotem skupu bywają też instrumenty udziałowe (w 2020 r. udział Banku Japonii w kapitalizacji rynku ETF wynosił ok. 75%, a w rynku akcji (JREIT) – ok. 10%).

Doświadczenia międzynarodowe wskazują, że QE przyczynia się do poprawy płynności w sektorze bankowym i stabilizacji systemu finansowego w przypadku wystąpienia szoku, nie przekłada się natomiast na oczekiwany wzrost akcji kredytowej banków,

Nadmierna podaż rezerw oraz niskie stopy procentowe mogą prowadzić do powstania baniek spekulacyjnych na rynkach aktywów finansowych (np. akcji) oraz rzeczowych (np. na rynku nieruchomości).

Nadmierne zaangażowanie banku centralnego na rynku długu lub na rynku instrumentów udziałowych, przyczynia się do osłabienia mechanizmów rynkowych i zniekształcenia procesów rynkowej wyceny instrumentów finansowych.

Luzowanie ilościowe w Polsce zostało zainicjowane w warunkach istniejącej nadpłynności w sektorze bankowym, prowadząc do dalszego wzrostu jej wielkości (tj. z poziomu 120 mld zł przed pandemią do 220 mld zł w lutym 2021 r.); wysoka płynność w sektorze bankowym ułatwia utrzymywanie stóp procentowych na niskim poziomie.

W Polsce program QE był realizowany w warunkach funkcjonowania podatku bankowego, którego konstrukcja motywuje instytucje bankowe do nabywania obligacji skarbowych kosztem akcji kredytowej dla podmiotów sfery realnej, co jest automatycznie elementem osłabiającym siłę impulsu monetarnego, kierowanego na rynek kredytowy za pośrednictwem QE,

Przedmiotem skupu aktywów w ramach operacji typu outright realizowanym przez NBP były wyłącznie instrumenty dłużne emitowane przez skarb państwa lub objęte gwarancjami skarbu państwa, a emitowane przez podmioty będące w pełni zależne od skarbu państwa (PFR i BGK), którym zostały powierzone zadania wsparcia działań rządu w walce z ekonomicznymi skutkami pandemii.

Skup polskich aktywów o okresach zapadalności mieszczących się w przedziale od około 1 roku do 10 lat przyczynił się do okresowego obniżenia rentowności rynkowych obligacji skarbowych i wypłaszczenia krzywej dochodowości (rentowność 10-letnich obligacji spadła w okresie marzec 2020 – styczeń 2021 o niemal 120 punktów bazowych do poziomu 1,136% w dniu 27 stycznia 2021 r., choć zaznaczyć należy, że w lutym 2021 r. trend spadkowy uległ okresowemu odwróceniu, prowadząc do wzrostu rentowności tych obligacji do poziomu 1.64% według stanu na dzień 05 marca 2021 r.).

W praktyce, faktycznym celem programu QE w Polsce było przede wszystkim dostarczenie – za pośrednictwem sektora bankowego – środków pieniężnych dla finansowania bieżących potrzeb budżetu, zarówno tych związanych ze zwalczaniem skutków pandemii (np. sfinansowanie zwiększonych wydatków ZUS), jak i tych o charakterze stymulacyjnym (np. Rządowy Fundusz Inwestycji Lokalnych).



W sensie ekonomicznym operacje QE realizowane przez NBP były formą monetyzacji krajowego długu publicznego, przy czym realizowaną pośrednio, bo z wykorzystaniem podmiotów trzecich (w tym PFR, BGK) i mechanizmu transferu środków zapewniającego zgodność formalną operacji z obowiązującymi przepisami prawa w zakresie dopuszczalnych limitów zadłużenia państwa.

Dystrybuowanie części środków publicznych dostarczonych do polskiej gospodarki w następstwie działań QE odbywało się w warunkach ograniczonej transparentności prowadzonych działań i braku kontroli społecznej (np. wydatki PFR) oraz niejasnych i wątpliwych ekonomicznie oraz etycznie zasad podziału środków (np. Rządowy Fundusz Inwestycji Lokalnych), przez co udział banku centralnego w tym mechanizmie – poprzez QE – należy traktować jako przejaw braku należytej troski o przejrzystość i efektywność finansów publicznych oraz przyczynek do zniekształcenia obrazu zadłużenia państwa.

W okresie luzowania ilościowego polityka komunikacyjna NBP była – poprzez brak wdrożenia formuły forward guidance oraz rezygnację z przeprowadzania konferencji prasowych po posiedzeniach Rady

Polityki Pieniężnej, dających możliwość prowadzenia dyskusji czy zadawania pytań – bardzo ograniczona, przez co była źle oceniana przez rynek i stała w wyraźnej kontrapozycji do standardów działania władz innych banków centralnych, zwłaszcza krajów rozwiniętych.

W razie zaistnienia takiej potrzeby realizacja programu QE w Polsce mogłaby stanowić istotny element struktury popytu na krajowym rynku finansowym. Popyt ten mógłby być ukierunkowany na absorpcję zwiększonej podaży dłużnych papierów wartościowych związanej między innymi z finansowaniem strategicznych projektów inwestycyjnych (np. Zielony Ład) lub zwiększonych potrzeb sektora bankowego (np. MREL). Działania banku centralnego w tym zakresie wymagałyby jednak zapewnienia pełnej transparentności finansowanych z tego źródła działań, zaliczenia finansowanego długu do obowiązujących limitów zadłużenia państwa, zapewnienia równości opodatkowania podatkiem bankowym instrumentów finansowych objętych programem skupu aktywów oraz zapewnienia pełnej kontroli społecznej (na poziomie parlamentu) nad procesem wydatkowania środków. Bez spełnienia tych wymogów, realizacja QE w Polsce może zagrozić stabilności systemu finansowego.



Ewolucja polityki monetarnej: od polityki konwencjonalnej do niekonwencjonalnej



1.1. Klasyczny model polityki monetarnej

Klasyczny model polityki monetarnej, to model oparty na założeniach nowej ekonomii klasycznej, wypracowany w latach 80. i 90. ubiegłego wieku oraz wdrażany do praktyki w wielu krajach od początku lat 90. Najważniejszym założeniem tego modelu było założenie mówiące o tym, że jedynym celem banków centralnych powinno być utrzymanie inflacji na pożądanym poziomie. Uznanie konieczności koncentracji banków centralnych na celu inflacyjnym wynikało z negatywnych doświadczeń związanych z podwyższoną inflacją, jaka wystąpiła w gospodarce światowej od połowy lat 60. do połowy lat 80. ubiegłego wieku. Na gruncie teoretycznym uznano i przyjęto w rozwiązaniach instytucjonalnych wdrażanych w latach 90., że jedynie banki centralne posiadają odpowiednie kompetencje i narzędzia pozwalające im skutecznie sprawować kontrolę nad procesami inflacyjnymi w gospodarce.

Ponieważ równocześnie uznano, że głównym źródłem podwyższonej inflacji jest nierównowaga sektora finansów publicznych, toteż pod adresem rozwiązań systemowych sformułowano dwa istotne postulaty:

- o niezależności banków centralnych,
- o zakazie finansowania potrzeb pożyczkowych rządów kredytami udzielanymi przez banki centralne.

Uniezależnienie banków centralnych od władz politycznych oparte było na założeniu, że władze polityczne kraju, ze względu na interesy wyborcze, nie są w stanie prowadzić długookresowej polityki antyinflacyjnej. Niezależność banku centralnego miała zatem na celu uniezależnienie decyzji z zakresu polityki pieniężnej od władz politycznych, które wykazują większą skłonność do manipulowania zmiennymi makroekonomicznymi w celu uzyskania korzystnych wskaźników ekonomicznych, zwłaszcza w czasie kampanii wyborczych. Ta skłonność polityków z kolei uniemożliwia prowadzenie takiej polityki makroekonomicznej, która stabilizowałaby inflację oraz tempo wzrostu PKB w długim okresie. Tymczasem stabilizacja tempa wzrostu PKB wokół tempa potencjalnego oraz inflacji wokół celu inflacyjnego jest przejawem stabilizacji makroekonomicznej i w konsekwencji może prowadzić do wyższego tempa wzrostu PKB w dłuższym okresie. Przyjęto, że niezależny bank centralny, uwolniony od nacisków politycznych, jest zdolny do prowadzenia takiej optymalnej polityki makroekonomicznej. Zakładano ponadto, że niezależny bank centralny będzie w stanie nie tylko skutecznie utrzymywać inflację na pożądanym poziomie, ale także być swego rodzaju instytucją przeciwdziałającą negatywnym skutkom zbyt luźnej polityki fiskalnej, gdyż w warunkach nierównowagi w sektorze finansów

publicznych może zaostrzyć politykę pieniężną, przywracając ogólną równowagę makroekonomiczną lub przynajmniej ograniczyć skalę nierównowagi.

Drugim istotnym rozwiązaniem był zakaz finansowania deficytów sektora publicznego kredytami banków centralnych. Pomijając nawet pogląd, nieobcy znacznej części ekonomistów nurtu klasycznego, że każdy deficyt budżetowy jest szkodliwy, warto podkreślić, że istotny jest nie tylko poziom deficytu budżetowego, ale także sposób jego finansowania. Dług publiczny finansowany za pomocą kredytu zaciągniętego przez rząd na rynkach finansowych nie powinien zasadniczo prowadzić do destabilizacji makroekonomicznej, gdyż dług ten jest w tych warunkach finansowany oszczędnościami sektora prywatnego i nie ma charakteru proinflacyjnego, chociaż mogą się pojawić negatywne makroekonomiczne skutki deficytu w postaci tzw. efektu wypychania, który może wpływać negatywnie na tempo wzrostu PKB. Finansowanie deficytu budżetowego kredytem banku centralnego rodzi natomiast niebezpieczeństwo takiej destabilizacji, gdyż oznacza, że źródłem tego finansowania jest dodatkowa emisja pieniądza, co może rodzić presję inflacyjną w gospodarce, a w konsekwencji prowadzić do podwyższonej inflacji, a nawet, w skrajnych przypadkach, do hiperinflacji.

Te dwa rozwiązania instytucjonalne tworzyły odpowiednie warunki do koncentracji banku centralnego na kontrolowaniu inflacji, która została uznana za najważniejszy, a w najbardziej ortodoksyjnej formie – za jedyny cel banku centralnego, chociaż w praktyce w tak skrajnej formie polityka pieniężna raczej nie była prowadzona. Strategią polityki pieniężnej, w której bank centralny koncentruje się wyłącznie czy głównie na kontrolowaniu inflacji jest tzw. strategia bezpośredniego celu inflacyjnego. B. Bernanke et al. (2018, s. 1-3) definiują strategię bezpośredniego celu inflacyjnego jako „... ramy dla polityki pieniężnej charakteryzujące się publicznym ogłaszaniem ilościowego celu inflacyjnego (lub celów) na jeden lub kilka okresów i wyraźnym uznaniem, że niska i stabilna inflacja jest głównym długookresowym celem. Do innych ważnych cech polityki BCI należy komunikowanie społeczeństwu planów i celów władz monetarnych oraz mechanizmów, które mają na celu uzyskanie wiarygodności władz monetarnych w dążeniu do osiągnięcia tych celów”.

Strategia bezpośredniego celu inflacyjnego zakłada, że głównym narzędziem oddziaływania banku centralnego jest polityka stóp procentowych, a konkretnie polityka, której celem jest ukształtowanie na pożądanym (spójnym z realizacją celu inflacyjnego) poziomie krótkoterminowych stóp procentowych na rynku międzybankowym. Bank centralny oddziałuje



na krótkoterminowe stopy procentowe rynku międzybankowego (overnight) poprzez kształtowanie podaży pieniądza rezerwowego. Dla ograniczenia ryzyka banku centralnego operacje przeprowadzane przez bank centralny z reguły mają charakter operacji warunkowych, czyli zakupu (sprzedaży) bezpiecznych papierów wartościowych z przyrzeczeniem odkupu w określonym terminie. Inaczej mówiąc, w normalnych warunkach banki centralne prowadząc politykę pieniężną (konwencjonalną) nie zawierają zasadniczo transakcji bezwarunkowych, czyli kupna bądź sprzedaży papierów wartościowych emitowanych przez rządy, przedsiębiorstwa czy też inne podmioty. Transakcje te w istocie mają charakter krótkoterminowej pożyczki pod zastaw bezpiecznych papierów wartościowych (np. weksli skarbowych). Ponieważ krótkoterminowe stopy procentowe na rynku międzybankowym wyznaczają koszt pieniądza dla banków, toteż zakładano, że stopy te będą, za pośrednictwem odpowiedniego mechanizmu transmisji, wpływać także na stopy procentowe długoterminowe, a w ostateczności na popyt globalny, lukę PKB oraz inflację.

Polityka pieniężna prowadzona zgodnie z omówionymi wyżej zasadami zdawała się stanowić skuteczny mechanizm trwałego i zrównoważonego wzrostu gospodarki światowej, która przeżywała okres relatywnie szybkiego wzrostu oraz niskiej inflacji, nazywany w literaturze ekonomicznej okresem tzw. Great Moderation. Wielu ekonomistów uznało w związku z tym, że problemy stabilizacji makroekonomicznej zostały zasadniczo rzecz biorąc rozwiązane na gruncie teoretycznym – w praktyce pozostały nieistotne problemy „dostrajania” instrumentów tej polityki (Bernanke 2004).

Wydarzenia, jakie miały miejsce w latach 2007–2008, najpierw w USA, a potem we wszystkich głównych, wysokorozwiniętych gospodarkach świata, podważyły skuteczność przyjętych mechanizmów kształtowania polityki makroekonomicznej oraz wiarę w poprawność teoretycznych podstaw, na których były oparte. Wydaje się, że wypracowany pod koniec ubiegłego wieku mechanizm kształtowania polityki makroekonomicznej miał trzy zasadnicze wady:

- nie zapewniał, mimo sukcesów w stabilizowaniu inflacji na niskim poziomie, stabilizacji sektora bankowego czy szerzej – sektora finansowego,
- nie zapewniał właściwej transmisji impulsów polityki pieniężnej,
- stracił swoją skuteczność w sytuacji, gdy stopy procentowe zbliżyły się lub osiągnęły poziom zerowy, a nawet przyjęły ujemne wartości.

Te niesprawności narzucały konieczność przewartościowania podejścia do polityki pieniężnej, polegającego na zastosowaniu nowych instrumentów lub też odmiennego wykorzystania instrumentów stosowanych wcześniej. Te działania przyjęły nazwę niekonwencjonalnej (niestandardowej) polityki pieniężnej. Punktem odniesienia dla polityki niekonwencjonalnej jest omówiony wyżej mechanizm polityki monetarnej, który zdominował centralną bankowość w trakcie 20–25 lat przed wystąpieniem kryzysu światowego systemu finansowego.

1.2. Niekonwencjonalna polityka pieniężna

Zdefiniowanie pojęcia niekonwencjonalnej polityki pieniężnej, na pierwszy rzut oka łatwe, nastrocza jednak sporo trudności. Wydaje się, że poszczególni autorzy różnią się w kilku zasadniczych kwestiach, które mają decydujące znaczenie dla wyjaśnienia istoty oraz mechanizmu działania niekonwencjonalnej polityki pieniężnej.

Po pierwsze, nie ma zgodności poglądów co do tego, czy niekonwencjonalne narzędzia polityki pieniężnej są to narzędzia, które nie były wcześniej stosowane przez banki centralne, czy też są to narzędzia należące do uniwersalnego zbioru narzędzi polityki pieniężnej, które w tych specyficznych warunkach wykorzystywane są w sposób niekonwencjonalny.

Po drugie, rodzą się wątpliwości, czy niekonwencjonalna polityka pieniężna różni się od polityki konwencjonalnej tylko zestawem i sposobem wykorzystania narzędzi tej polityki, czy też mamy do czynienia także z przewartościowaniem celów polityki pieniężnej.

Pomijając w tym miejscu doświadczenia japońskie z ostatniej dekady XX wieku oraz pierwszej połowy pierwszej dekady tego wieku, niekonwencjonalne podejście do polityki pieniężnej banki centralne zaczęły wdrażać już w 2007 roku, gdy pojawiły się pierwsze przypadki bankructw instytucji finansowych i towarzyszące im objawy napięć na rynku międzybankowym. Swego rodzaju punktem krytycznym był upadek banku Lehman Brothers, który spowodował kryzys płynnościowy na rynku międzybankowym w wielu krajach. W tej sytuacji banki centralne podjęły działania mające na celu dostarczenie płynności na rynek międzybankowy. Oczywiście zasilanie banków komercyjnych w płynne środki przez bank centralny w okresie kryzysu płynnościowego (paniki bankowej) należy do konwencjonalnych narzędzi polityki pieniężnej. Jej zasady zostały sformułowane jeszcze w XIX wieku przez Waltera Bagehota i omówione w znanej pracy *Lombard Street: a discription of the money market* (Bagehot 1873).

Zmiany w zakresie zasilania sektora bankowego w płynność nie ograniczały się tylko do skali przeprowadzanych operacji płynnościowych. Niejako z konieczności poszerzono zakres instrumentów finansowych, które stanowiły zabezpieczenie operacji płynnościowych oraz wydłużono ich okres. Podkreślić należy także, że wsparcie to, zwłaszcza w USA, nie ograniczało się tylko do banków komercyjnych, ale objęło także inne podmioty sektora finansowego (banki inwestycyjne, firmy maklerskie, fundusze rynku pieniężnego). Uwzględniając jednak nawet te kwestie, możemy stwierdzić, że nadal były to klasyczne operacje zasilające gospodarkę w pieniądź rezerwową banku centralnego w celu przeciwdziałania załamaniu sektora finansowego z powodu braku wystarczającej ilości płynnych środków, co musiało by doprowadzić do mającego szeroki zasięg kryzysu niewypłacalności.

W kolejnych fazach kryzysu zasilanie sektora finansowego w pieniądź rezerwową ulegało zmianom. Operacje te miały na celu już nie tylko przeciwdziałanie brakom płynności w sektorze bankowym, ale także były nakierowane na realizację innych celów. Jak pisze L. Smaghi „niekonwencjonalne środki mogą być zdefiniowane jako narzędzia bezpośredniego oddziaływania na koszt oraz dostępność zewnętrznych funduszy dla banków, gospodarstw domowych oraz przedsiębiorstw niefinansowych” (Smaghi 2009, s. 3). Warto zwrócić uwagę, że cytowany autor, definiując istotę niekonwencjonalnej polityki pieniężnej, zwraca uwagę nie na jej narzędzia, ale na cele, które mają być osiągnięte za pomocą określonych narzędzi.

Podobnego zdania są C. Borio i P. Disyatat, którzy piszą, że „polityka banków centralnych w odpowiedzi na kryzys nie jest w istocie rzeczą polityką niekonwencjonalną. (...) Co więcej, raczej paradoksalnie, niektóre ze stosowanych narzędzi uważane byłyby jako kanoniczne w pracach naukowych na temat mechanizmu transmisji polityki monetarnej jeszcze w latach 60. i 70. ub. wieku, biorąc pod uwagę szczególne znaczenie, jakie polityka ta przypisywała strukturze bilansów sektora prywatnego” (Borio & Disyatat 2009, s. 1).

Również M. King stwierdza, że nazywanie polityką niekonwencjonalną działań podejmowanych przez banki centralne wynika z nieznamości historii. Zakup rządowych papierów wartościowych przez banki centralne należy do od dawna stosowanych narzędzi polityki monetarnej. Różnica dotyczy skali tych operacji (King 2016, s. 182).

Inaczej jednak do analizowanego problemu podchodzi J. C. Trichet, były prezes EBC. Jego zdaniem niekonwencjonalna polityka polega na realizowaniu tradycyjnych celów za pomocą odmiennych narzędzi

oddziaływania: „gdy nominalne stopy procentowe nie mogą być dalej obniżane, banki centralne używają innych narzędzi w celu takiego ukształtowania nastawienia w polityce pieniężnej, które w pożądanym sposób wpłynie na procesy ekonomiczne, finansowe i monetarne zapewniając utrzymanie stabilności cen” (Trichet 2013, s. 231). Rozwijając swoje stanowisko, cytowany autor podkreśla, że niestandardowe narzędzia polityki pieniężnej mają na celu zastąpienie (lub wsparcie) narzędzi konwencjonalnych w realizacji nadrzędnego celu polityki pieniężnej, jakim jest utrzymanie stabilnego poziomu cen (stabilnej inflacji) (Trichet 2013, s. 232). Z tym stanowiskiem trudno się jednak zgodzić. Łatwo jest bowiem wykazać, że w różnych fazach kryzysu cel inflacyjny schodził na dalszy plan, ustępując miejsca innym celom. Chociaż trzeba też zauważyć, że polityka banków centralnych w tym zakresie nie była jednolita. Szczególnie różnice te są widoczne w podejściu Fed i EBC. Amerykański bank centralny po obniżeniu 16 grudnia 2008 roku stopy funduszy federalnych do poziomu 0,00 – 0,25% utrzymywał ją na tym poziomie do 16 grudnia 2015 roku, mimo że w międzyczasie występowała podwyższona inflacja. Inną politykę w tym zakresie prowadził EBC. Polegała ona nie tylko na tym, że skala obniżek w roku 2008 była znacznie niższa (do 10 grudnia 2008 roku podstawowa stopa EBC wynosiła 3,25%), ale także i na tym, że w związku z przejściowym podwyższeniem inflacji w roku 2011 ECB zdecydował się na dwukrotne zwiększenie stopy procentowej. Można więc stwierdzić, że w okresie, w którym J. C. Trichet pełnił funkcję prezesa EBC polityka pieniężna była jednoznacznie podporządkowana realizacji celu inflacyjnego, do czego zresztą obliguje EBC obowiązujące prawo. Pozostałe, najważniejsze banki centralne świata (Fed, Bank of Japan, Bank of England) nie były już tak zdeterminowane w realizacji celu inflacyjnego, a i sam EBC także przeszedł istotną ewolucję w tym zakresie po zmianie prezesa, którym od 1 listopada 2011 roku został włoski ekonomista Mario Draghi. Podstawowa stopa procentowa EBC została obniżona już 9 listopada 2011 roku. Kolejne obniżki przeprowadzono 14 grudnia 2011 roku, 11 czerwca 2012 roku, 8 maja i 13 listopada 2013 roku. Po tej ostatniej obniżce stopa podstawowych operacji zasilających spadła do 0,25%, a więc do poziomu podstawowych stóp procentowych najważniejszych banków centralnych świata.

Jeżeli zatem polityka pieniężna realizowana przez główne banki centralne świata opierała się zasadniczo na wcześniej znanych i stosowanych instrumentach, wykorzystywanych wprawdzie w niestandardowy sposób, to powstaje pytanie o zasadnicze różnice pomiędzy tą polityką a polityką prowadzoną wcześniej. Naszym zdaniem różnice te dotyczą nie tyle instrumentów polityki pieniężnej, chociaż są one



wykorzystywane w niekonwencjonalny sposób (głównie ze względu na skalę prowadzonych operacji), ile celów polityki pieniężnej.

Jak wielokrotnie podkreślano w tym opracowaniu, przedkryzysowa polityka pieniężna podporządkowana była realizacji celu inflacyjnego. Na gruncie teoretycznym zakładano, że najlepszym wkładem banku centralnego w tworzenie odpowiednich warunków do trwałego, zrównoważonego wzrostu gospodarczego jest utrzymywanie inflacji na niskim i stabilnym poziomie. Założeniu temu towarzyszyły określone postulaty pod adresem rozwiązań instytucjonalnych, których wyrazem była zasada niezależności banku centralnego oraz zakaz kredytowania deficytów budżetowych przez banki centralne.

Mówiąc o niezależności banków centralnych, należy mieć na uwadze, że ich powstanie miało na celu ułatwienie finansowania wydatków publicznych. Powstały w roku 1694 Bank Anglii, niekwestionowany przez wieki lider wśród banków centralnych, został założony w celu finansowania wydatków wojennych Wilhelma Orańskiego. Można zatem stwierdzić, że w momencie swoich narodzin bank centralny nie był niezależny od władzy politycznej, wręcz przeciwnie – został utworzony w celu ułatwienia rządowi (królowi) finansowania ulubionych rozrywek królów, budowania zamków i prowadzenia wojen, czy jakbyśmy to dziś określili – finansowania wydatków publicznych. Zastanawiając się nad istotą niezależności banków centralnych w kontekście historycznym oraz z perspektywy współczesności należy stwierdzić, że niezależność ta dotyczy relacji z władzą polityczną, jakkolwiek nie chodzi tu głównie o rozwiązania prawno-instytucjonalne, które oczywiście w praktyce są bardzo ważne, ile o niezależność w sensie ekonomicznym, rozumianą jako możliwość prowadzenia polityki pieniężnej niezależnej od polityki fiskalnej. Należy to rozumieć jako zakaz (lub jego brak) finansowania potrzeb pożyczkowych rządu przez bank centralny lub też jako możliwość prowadzenia „niezależnej” polityki stóp procentowych czy też polityki kształtowania rezerw w systemie bankowym w tym znaczeniu, że stopy procentowe i podaż pieniądza nie są ustalane w taki sposób, aby ułatwić rządowi finansowanie deficytu

budżetowego. Polityka pieniężna od światowego kryzysu nie jest niezależna w tym znaczeniu.

Uwzględniając powyższe uwagi można stwierdzić, że pomiędzy niezależnością banku centralnego a celami polityki pieniężnej zachodzą ściśle związki. Bank centralny, który nie jest niezależny w powyższym znaczeniu ma oczywiście ograniczoną samodzielność kształtowania celu polityki pieniężnej nie tylko w sensie formalnym, ale w sensie realnym, gdyż w tej sytuacji mechanizm kształtowania polityki pieniężnej musi być taki, aby zapewnić możliwość realizacji celów fiskalnych rządu. Oczywiście najbardziej wyraźnym przejawem takiej sytuacji jest finansowanie deficytu budżetowego kredytem banku centralnego lub też inaczej mówiąc – za pomocą druku pieniądza. Koncepcje niezależności banku centralnego, o których była mowa wcześniej, oparte były w głównej mierze na założeniu, że finansowanie deficytu fiskalnego za pomocą emisji pieniądza nieuchronnie prowadzi do inflacji. Przyjęcie celu inflacyjnego jako jedyne go celu, który bank centralny może skutecznie realizować, narzucało również konieczność przyjęcia niezależności banku centralnego jako najważniejszej zasady systemowej.

Na podstawie dotychczasowych rozważań można stwierdzić, że niekonwencjonalna polityka pieniężna jest to polityka, w której stosowane są klasyczne narzędzia wykorzystywane w niekonwencjonalny sposób. Polega ona na stosowaniu niskich (zerowych, bliskich zera lub ujemnych) stóp procentowych oraz skupowaniu na masową skalę instrumentów finansowych (luzowanie ilościowe). W warunkach niekonwencjonalnej polityki cel inflacyjny przestaje być jedynym czy nawet najważniejszym celem polityki pieniężnej. Równie ważnymi celami tej polityki stają się: wzrost gospodarczy, bezrobocie oraz wspomaganie budżetu państwa.

W dalszej części raportu przedmiotem analizy jest jeden z elementów niekonwencjonalnej polityki pieniężnej, tzw. luzowanie ilościowe, czyli skupowanie przez banki centralne na masową skalę instrumentów finansowych, emitowanych przez rządy i podmioty prywatne, w celu stymulowania sfery realnej gospodarki oraz wspomagania sektora finansów publicznych.



2.1. Doświadczenia wybranych banków centralnych w stosowaniu QE

2.1.1. Działania Banku Japonii

Ostatnia dekada XX w. przyniosła w Japonii długotrwałe pogorszenie sytuacji gospodarczej w następstwie pęknięcia bańki cenowej na rynku aktywów i wybuchu kryzysu w systemie bankowym, a także nasilenie procesów deflacyjnych. Dążąc do przezwyciężenia niekorzystnych tendencji, bank centralny (Bank of Japan, dalej jako BJ) realizował ekspansywną politykę pieniężną, uwidocznioną w szczególności w systematycznej redukcji podstawowej dyskontowej stopy procentowej (z poziomu 6% w sierpniu 1990 r. do 0,50% we wrześniu 1995 r.) oraz przyjęciu w lutym 1999 r. strategii Zero Interest Rates Policy, ukierunkowanej na stymulowanie gospodarki poprzez utrzymywanie stóp procentowych na poziomie zbliżonym do zera. Mimo jednak podjęcia szeroko zakrojonych działań stymulacyjnych, a także wprowadzenia zmian systemowych w zakresie funkcjonowania banku centralnego (np. przypisanie mu niezależności w 1998 r.), ich realizacja nie przynosiła spodziewanych efektów w postaci przyspieszenia wzrostu gospodarczego oraz wzrostu inflacji. Wobec wyczerpującego się potencjału oddziaływania tradycyjnych narzędzi polityki pieniężnej, w warunkach utrzymującej się stagnacji gospodarczej, deflacji, słabości banków oraz perspektyw ponowienia recesji w następstwie pęknięcia bańki internetowej w USA, BJ podjął decyzję o rozszerzeniu spektrum wykorzystywanych narzędzi o instrumenty niekonwencjonalne, tj. luzowanie ilościowe (QE), stając się prekursorem w zastosowaniu tego rozwiązania na świecie.

Pierwszy program QE (dalej jako QE1) został ogłoszony przez BJ w marcu 2001 r., a jego wprowadzaniu towarzyszyła dalsza obniżka podstawowej stopy procentowej, ostatecznie do poziomu 0,10% we wrześniu 2001 r. Program ten składał się z trzech zasadniczych elementów: (i) zmiany celu operacyjnego banku centralnego z kontroli niezabezpieczonej stopy *overnight* typu *call* na kształtowanie na pożądanym poziomie salda rezerw utrzymywanych przez banki komercyjne na rachunkach bieżących w banku centralnym, (ii) zapowiedzi utrzymania programu QE do czasu, gdy wskaźnik inflacji nie ustabilizuje się na poziomie zera lub powyżej, (iii) zwiększenia skali zakupów krajowych obligacji skarbowych, w szczególności długoterminowych. Pożądany poziom rezerw ustalono początkowo (w marcu 2001 r.) na poziomie 5 bln JPY, zaś w kolejnych okresach próg ten ulegał systematycznemu zwiększaniu, osiągając w styczniu 2004 r. poziom 30-35 bln JPY, co stanowiło 6-7% PKB. W praktyce, wielkość ta przewyższała znacząco poziom niezbędny do utrzymania stóp procentowych na poziomie bliskim zera. Tak zdecydowane naówczas działania

stymulacyjne nie przełożyły się jednak na pobudzenie akcji kredytowej, a tym samym dynamiki PKB oraz dynamiki cen. Ostatecznie więc, w marcu 2006 r. zakończono formalnie realizację programu QE1, obierając ponownie za cel operacyjny kształtowanie się poziomu stopy *overnight* dla transakcji niezabezpieczonych. Szacuje się, że program QE1 w całym okresie trwania spowodował przyrost aktywów BJ o około 42 bln JPY oraz wzrost udziału aktywów banku centralnego w relacji do PKB z około 20% (w 2001 r.) do 30% (w 2006 r.). Choć nie przyniósł on spodziewanych rezultatów w postaci ożywienia gospodarczego i zwalczania deflacji, między innymi ze względu na relatywnie małą skalę zakupów aktywów oraz skup obligacji rządowych wyłącznie od banków komercyjnych, nie zaś od podmiotów niebankowych (zwiększeniu uległa głównie baza monetarna, w niewielkim zaś stopniu agregat M2), to za potencjalne korzyści z jego przeprowadzenia uznaje się zwykle obniżenie długoterminowych stóp procentowych w wyniku zakupu obligacji długoterminowych oraz ograniczenie oczekiwań co do wysokości stóp procentowych w przyszłości, a także poprawę płynności i kondycji finansowej banków, zwłaszcza tych obciążonych portfelem kredytów zagrożonych, a także pewną stabilizację sytuacji na rynku finansowym.

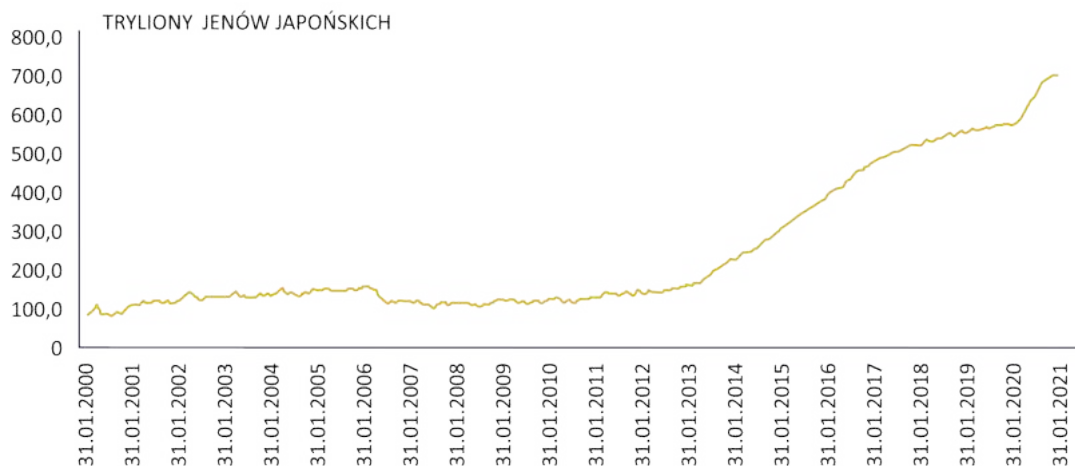
Kolejny raz po instrument luzowania ilościowego (QE2) bank centralny Japonii sięgnął w październiku 2010 r. wprowadzając program pod nazwą *Comprehensive Monetary Easing* w odpowiedzi na problemy z przywróceniem stabilnego ożywienia gospodarczego po załamaniu wywołanym przez globalny kryzys finansowy oraz utrzymującą się deflację. Program ten obejmował: (i) zapowiedź utrzymywania niezabezpieczonej stopy *overnight* typu *call* w przedziale 0-0,1%, (ii) zapowiedź kontynuowania strategii (prawie) zerowych stóp procentowych dopóki BJ nie uzna, że średnio- lub długookresowa stabilizacja wskaźnika wzrostu cen na dodatnim poziomie (co najmniej 1% w ocenie większości członków Rady Polityki BJ) jest w zasięgu wzroku, (iii) uruchomienie programu skupu aktywów (*Assets Purchase Programme* – APP), obejmującego poza skarbowymi papierami wartościowymi także instrumenty dłużne przedsiębiorstw oraz instrumenty udziałowe w funduszach ETF i podmiotach typu REIT, notowanych na giełdzie tokijskiej. Nowatorski charakter tego programu sprowadzał się do rozszerzenia spektrum nabywanych aktywów właśnie o instrumenty udziałowe (ETF i REIT), instrumenty dłużne przedsiębiorstw były już bowiem wykorzystywane przez bank centralny od 2009 r. Ostatecznie, w okresie trwania QE2, bilans BJ uległ zwiększeniu ze 121 bilionów JPN (w październiku 2010 roku) do 164 bilionów JPN (w marcu 2013 r.), tj. o 35,5%, a więc do poziomu nieznacznie wyższego w porównaniu do poziomu z okresu zakończenia QE1, gdy wynosił on 152 bln JPN. W strukturze nabywanych aktywów zdecydowanie przeważały skarbowe papiery

dłużne, co wskazywało na postępujący proces monetywizacji długu publicznego. W efekcie jednak, program ten, wbrew oczekiwaniom, okazał się w dalszym ciągu mało skuteczny w realizacji założonych celów, zwłaszcza w pobudzaniu wzrostu cen.

Siła stymulacji japońskiej gospodarki zwiększyła się wyraźnie wraz z nastaniem rządów premiera Abe oraz wprowadzeniem w 2013 r. programu polityki gospodarczej (tzw. Abenomics), opartego o trzy filary, tj. stymulację fiskalną, reformy strukturalne oraz bardziej agresywną politykę luzowania ilościowego. W ramach swoich działań, BJ dokonał modyfikacji wprowadzonej w 2012 r. strategii bezpośredniego celu inflacyjnego, poprzez podwyższenie poziomu tego celu do 2% oraz uruchomił nowy program skupu aktywów pod nazwą Quantitative and qualitative easing (QQE). W ramach części „quantitative easing”, BJ ogłosił zwiększanie bazy monetarnej o 60-70 bln JPY rocznie. Część „qualitative easing” odnosiła się z kolei do zmiany jakościowej nabywanych aktywów finansowych, tzn. nabywania aktywów o wyższym ryzyku, tj. obligacji skarbowych o dłuższej zapadalności (do 40 lat) oraz w zwiększonej ilości także instrumentów udziałowych w funduszach ETF (1 bln JPN rocznie), oraz podmiotach REIT (30 mld JPN rocznie). Po okresowym skutecznym pobudzeniu inflacji do poziomu +0,23% na koniec 2013 r. i 2,76% na koniec 2014 r., powracająca presja deflacyjna, wywołana między innymi ograniczającym konsumpcję podwyższeniem stawki podatku konsumpcyjnego i spadkiem cen ropy naftowej, wymusiła na BJ konieczność zwiększenia skali skupu aktywów w ramach programu QQE do poziomu 80 bln JPY rocznie w przypadku obligacji skarbowych, 3 bln JPY rocznie w przypadku funduszy ETF oraz 90 mld JPY w przypadku japońskich REIT, prowadząc automatycznie do dalszego dynamicznego wzrostu sumy bilansowej banku centralnego (Wykres 2.1.). Tylko w ciągu pierwszych 3 lat trwania programu QQE

suma ta zwiększyła się o 146%, z poziomu 164,8 bln JPY (na koniec marca 2013 r.) do 405,6 JPY (na koniec marca 2016 r.).

Wobec trudności z osiągnięciem celu inflacyjnego w okresie trwania programu QQE, w 2016 r. BJ wprowadził kolejne rozwiązania o charakterze stymulacyjnym. Obejmowały one: (i) ujemną stopę depozytową (na poziomie -0,1%) od nadwyżkowych rezerw instytucji finansowych w banku centralnym (Negative Interest Rate Policy), (ii) kontrolę krzywej dochodowości (Yield Curve Control Policy, dalej jako YCC), ukierunkowaną na utrzymywanie krótkoterminowej stopy procentowej poniżej zera (na poziomie -0,1%), zaś rentowności 10-letnich obligacji na poziomie bliskim zera (w praktyce w przedziale 0-0,1%), (iii) zapowiedź kontynuowania skupu aktywów do czasu, aż wskaźnik inflacji na trwale przekroczy 2% (Inflation Overshooting Commitment). Polityka ujemnych stóp procentowych przyniosła pewne pozytywne, ale też i negatywne skutki. Uznaje się, że korzyścią z jej wprowadzenia było m.in. okresowe pobudzenie inwestycji na rynku nieruchomości, wzrost emisji obligacji korporacyjnych czy wzrost inwestycji portfelowych za granicą przez krajowe instytucje finansowe. Z drugiej jednak strony, polityka ta spowodowała obniżenie dochodowości sektora bankowego, wzrost ryzyka niestabilności systemu finansowego, spadek nastrojów gospodarstw domowych, konwersję depozytów bankowych na gotówkę, osłabienie sprawności funkcjonowania mechanizmów rynkowych na rynku obligacji, a także wzrost ryzyka bilansowego BJ. Z kolei implementując politykę kontroli krzywej dochodowości, BJ dość istotnie zmodyfikował podejście w realizowanej dotychczas polityce pieniężnej, odchodząc de facto od głównych filarów programu QQE, tj. od kontroli wielkości bazy monetarnej oraz od wcześniejszych zapowiedzi dotyczących średniego terminu zapadalności



Wykres 2.1. Wartość aktywów w bilansie Bank of Japan

Źródło: dane Banku Japonii



nabywanych obligacji rządowych (7-12 lat). W wyniku tych działań, skup aktywów wyraźnie wyhamował, a suma bilansowa BJ w ciągu niespełna 4 lat od momentu wprowadzenia YCC (do lutego 2020 r.) przyrosła „jedynie” o 128 bln JPY, czyli o 28%. Skuteczność polityki YCC w obszarze pobudzania wzrostu cen była umiarkowana – wprawdzie inflacja kształtowała się na dodatnim poziomie, jednak była wciąż odległa od przyjętego celu inflacyjnego. Ostatni z wymienianych w tej części elementów pakietu stymulacyjnego miał charakter deklaracyjny, a jego głównym przesłaniem było podkreślenie determinacji władz BJ do nieustannej walki o pobudzenie inflacji.

Szok wywołany pandemią covid-19 wymusił konieczność podjęcia przez BJ kolejnych zdecydowanych działań monetarnych, mających na celu zapewnienie stabilności systemu finansowego i dostarczenie niezbędnej płynności do gospodarki. W związku z tym, w marcu 2020 r. BJ wdrożył program ratunkowy, który bazując na dotychczasowych ramach polityki QQE-YCC istotnie rozszerzał skalę i częstotliwość zakupów obligacji rządowych, papierów komercyjnych i obligacji korporacyjnych, instrumentów udziałowych w funduszach ETF oraz REIT, wprowadzał też nowy instrument w postaci krótkoterminowych kredytów o zerowym oprocentowaniu zabezpieczonych obligacjami korporacyjnymi. Agresywny skup skarbowych papierów dłużnych spowodował, że we wrześniu 2020 r. BJ posiadał łącznie około 45,1% (542 bln JPY) wszystkich wyemitowanych przez rząd Japonii instrumentów tego typu, co świadczy o daleko idącej monetyzacji długu krajowego. W tym samym czasie dług publiczny Japonii urosł bowiem do poziomu 220% wartości PKB. Na uwagę zasługuje również wysoki udział BJ w kapitalizacji rynku ETF (ok. 75%) oraz rynku akcji (ok. 10%).

Ogólna ocena realizowanej przez BJ polityki luzowania ilościowego – poczynwszy od 2001 r. – nie jest jednoznaczna. BJ wykazywał wprawdzie duże zaangażowanie, determinację i kreatywność w realizowaniu niekonwencjonalnej polityki pieniężnej, będąc prekursorem wielu rozwiązań w skali światowej, z drugiej jednak strony mimo podejmowanych wysiłków realizacja zamierzonych celów w postaci zapewnienia trwałego i stabilnego wzrostu cen (na poziomie 2% rocznie) była daleka od oczekiwań.

2.1.2. Działania Systemu Rezerwy Federalnej FED

W związku z recesją wywołaną przez globalny kryzys finansowy, System Rezerwy Federalnej rozpoczął skup aktywów finansowych na szeroką skalę (LSAP), aby przeciwdziałać pogarszającej się sytuacji. Aktywa były kupowane zarówno od banków, jak i pozostałych instytucji finansowych, a ich celem była obniżka

długoterminowych stóp procentowych. 25 listopada 2008 roku System Rezerwy Federalnej poinformował, że rozpoczyna program skupu aktywów finansowych bezpośrednio z rynku wtórnego. Przedmiotem programu skupu miały być obligacje emitowane przez rządowe agencje rynku nieruchomości¹, bądź papiery wartościowe zabezpieczone hipotekami (MBS) gwarantowane przez te agencje. W oświadczeniu władze monetarne wyjaśniły, że powodem skupu aktywów na rynku powiązanych z kredytami hipotecznymi jest rosnący *spread* stóp procentowych pomiędzy tymi instrumentami a głównymi stopami procentowymi na rynku. Działania miały na celu obniżenie kosztów obsługi kredytów, jednocześnie zwiększając dostępność do kredytów mieszkaniowych, co miało pomóc ustabilizować sytuację na rynku nieruchomości i przyczynić się do poprawy warunków na całym rynku finansowym. Bank centralny w tym czasie planował zakup obligacji emitowanych przez wspomniane agencje rządowe w kwocie 100 miliardów dolarów oraz zakup obligacji gwarantowanych przez te agencje w kwocie 500 miliardów dolarów. Planowano, że skup aktywów o takiej wartości powinien zająć kilka kwartałów.

Ponieważ gospodarka w tym czasie popadała w coraz głębszą recesję, w marcu 2009 roku bank centralny postanowił rozszerzyć program. Do tego czasu wartość papierów wartościowych znajdujących się w posiadaniu banku centralnego osiągnęła 1,4 biliona dolarów (równowartość 9,6% PKB Stanów Zjednoczonych w tym czasie), podczas gdy w latach 2000-2007 nie przekraczała 850 miliardów dolarów (równowartość 5,8% PKB). Rozszerzenie programu miało polegać na dokupieniu 750 miliardów dolarów obligacji zabezpieczonych hipotekami (MBS), a w wyniku działania całego programu w bilansie banku centralnego wartość tego rodzaju aktywów miała sięgnąć 1,25 biliona dolarów. Dodatkowo bank centralny zamierzał kupić obligacje emitowane przez rządowe agencje nieruchomości o wartości 100 miliardów dolarów, a tym samym wartość posiadanych obligacji emitowanych przez rządowe agencje nieruchomości sięgnęłaby 200 miliardów dolarów. Poza działaniami na rynku obligacji opartych o kredyty hipoteczne Fed zdecydował o skupie długoterminowych obligacji skarbowych w kwocie 300 miliardów dolarów przez kolejne 6 miesięcy. Skup długoterminowych obligacji miał na celu poprawę warunków na rynku kredytowym sektora prywatnego. Przedłużony program skupu trwał do czerwca 2010 roku i w jego wyniku kwota bilansu banku centralnego zwiększyła się do 2,3 biliona dolarów, z czego papiery wartościowe stanowiły 2,2 biliona dolarów (równowartość 14,6% PKB w tym czasie). W czasie prowadzenia programu skupu gospodarka

¹ Rządowe agencje rynku nieruchomości, których dotyczył skup aktywów to Fannie Mae, Freddie Mac oraz Ginnie Mae.

wyszła z fazy recesji i zaczęła wykazywać symptomy ożywienia.

Niemniej jednak, mimo że w 2010 roku gospodarka amerykańska notowała wzrost, jego dynamika nie była wysoka. Od zakończenia pierwszej edycji programu skupu aktywów na wielką skalę (QE1) w czerwcu 2010 roku, dane o zatrudnieniu w gospodarce amerykańskiej wskazywały spadek zatrudnienia w czterech kolejnych miesiącach od czerwca do września.

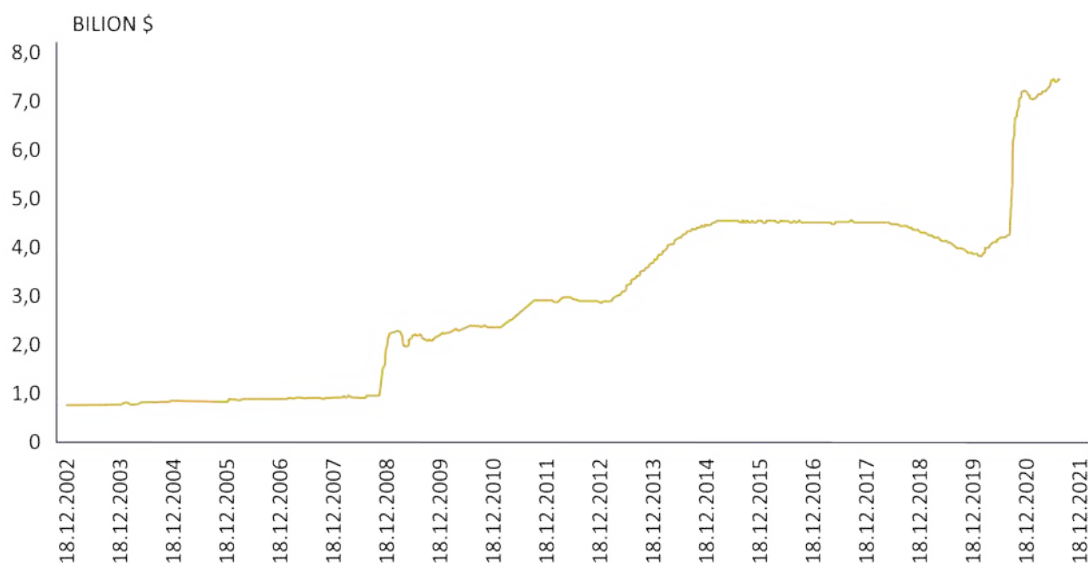
W związku z tym już po pięciu miesiącach od zakończenia pierwszego programu QE, System Rezerwy Federalnej ogłosił rozpoczęcie drugiej fazy skupu aktywów finansowych na szeroką skalę. W oświadczeniu z 3 listopada 2010 roku FOMC poinformował, że w przypadku wykupu papierów wartościowych przez emitentów, bank centralny będzie dokonywał dodatkowych zakupów aktywów finansowych na rynku. Taka polityka miała zapewnić uczestników rynku finansowego, że wartość posiadanych papierów wartościowych w tym czasie nie ulegnie obniżeniu w wyniku osiągnięcia terminu zapadalności posiadanych obligacji. Bank centralny oświadczył również o zamiarze skupu długoterminowych obligacji skarbowych o wartości 600 miliardów dolarów do połowy 2011 roku w tempie około 75 miliardów miesięcznie. Dodatkowy skup aktywów, wynikający z zapadalności posiadanych wcześniej instrumentów finansowych, zwiększył prowadzony program skupu o 250 do 300 miliardów dolarów. W rezultacie w momencie zakończenia działania programu wartość aktywów będących w posiadaniu Systemu Rezerwy Federalnej sięgnęła 2,7 biliona dolarów (równowartość 17,7% PKB w tym czasie).

Bank centralny podejmował też inne działania w polityce pieniężnej w tym okresie. We wrześniu 2011 roku FOMC poinformował, że zamierza w kolejnych miesiącach rozpocząć skup długoterminowych obligacji skarbowych o okresie zapadalności od 6 do 30 lat i łącznej wartości 400 miliardów dolarów. Transakcje zakupu aktywów miały być połączone z jednoczesną sprzedażą obligacji skarbowych, ale o krótszym terminie zapadalności – do 3 lat. Transakcja, potocznie nazywana *Operation Twist*, miała na celu wywarcie dodatkowej presji na rentowności instrumentów długoterminowych. Opisywana operacja różniła się istotnie od programu QE, bo choć również polegała na interwencji na rynku finansowym poprzez wielkoskalowy skup aktywów, to nie zwiększała wartości bilansu banku centralnego. Działo się tak, ponieważ wszystkie dodatkowe zakupy aktywów były jednocześnie równoważone sprzedażą innych aktywów będących w posiadaniu banku centralnego, ale mających krótszy okres do wykupu. Działania banku centralnego przyniosły

oczekiwany skutek. O ile rentowność obligacji o krótszym terminie zapadalności nie wzrosła w związku ze zwiększoną podażą wywołaną sprzedażą tych instrumentów przez bank centralny, to widoczny był spadek rentowności obligacji o dłuższym terminie zapadalności. *Spread* pomiędzy rentownościami tych obligacji został zawężony w tym czasie o ponad 50 punktów bazowych.

W roku 2012 System Rezerwy Federalnej wzmocnił działanie operacji *Twist* poprzez uruchomienie 3. edycji programu skupu aktywów finansowych (QE3). 13 września 2012 roku FOMC poinformował, że zdecydował o uruchomieniu dodatkowego skupu papierów wartościowych zabezpieczonych hipoteką (MBS). W odróżnieniu od poprzednich edycji programu, wartość planowanych zakupów aktywów ani termin ich zakończenia nie był ustalony w momencie jego uruchomienia. Zakończenie programu było uzależnione od istotnej poprawy sytuacji na rynku pracy. Warto zwrócić uwagę, że w tym przypadku bank centralny jasno wskazał, że program zostanie zakończony jedynie przy realizacji określonych warunków ekonomicznych. Tym samym FOMC przekazał jasne stanowisko, że w tym czasie priorytetowym celem władz monetarnych był wzrost zatrudnienia. Do tego momentu uważano, że stabilność cen jest co najmniej równorzędnym celem. Na kolejnym posiedzeniu, 12 grudnia 2012 roku, FOMC zdecydował, że po zakończeniu operacji *Twist* z końcem 2012 roku, bank centralny będzie kontynuował skup długoterminowych obligacji skarbowych o wartości 45 miliardów dolarów miesięcznie. W związku z tym od początku 2013 roku bank centralny kontynuował program skupu aktywów o wartości 85 miliardów dolarów miesięcznie. Po okresie stopniowego zmniejszania wartości miesięcznych zakupów, System Rezerwy Federalnej zakończył trzecią edycję skupu aktywów w październiku 2014 roku. W oświadczeniu z dnia 29 października 2014 FOMC potwierdził, że perspektywy na rynku pracy uległy istotnej poprawie i pozwalały na ograniczenie działań w zakresie stymulowania gospodarki. W wyniku działania programu wartość aktywów finansowych znajdujących się w bilansie banku centralnego pod koniec 2014 roku sięgnęła 4,2 biliona dolarów, co stanowiło 24% PKB gospodarki amerykańskiej w tym okresie.

Wybuch pandemii Covid-19 wywołał daleko idące skutki na całym świecie, również w Stanach Zjednoczonych. Decyzje władz, mające na celu ograniczenie kontaktów społecznych, wywołały jednocześnie bardzo głęboką recesję. W celu przeciwdziałania zaburzeniom aktywności gospodarczej bank centralny Stanów Zjednoczonych poinformował 15 marca 2020 o rozpoczęciu kolejnego programu skupu aktywów finansowych. Bank centralny zdecydował o zakupie

**Wykres 2.2.** Wartość aktywów w bilansie Systemu Rezerwy Federalnej FED

Źródło: System Rezerwy Federalnej

kolejnych obligacji skarbowych o wartości co najmniej 500 miliardów dolarów oraz papierów wartościowych zabezpieczonych hipoteką o wartości co najmniej 200 miliardów dolarów. Bank zobowiązał się również do reinwestowania wszelkich środków finansowych otrzymanych z tytułu odsetek od posiadanych aktywów finansowych oraz otrzymanych w wyniku ich zapadalności. 23 marca 2020 System Rezerwy Federalnej poinformował o modyfikacji programu poprzez wprowadzenie nielimitowanych zakupów obligacji skarbowych oraz papierów wartościowych zabezpieczonych hipoteką. Nielimitowany skup aktywów miał stabilizować sytuację na rynkach finansowych oraz zapewnić prowadzenie polityki monetarnej w sposób efektywny. Dodatkowo bank centralny rozszerzył program skupu papierów wartościowych zabezpieczonych hipoteką (MBS) o instrumenty zabezpieczone hipoteką nieruchomości komercyjnych (CMBS), a nie jak dotąd jedynie nieruchomości mieszkaniowych. W wyniku prowadzonego programu wartość aktywów banku centralnego istotnie wzrosła i wyniosła na koniec 2020 roku 7,4 biliona dolarów, a więc 34,5% PKB gospodarki amerykańskiej.

2.1.3. Działania EBC

Analizując reakcję Europejskiego Banku Centralnego w trakcie wybuchu globalnego kryzysu finansowego oraz w okresie bezpośrednio po nim, można wyróżnić dwa podokresy, w ramach których EBC podejmował działania mające na celu ustabilizowanie sytuacji. W latach 2008-2009 głównym czynnikiem destabilizującym aktywność gospodarczą w strefie euro był upadek banku Lehman Brothers oraz wywołany nim szok na rynkach finansowych. Druga faza, przypadająca na

lata 2010–2012, związana była z postępującą dezintegracją strefy euro spowodowaną kryzysem zadłużeniowym niektórych państw wspólnego obszaru walutowego.

Europejski Bank Centralny w dniu 7 maja 2009 roku ogłosił plan skupu obligacji zabezpieczonych (CBPP). Zgodnie z oczekiwaniami już sama informacja o takiej intencji banku centralnego przyniosła największy skutek na rynku finansowym, redukując istotnie rentowności obligacji. Europejski Bank Centralny określił 4 główne cele, w osiągnięciu których program miał wydatnie pomóc. Były to: trwała obniżka rynkowych stóp procentowych; poprawa uwarunkowań rynkowych w zakresie finansowania instytucji kredytowych oraz przedsiębiorstw; zachęcanie instytucji kredytowych do utrzymania i rozszerzenia akcji kredytowej dla gospodarstw domowych i przedsiębiorstw oraz zwiększenie płynności w najważniejszych segmentach rynku prywatnych instrumentów dłużnych.

Decyzja banku doprowadziła w krótkim czasie do mocnego zawężenia *spreadów* rentowności w strefie euro oraz odbudowy rynku pierwotnego. Zakupy do kwoty 60 miliardów euro były prowadzone w formie bezpośrednich zakupów, z uwzględnieniem wszystkich członków strefy euro. Papiery wartościowe skupowano zarówno na pierwotnym, jak i wtórnym rynku. Przedmiotem zakupu były obligacje dopuszczone jako zastaw operacji kredytowych prowadzonych w ramach Eurosystemu, a ich rating kredytowy nie mógł znajdować się poniżej poziomu AA lub równorzędnym wystawianym przez jedną z głównych agencji ratingowych. Stroną skupu aktywów mogły być



instytucje uczestniczące w operacjach kredytowych Eurosystemu.

W ramach programu skupu papierów wartościowych bank centralny obniżył wymagania dotyczące jakości instrumentów przedstawianych jako zabezpieczenie transakcji, zarówno pod względem coraz niższego minimalnego ratingu inwestycyjnego papierów wartościowych, jak również rozszerzając listę instrumentów mogących być podstawą zabezpieczenia. Od momentu wprowadzenia programu napięcie na rynkach finansowych stopniowo słabło, aż do początku 2010 roku, kiedy problem obsługi zadłużenia przez niektóre kraje strefy euro, przede wszystkim Grecję, zaczął koncentrować uwagę inwestorów.

W wyniku rozwijającego się kryzysu greckiego, Europejski Bank Centralny podjął kroki w celu opamowania rosnących turbulencji na rynku finansowym. W maju 2010 roku EBC uruchomił program Securities Market Programme (SMP) skierowany na rynek wtórny dłużnych papierów wartościowych krajów członkowskich strefy euro. Była to pierwsza inicjatywa banku centralnego skierowana bezpośrednio na rynek rządowych obligacji, którego sytuacja w tym czasie stale się pogarszała. W ramach programu SMP bank centralny planował skupować obligacje rządowe na rynku wtórnym. Program dotyczył obligacji krajów, dla których rynek wtórny w tym czasie wykazywał istotny problem z płynnością i głębokością. Rozmiary operacji skupu obligacji poszczególnych emitentów nie były ściśle określone. Interwencjom na rynku miały towarzyszyć operacje sterylizacji polegające na sprzedaży oprocentowanych depozytów w sektorze bankowym, tak aby interwencje na rynku skarbowych papierów wartościowych nie miały wpływu na sposób prowadzenia polityki pieniężnej w tym czasie dla całej strefy euro. Dzięki przeprowadzonym aukcjom depozytów w sektorze bankowym bank centralny zapewnił, by dodatkowa płynność pochodząca z programu skupu skarbowych papierów wartościowych (SMP) znalazła się przede wszystkim na rachunkach rezerwowych w banku centralnym, a nie zwiększała akcji kredytowej banków komercyjnych. W tym czasie obawiano się, że każdy wzrost bazy monetarnej i wprowadzenie dodatkowego pieniądza do cyrkulacji prowadzić będzie do rosnącej presji inflacyjnej.

Skup aktywów finansowych w ramach programu był skoncentrowany w dwóch okresach: maj-czerwiec 2010 roku oraz sierpień-listopad 2011 roku. Zakupy aktywów dotyczyły przede wszystkim obligacji emitowanych przez rządy Grecji, Irlandii, Portugalii, Hiszpanii oraz Włoch. W ramach programu SMP skupowano obligacje o terminie do wykupu od 2 do 10 lat.

W okresie 2010 – 2012 skupiono aktywa o łącznej wartości blisko 220 mld euro. We wrześniu 2012 roku program został zakończony i zastąpiony programem Outright Monetary Transactions (OMT).

W ramach programu OMT zarówno Europejski Bank Centralny, jak i poszczególne centralne banki krajowe, miały możliwość interwencji na wtórnym rynku skarbowych papierów wartościowych. Program nie przewidywał żadnych ograniczeń co do kwoty oraz ram czasowych przeprowadzanych na rynku interwencji. Przedmiotem skupu miały być papiery wartościowe o okresie zapadalności od 1 do 3 lat. Działania władz monetarnych miały dotyczyć rynku instrumentów dłużnych w sytuacji wystąpienia dużego szoku na rynku finansowym. W ten sposób Europejski Bank Centralny mógł pełnić rolę pożyczkodawcy ostatniej instancji w sytuacji wystąpienia turbulencji na rynku. Warto jednak zauważyć, że działania EBC w tym zakresie uzależnione były od spełnienia określonych warunków przez kraj członkowski, którego papiery skarbowe miały być nabywane. Chodziło przede wszystkim o ustalenie ekonomicznego programu naprawczego w ramach Europejskiego Mechanizmu Stabilności (ESM). Podobnie do programu SMP interwencje na rynku finansowym miały odbywać się przy zachowaniu pełnej sterylizacji. Dodatkowa płynność pochodząca ze skupu aktywów była absorbowana za pomocą rosnących depozytów w banku centralnym. W związku z pełną sterylizacją skupu aktywów programy SMP oraz OMT nie były typowymi operacjami w ramach polityki luzowania ilościowego, ponieważ dodatkowa płynność nie zwiększała ostatecznie bazy monetarnej. W ramach ustanowionego programu OMT nie wprowadzono jednak skupu skarbowych papierów wartościowych żadnego z krajów członkowskich strefy euro. Mimo to program rozszerzający listę instrumentów polityki banku centralnego odegrał istotną rolę w stabilizowaniu sytuacji na rynku długu wybranych krajów strefy euro, które w tym czasie miały problemy z pozyskiwaniem kapitału w celu finansowania deficytu budżetowego. Sama informacja o możliwości działania EBC w ramach tego programu była wystarczająca, aby rentowność obligacji skarbowych wróciła do poziomu pozwalającego na obsługę długu publicznego przez państwa członkowskie strefy euro.

W omawianym okresie gospodarka strefy euro zaczęła wyhamowywać, a w połowie 2014 roku znalazła się w stagnacji. Inflacja w tym czasie sukcesywnie spadała, a w niektórych krajach osiągała wartości ujemne, wywołując obawy wystąpienia długotrwałej deflacji. W czwartym kwartale 2014 roku EBC rozpoczął skup dwóch rodzajów aktywów finansowych sektora prywatnego. W październiku bank centralny rozpoczął program zakupów obligacji zabezpieczonych (covered



bonds), a w listopadzie skup papierów wartościowych zabezpieczonych aktywami (*asset-backed securities*). W założeniach oba programy miały obowiązywać przez co najmniej 2 lata, a ich celem było zachęcenie instytucji kredytowych do zwiększenia wartości pożyczek dla przedsiębiorstw i gospodarstw domowych. W ramach obu programów Europejski Bank Centralny miał skupować aktywa o łącznej wartości nieprzekraczającej 10 miliardów euro miesięcznie.

Europejski Bank Centralny 22 stycznia 2015 roku ogłosił rozszerzenie dotychczasowych programów skupu aktywów finansowych sektora prywatnego pod nazwą Expanded Asset Purchase Programme (EAPP) poprzez dodanie trzeciego komponentu w postaci zakupu aktywów sektora publicznego (PSPP). Program początkowo zakładał skup papierów wartościowych od marca 2015 roku do września 2016 roku. Program skupu aktywów sektora publicznego miał być prowadzony na rynku wtórnym i sięgać 50 miliardów euro miesięcznie. Bank centralny w momencie ogłoszenia programu zastrzegł, że okres skupu aktywów może zostać przedłużony, jeżeli inflacja HICP trwale nie wróci na ścieżkę zgodną z celem EBC, jakim jest poziom wskaźnika HICP poniżej, lecz blisko 2% w średnim okresie. Program EAPP według pierwotnych założeń miał sięgnąć co

najmniej 1,14 biliona euro, co stanowiło 11% PKB strefy euro w tym czasie. Tak duży wzrost wartości aktywów finansowych posiadanych przez EBC sprawił, że wartość bilansu banku centralnego wróciła do poziomów notowanych w najostrzejszej fazie kryzysu strefy euro w roku 2012. Zakupy na rynku wtórnym samych aktywów sektora publicznego stanowiły 950 miliardów euro i obejmowały obligacje emitowane przez państwa członkowskie strefy euro, wybrane agencje krajowe oraz, w mniejszym wymiarze, instrumenty emitowane przez instytucje europejskie. W ramach planowanego programu skupu instrumentów emitowanych przez sektor publiczny, Europejski Bank Centralny miał posiadać na własnym rachunku 8% obligacji rządowych oraz 12% instrumentów emitowanych przez instytucje europejskie. Stanowiło to wartość odpowiednio 4 miliardów euro i 6 miliardów euro udziału w ramach comiesięcznego skupu aktywów. EBC ponosił pełne ryzyko wynikające z posiadania tych instrumentów. Pozostała część, a więc równowartość 40 miliardów euro w każdym miesiącu, była skupowana przez krajowe banki centralne wchodzące w skład Eurosystemu i alokowana na podstawie ich udziału według klucza kapitałowego EBC. Ta część obligacji nie była przedmiotem współdzielenia ryzyka z innymi krajowymi bankami centralnymi wchodzącymi w skład Eurosystemu.

Tabela 2.1. Alokacja skupu aktywów przez Eurosistem według pierwotnego planu

Rodzaj instrumentów	Posiadacz	Wielkość miesięcznych zakupów	Planowana wartość całkowita w okresie Mar'15 – Wrz'16	Uwagi
Instrumenty ABS oraz obligacje zabezpieczone	EBC	€10 mld	€190 mld	Ryzyko po stronie EBC
Instrumenty emitowane przez instytucje europejskie	EBC	€6 mld	€114 mld	Ryzyko po stronie EBC
Obligacje rządowe oraz obligacje agencji rządowych strefy euro	EBC	€4 mld	€76 mld	Ryzyko po stronie EBC
Obligacje rządowe oraz obligacje agencji rządowych strefy euro	Krajowe banki centralne	€40 mld	€760 mld	Ryzyko po stronie krajowych banków centralnych
Razem		€60 mld	€1.14 bn	

Źródło: Europejski Bank Centralny.

Na początku Europejski Bank Centralny zakładał, że w ramach programu będzie skupować aktywa o wartości 60 miliardów euro miesięcznie pomiędzy marcem 2015 roku a co najmniej wrześniem 2016 roku. 10 marca 2016 roku podjęto decyzję o podniesieniu

wartości skupowanych aktywów z 60 miliardów do 80 miliardów euro. Dodatkowo rozszerzono listę aktywów będących przedmiotem regularnych zakupów o obligacje prywatnych przedsiębiorstw zarejestrowanych w strefie euro niebędących bankami, których

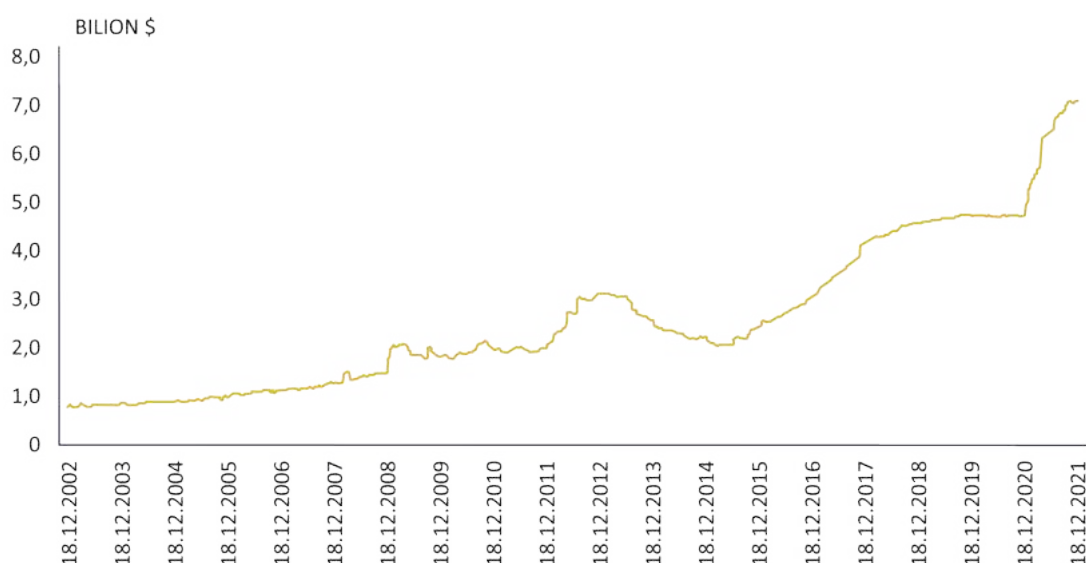
rating kredytowy był na poziomie inwestycyjnym. Podwyższony poziom regularnego skupu aktywów uległ ponownie zmianie w marcu 2017 roku, kiedy obniżono wartość skupu do 60 miliardów euro. Skup aktywów był następnie obniżany do 30 miliardów euro miesięcznie pomiędzy styczniem a wrześniem 2018 oraz do 15 miliardów euro pomiędzy październikiem a grudniem 2018 r. W ten sposób zakończyła się pierwsza faza luzowania ilościowego w strefie euro. Pomimo zaprzestania zwiększania wartości posiadanych aktywów bank centralny utrzymywał je na stałym poziomie kupując nowe aktywa w przypadku, gdy z biegiem czasu posiadane papiery dłużne podlegały wykupieniu przez emitentów.

Dodatkowo w czerwcu 2016 roku Europejski Bank Centralny rozpoczął skup obligacji sektora komercyjnego (Corporate Sector Purchase Programme – CSPP) przeprowadzony za pośrednictwem 6 banków centralnych krajów członkowskich strefy euro. Zaangażowane zostały banki Belgii, Finlandii, Francji, Hiszpanii, Niemiec oraz Włoch. Program polegał na skupie papierów dłużnych sektora prywatnego niebędących instytucjami kredytowymi. Transakcje były dokonywane zarówno na rynku wtórnym (ponad 80% wartości aktywów), jak i pierwotnym. Ich termin zapadalności wynosił co najmniej 6 miesięcy i nie przekraczał 30 lat. W wyniku działania programu do grudnia 2018 roku bank centralny nabył aktywa w wysokości 178 miliardów euro.

Na wiele miesięcy przed wybuchem pandemii Covid-19, już we wrześniu 2019 r., Europejski Bank Centralny postanowił odwieść program luzowania ilościowego w strefie euro. Była to odpowiedź na słabnące tempo wzrostu gospodarczego oraz inflacji utrzymującej się

poniżej założonego celu. Nie ustalono terminu planowanego zakończenia programu. Tempo przeprowadzonego skupu aktywów miało wynieść 20 miliardów euro i składać się z 4 komponentów znanych z pierwszej fazy luzowania ilościowego – odpowiednio programów CSPP; PSPP; ABSPP oraz CBPP.

W związku z wybuchem pandemii i oczekiwanej silnej recesji w strefie euro Europejski Bank Centralny w marcu 2020 zdecydował się rozpocząć awaryjny skup aktywów w ramach tymczasowego programu Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP). Przedmiotem skupu były aktywa finansowe przewidziane w omówionych 4 komponentach zarówno z sektora publicznego, jak i prywatnego. Na początku zakładano, że wartość programu wyniesie 750 miliardów euro, jednak plan ten dwukrotnie rewidowano podnosząc całkowitą sumę planowanego skupu do 1 850 miliardów euro. Jednocześnie rozszerzono listę aktywów będących przedmiotem zakupu o instrumenty o krótszym terminie zapadalności. W przypadku komponentu CSPP minimalny okres zapadalności skrócono z 6 miesięcy do 28 dni. Okres zapadalności instrumentów emitowanych przez sektor publiczny nie mógł być mniejszy niż 70 dni, lecz nie większy niż 30 lat i 364 dni. Alokacja skupu aktywów na poszczególnych rynkach finansowych krajów członkowskich strefy euro odbywała się według klucza kapitałowego krajowych banków centralnych w Eurosystemie. Europejski Bank Centralny poinformował, że program zostanie zakończony dopiero, gdy bank uzna, że faza kryzysu wywołanego pandemią Covid-19 minęła, jednak nie wcześniej niż w marcu 2022 roku. Bank centralny zobowiązał się do utrzymywania zakupionych aktywów na niezmiennym poziomie przynajmniej do końca 2023 roku.



Wykres 2.3. Wartość aktywów w bilansie Europejskiego Banku Centralnego

Źródło: Europejski Bank Centralny



W rezultacie prowadzonych działań Europejski Bank Centralny na koniec 2020 roku posiadał aktywa, których wartość nominalna sięgnęła 7 bilionów euro, co stanowiło 60% rocznego PKB całej strefy euro.

2.2. Działania pozostałych banków centralnych w 2020 roku

Warto zauważyć, że działania banków centralnych, polegające na wielkoskalowym skupie aktywów finansowych, nie dotyczyły jedynie największych banków centralnych na świecie. Do 2020 roku banki centralne odpowiadające za emisję głównych walut rezerwowych rozwijały swoje programy skupu.

Jednak w wyniku wybuchu pandemii i w reakcji na spodziewane turbulencje na rynkach finansowych, banki centralne mniejszych krajów podjęły podobne działania. Swoje programy skupu aktywów rozwijały kraje Unii Europejskiej znajdujące się poza strefą euro. Poza Polską były to: Chorwacja, Rumunia i Węgry. Poza Unią Europejską również bank centralny Turcji prowadził działania w tym zakresie. Na pozostałych kontynentach programy skupu aktywów prowadziły zarówno kraje wysoko rozwinięte np. Australia, Kanada czy Nowa Zelandia, jak również kraje na niższym poziomie rozwoju. Tabela 2.2. stanowi podsumowanie działań w tym zakresie podjętych przez banki centralne wybranych krajów uważanych za tzw. gospodarki wschodzące.

Tabela 2.2. Programy skupu aktywów finansowych prowadzone przez banki centralne w wybranych krajach

Kraj	Cele programu	Skupowane instrumenty	Rynek	Wielkość skupu (% PKB)	Istotne daty	Deficyt budżetowy (% PKB)	Dług publiczny (% PKB)
Chorwacja	Stabilizowanie krajowego rynku obligacji	Obligacje rządowe	Wtórny	4,9%	13 marca	-8,1%	87,7%
Rumunia	Zapewnienie płynności sektorowi finansowemu	Obligacje rządowe	Wtórny	0,5%	20 marca	-9,6%	44,8%
Turcja	Zapewnienie płynności sektorowi finansowemu, usprawnienie mechanizmu transmisji polityki monetarnej, stabilizowanie rynku kredytowego	Obligacje rządowe	Wtórny	1,6%	31 marca	-7,9%	41,7%
Węgry	Usprawnienie mechanizmu transmisji polityki monetarnej, zapewnienie płynności sektorowi finansowemu	Obligacje rządowe, MBS	Wtórny i pierwotny	1,4%	4 kwietnia, 28 kwietnia, 21 lipca, 25 lipca	-8,3%	77,4%



Kraj	Cele programu	Skupowane instrumenty	Rynek	Wielkość skupu (% PKB)	Istotne daty	Deficyt budżetowy (%PKB)	Dług publiczny (%PKB)
Chile	Usprawnienie mechanizmu transmisji polityki monetarnej, rozluźnienie warunków finansowych na rynku	Obligacje rządowe i banków komercyjnych	Wtórny	2,9%	16 marca, 31 marca, 16 czerwca, 12 sierpnia	-8,7%	32,8%
Kolumbia	Zapewnienie płynności sektorowi finansowemu	Obligacje rządowe i sektora prywatnego	Wtórny	1,1%	23 marca	-9,5%	68,2%
Filipiny	Zapewnienie płynności sektorowi finansowemu, stabilizowanie krajowego rynku obligacji, finansowanie deficytu budżetowego	Obligacje rządowe, Repos	Wtórny i pierwotny	4,3%	23 marca, 10 kwietnia, 2 października	-8,1%	48,9%
Indie	Stabilizowanie krajowego rynku obligacji	Obligacje rządowe	Wtórny	1,0%	18 marca	-13,1%	89,3%
Indonezja	Stabilizowanie krajowego rynku obligacji, zapewnienie płynności sektorowi finansowemu, finansowanie deficytu budżetowego	Obligacje rządowe	Wtórny i pierwotny	3,8%	31 marca, 7 lipca	-6,3%	38,5%
Malezja	Zapewnienie płynności sektorowi finansowemu	Obligacje rządowe	Wtórny	0,6%	25 marca	-6,5%	67,6%
RPA	Stabilizowanie krajowego rynku obligacji	Obligacje rządowe	Wtórny	0,7%	25 marca	-14,0%	78,8%
Tajlandia	Stabilizowanie krajowego rynku obligacji	Obligacje rządowe i obligacje banku centralnego	Wtórny	1,0%	19 marca, 22 marca	-5,2%	50,4%

Źródło: MFV, Global Financial Stability Report, Październik 2020



2.3. Ocena skuteczności polityki luzowania ilościowego

Ocena wpływu luzowania ilościowego na rynki finansowe oraz sferę realną gospodarki jest trudna, gdyż zarówno sytuacja na rynkach finansowych, jak i stan koniunktury gospodarczej kształtują się pod wpływem wielu innych czynników. Trzeba przede wszystkim podkreślić, że luzowanie ilościowe jest realizowane w warunkach niskich (bliskich zera, równych zeru lub ujemnych) stop procentowych. Podstawowe stopy procentowe polityki pieniężnej determinują poziom krótkoterminowych stóp rynku międzybankowego. Z kolei podstawowym celem luzowania ilościowego jest oddziaływanie na poziom stóp procentowych od transakcji kredytowych o dłuższych terminach zapadalności, czyli kształtowanie nachylenia krzywej dochodowości. Stopy procentowe od transakcji o dłuższych terminach zapadalności są czynnikiem wpływającym na skłonność przedsiębiorstw i gospodarstw domowych do zaciągania kredytów o dłuższych terminach zapadalności, niezbędnych do finansowania inwestycji, podstawowego czynnika decydującego o stanie koniunktury gospodarczej.

Oprócz tej podstawowej funkcji, luzowanie ilościowe przyczynia się do utrzymania krótkoterminowej stopy banku centralnego na zakładanym, niskim poziomie, gdyż w wyniku zakupów instrumentów finansowych następuje wzrost rezerw w sektorze bankowym, powodując presję na spadek stóp procentowych. Ponadto, o czym rzadko mówi się wprost, głównie ze względu na obowiązujące w niektórych krajach rozwiązania instytucjonalne zakazujące finansowania deficytów budżetowych przez banki centralne, celem luzowania ilościowego jest także wspomaganie sektora finansów publicznych poprzez dodatkowy popyt na rządowe papiery wartościowe oraz niskie stopy procentowe. Luzowanie ilościowe nie jest jednak konieczne do utrzymania stóp procentowych na niskim poziomie, gdyż w tym celu wystarczające są decyzje banków centralnych dotyczące stóp procentowych oraz standardowe operacje otwartego rynku mające na celu ukształtowanie takiej ilości rezerw w systemie bankowym, który pozwala na utrzymanie stóp procentowych na poziomie spójnym z realizacją celu inflacyjnego.

Dokonując oceny skuteczności luzowania ilościowego należy podkreślić, że w jego wyniku nastąpiło wypłaszczenie terminowej struktury stóp procentowych we wszystkich krajach, które wykorzystywały to niekonwencjonalne narzędzie (USA, strefa euro, UK, Japonia). Według analiz Europejskiego Banku Centralnego operacje luzowania ilościowego spowodowały spadek długiego końca krzywej o około 120 punktów bazowych (Lane, 2019). Podobne wyniki osiągnięto

w USA oraz pozostałych krajach stosujących ten instrument.

Obniżenie ogólnego poziomu stóp procentowych na rynkach finansowych miało istotne znaczenie dla ich funkcjonowania. Relatywny spadek opłacalności inwestowania w instrumenty dłużne oraz nadmiar płynnych środków w systemie bankowym spowodowały wzrost zainteresowania inwestowaniem na rynkach instrumentów własnościowych. Po rozpoczęciu luzowania ilościowego, mimo recesji w sferze realnej gospodarki, wskaźniki giełdowe wzrosły istotnie. Według powszechnej opinii, przed wybuchem kryzysu rynki aktywów (nieruchomości oraz aktywów finansowych) były zdecydowanie przewartościowane. Jeszcze przed wybuchem kryzysu nastąpiła korekta na rynku akcji. W wyniku rozpoczętej w roku 2007 korekty podstawowy wskaźnik giełdy nowojorskiej, Dow Jones Industrial Average, spadł z maksymalnego poziomu 14093,08 punktów (12 października 2007 roku) do 6626,94 punktów (6 marca 2009 roku) i od tego czasu systematycznie wzrastał, osiągając maksymalny poziom (29398,08) w dniu 14 lutego 2020 roku. Niepewność spowodowana wybuchem pandemii COVID-19 przyczyniła się do przejściowej korekty, która trwała do 20 marca 2020. Po ogłoszeniu przez rządy większości krajów pakietów wspomagających przedsiębiorstwa i obywateli oraz po uruchomieniu kolejnych transz luzowania ilościowego, wskaźniki giełdowe zaczęły ponownie rosnąć. Wskaźnik Dow Jones Industrial Average osiągnął maksymalny poziom (31188,38 punktów) 20 stycznia 2021 roku, po wprowadzeniu kolejnej fazy luzowania ilościowego związanej z pandemią COVID-19. Wskaźnik rynku NASDAQ, na którym notowane są spółki technologiczne, wzrósł jeszcze bardziej. Po korekcie, która rozpoczęła się 23 listopada 2007 roku, w wyniku której wskaźnik spadł z 2596,6 punktu do 1377,84 punktu 27 lutego 2009 roku, nastąpił okres systematycznego wzrostu, który został przejściowo zahamowany na początku 2020 roku, niemniej od 20 marca tego roku wskaźnik rośnie systematycznie osiągając maksymalny jak dotąd poziom (13635,99 punktu) 25 stycznia 2021 roku. Tak więc, w porównaniu do maksymalnego, przedkryzysowego poziomu, uważanego powszechnie za nadmierny, wskaźnik Dow Jones zwiększył się około 2,2 razy, natomiast wskaźnik NASDAQ 5,3 razy. W tym samym czasie realny PKB USA zwiększył się o 17%, a nominalny o 44%. Nie wchodząc w szczegóły tych skomplikowanych zależności należy stwierdzić, że bez nadmiaru rezerw w systemie bankowym oraz niskich stóp procentowych na rynku długu, taki wzrost wskaźników giełdowych nie byłby możliwy.

Oprócz omówionego wyżej wpływu luzowania ilościowego na rynek giełdowy, najbardziej widoczne rezultaty luzowania ilościowego wystąpiły w przypadku

oprocentowania obligacji skarbowych niektórych krajów, zwłaszcza strefy euro, które przeszły poważny kryzys zadłużeniowy na początku drugiej dekady XXI wieku. Wprawdzie oprocentowanie obligacji rządowych Grecji, Portugalii czy Hiszpanii zaczęły spadać już w pierwszej połowie 2012 roku, po przyznaniu pakietów pomocowych, jednak dopiero po rozpoczęciu przez EBC w marcu 2015 roku luzowania ilościowego oprocentowanie obligacji rządowych tych krajów spadło do poziomu bliskiego zera. Rynkowe stopy oprocentowania obligacji skarbowych niektórych krajów strefy euro bez masowego ich zakupu przez EBC utrzymywałyby się na poziomie zagrażającym wypłacalności krajów, które zostały najmocniej dotknięte kryzysem zadłużeniowym. Można nawet stwierdzić, że opóźnione, w stosunku do Fed, rozpoczęcie luzowania ilościowego spowodowało niepożądane utrzymywanie się wysokiego oprocentowania długu tych krajów, pociągając za sobą zbędne koszty, których można było uniknąć.

Istotne znaczenie dla oceny skuteczności luzowania ilościowego ma określenie jego wpływu na tempo wzrostu PKB oraz na inflację. Oddziaływanie na krzywą dochodowości, w wyniku którego następuje jej wypłaszczenie, powinno przyczynić się do wzrostu popytu podmiotów gospodarujących, zwłaszcza popytu inwestycyjnego. Większość autorów, którzy badali wpływ luzowania ilościowego na PKB i inflację, potwierdziło występowanie pozytywnych efektów zakupów aktywów finansowych o dużej wartości na te wskaźniki, chociaż siła tego wpływu jest zróżnicowana i jest uzależniona od skali oraz czasu trwania operacji luzowania ilościowego i waha się od 0,2% do 1% PKB oraz od 0,2 do 1,5 punktu procentowego inflacji.

Istotne znaczenie ma także wpływ luzowania ilościowego na sektor bankowy, a zwłaszcza na cenę kredytu oraz rozmiary akcji kredytowej banków. Opierając się na teorii ilościowej oraz mnożniku kreacji pieniądza można zakładać, że wzrost rezerw w systemie bankowym spowodowany zakupem przez banki centralne aktywów finansowych spowoduje wzrost podaży kredytu. Problem w tym, że we współczesnych

systemach bankowych, zwłaszcza realizujących tzw. strategię bezpośredniego celu inflacyjnego, wielkość rezerw w systemie bankowym nie wpływa na rozmiary akcji kredytowej. Jest wręcz odwrotnie – rozmiary akcji kredytowej wyznaczają poziom rezerw w systemie bankowym. Tak więc możemy stwierdzić, że luzowanie ilościowe nie oddziałuje na rozmiary akcji kredytowej poprzez wpływ na wielkość rezerw w bankach komercyjnych. Wielkość kredytu w gospodarce uzależniona jest od istnienia potencjalnych kredytobiorców skłonnych zaciągnąć kredyt i posiadających zdolność kredytową. Oczywiście z drugiej strony muszą istnieć banki, które będą skłonne udzielić kredytu wiarygodnym kredytobiorcom, jeżeli transakcja kredytowa będzie dla nich opłacalna. Z tego wynika, że istotniejszą rolę w kształtowaniu rozmiarów kredytu w gospodarce mogą potencjalnie odgrywać stopy procentowe. Trzeba jednak podkreślić, że luzowaniu ilościowemu towarzyszą niskie (bliskie zera, równe zeru lub ujemne) stopy procentowe. Z kolei, jak wynika z badań skutków niskich stóp procentowych dla wyników finansowych, także badań przeprowadzonych przez pracowników Katedry Rynków Finansowych UEK, niskie stopy procentowe wpływają ujemnie na wyniki finansowe, głównie poprzez negatywny wpływ na poziom marży kredytowej netto.

W normalnych warunkach (konwencjonalnej polityki pieniężnej) banki centralne prowadzą operacje otwartego rynku w celu ukształtowania krótkoterminowej stopy procentowej na pożądanym poziomie. W warunkach niskich stóp procentowych oraz nadmiaru rezerw w systemie bankowym, operacje otwartego rynku tracą na znaczeniu, gdyż nadmiar rezerw powoduje spadek stóp procentowych do zera. Jeżeli zatem bank centralny chciałby w tych warunkach podnieść rynkową stopę procentową powyżej zera, to musiałby to uczynić za pomocą stopy depozytowej a nie, jak dotąd, stopy referencyjnej. Z tych uwag wynika, że luzowanie ilościowe ma niewielki wpływ na funkcjonowanie sektora bankowego. Zasadniczym celem tego instrumentu niekonwencjonalnej polityki pieniężnej jest oddziaływanie na strukturę terminową stóp procentowych oraz wspomaganie rządu w prowadzeniu polityki fiskalnej.



Luzowanie ilościowe w Polsce



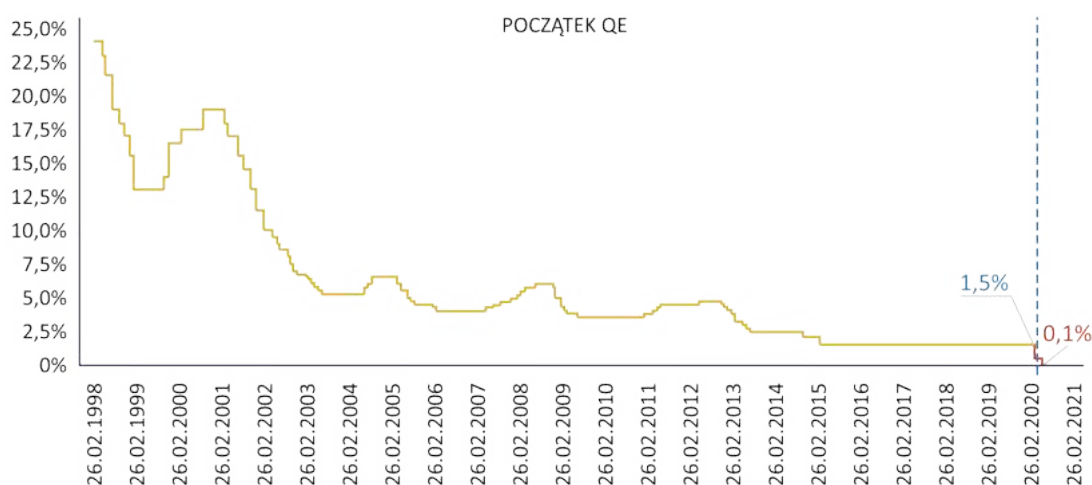
3.1. Polityka pieniężna w okresie poprzedzającym pandemię Covid-19

Do początku marca 2020 r., tj. do momentu wprowadzenia obostrzeń w związku z rozprzestrzenianiem się pandemii Covid-19, działania NBP, ukierunkowane na utrzymanie stabilności cen przy równoczesnym wspieraniu zrównoważonego wzrostu gospodarczego oraz stabilności systemu finansowego, realizowane były z wykorzystaniem tradycyjnych instrumentów polityki pieniężnej. W celu zapewnienia stabilności cen NBP realizował strategię średniookresowego celu inflacyjnego ustalonego na poziomie 2,5% z symetrycznym przedziałem odchyłań o szerokości ± 1 pkt. proc., a głównym narzędziem oddziaływania na sferę finansową i realną było kształtowanie stóp procentowych na poziomie maksymalizującym prawdopodobieństwo osiągnięcia założonych celów. Celem operacyjnym polityki pieniężnej było dążenie do kształtowania stawki POLONIA w pobliżu stopy referencyjnej. Jego realizacja odbywała się z wykorzystaniem operacji otwartego rynku przy wsparciu

systemu rezerwy obowiązkowej oraz operacji depozytowo-kredytowych.

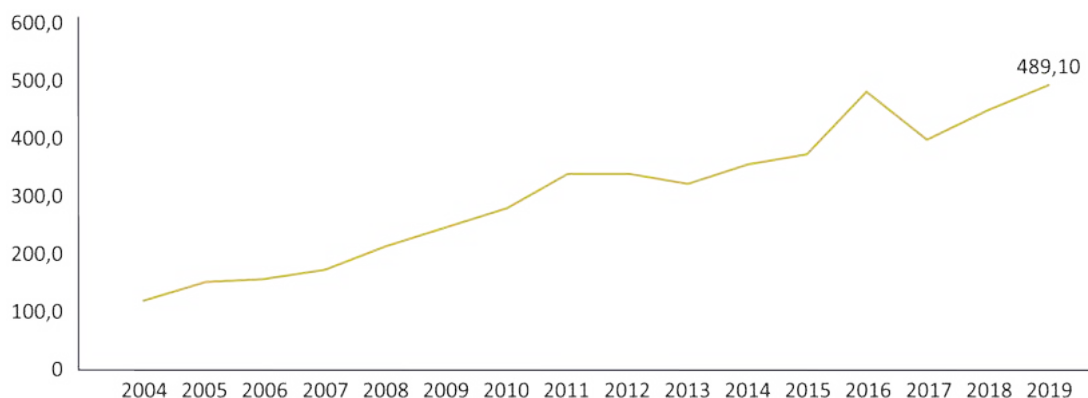
Bezpośrednio przed pandemią podstawowa stopa procentowa – stopa referencyjna utrzymywała się na poziomie 1,5% (Wykres 3.1.), a roczna inflacja wynosiła 2,30% (na koniec grudnia 2019 r.).

Równocześnie, suma bilansowa NBP osiągnęła, według stanu na koniec 2019 r., wartość 489,1 mld PLN (ok. 21% PKB), z czego 445,2 mld PLN (91%) stanowiły należności od nierezydentów w walutach obcych, 42,5 mld PLN (8,7%) złoto i należności w złocie odpowiadającym międzynarodowym standardom czystości, natomiast udział pozostałych aktywów był marginalny. W okresie 15 lat (2004-2019) wartość aktywów NBP wzrosła ponad czterokrotnie (Wykres 3.2.), przystając w średnim tempie niespełna 11% rocznie. Co istotne, w okresie przedpandemicznym polityka pieniężna realizowana była w warunkach nadpłynności sektora bankowego, której średni poziom, mierzony saldem przeprowadzanych przez NBP operacji



Wykres 3.1. Stopa referencyjna NBP w latach 1998–2020

Źródło: dane NBP



Wykres 3.2. Suma aktywów w bilansie NBP w latach 2004–2019 (mld PLN)

Źródło: dane NBP



otwartego rynku oraz operacji depozytowo-kredytowych, wynosił w 2019 r. około 81,5 mld PLN.

3.2. Niekonwencjonalna polityka pieniężna w okresie pandemii

Szok zewnętrzny wywołany pandemią oraz zakres wprowadzonych restrykcji ograniczających kontakty społeczne i funkcjonowanie gospodarki, wymusił na władzach monetarnych, podobnie jak i na władzach fiskalnych i nadzorczych, konieczność podjęcia odpowiednich działań antykrzysowych, mających na celu zapewnienie stabilności systemu finansowego oraz dostarczenie, za pośrednictwem sektora bankowego, odpowiedniej płynności dla gospodarki². Ze względu na nadzwyczajną sytuację o niepewnej skali negatywnych konsekwencji, NBP, wzorem innych banków centralnych, dokonał znaczącego złagodzenia polityki pieniężnej oraz poszerzenia spektrum wykorzystywanych instrumentów. W wyniku przeprowadzonych działań, po raz pierwszy w historii, dołączył on do grona krajów

stosujących narzędzia niekonwencjonalnej polityki pieniężnej.

Niekonwencjonalna polityka pieniężna w Polsce obejmowała zasadniczo dwa elementy, tj. (i) radykalną obniżkę stóp procentowych do poziomu bliskiego zera oraz (ii) zainicjowanie procesu zakupu na rynku wtórnym papierów wartościowych emitowanych lub gwarantowanych przez Skarb Państwa w ramach strukturalnych operacji otwartego rynku.

3.2.1. Środowisko niskich stóp procentowych

Cykl obniżek stóp procentowych został zapoczątkowany w dniu 17 marca 2020 r. i był kontynuowany w dwóch kolejnych, następujących krótko po sobie etapach, tj. w dniu 08 kwietnia 2020 r. oraz 29 maja 2020 r. (Tabela 3.1.). W wyniku przeprowadzonych zmian, podstawowe stopy procentowe zostały sprowadzone na rekordowo niski poziom – w pobliże zera. Ostatecznie, stopa referencyjna została obniżona o 140 pb, tj. z poziomu 1,5 punktu procentowego do poziomu 0,1 punktu procentowego.

Tabela 3.1. Cykl zmian stóp procentowych w okresie pandemii

Wyszczególnienie	II 2021 r.	17 III 2021 r.	08 IV 2021 r.	29 V 2021 r.
Stopa referencyjna	1,5	1,0	0,5	0,1
Stopa kredytu refinansowego	3,5	2,5	2,0	1,5
Stopa redyskontowa weksli	1,75	1,05	0,55	0,11
Stopa kredytu lombardowego	2,5	1,5	1,0	0,5
Stopa depozytowa	0,5	0,5	0,0	0,0
Stopa dyskontowa weksli	-	1,1	0,6	0,12
Stopa rezerwy obowiązkowej	3,5	3,5	0,5	0,5
Oprocentowanie środków rezerwy obowiązkowej	0,5	0,5	0,5	0,1

Źródło: dane NBP

O ile kierunek dokonywanych zmian nie budzi zastrzeżeń, gdyż jest naturalną pochodną reakcji władz monetarnych na nieoczekiwaną sytuację kryzysową, o tyle skala i tempo ich wprowadzania mogą być już dyskusyjne. Radykalna obniżka stóp procentowych przyniosła bowiem zarówno pozytywne,

jak i negatywne skutki. Z jednej strony działania te zmniejszyły ciężar istniejących obciążeń odsetkowych emitentów dłużnych papierów wartościowych oraz kredytobiorców, przyczyniając się do poprawy ich płynności oraz ograniczenia ryzyka kredytowego dla wierzycieli. Według szacunków NBP, z tytułu niższego oprocentowania kredytów w budżetach gospodarstw domowych oraz podmiotów gospodarczych pozostaje rocznie około 7 mld PLN (NBP 2020). Znaczącemu uatrakcyjnieniu uległy również

² Szczegółowy opis działań antykrzysowych został przedstawiony w raporcie: Czekaj J, Oleksy P., Zagrożenie credit crunch w Polsce w okresie pandemii Covid-19, WIB PAB 15/2020

warunki pozyskania nowego finansowania o charakterze dłużnym.

Z drugiej jednak strony, obniżki stóp przyczyniły się do spadku rentowności banków, naruszając ich potencjał do kreowania autonomicznej bazy kapitałowej w przyszłości. W porównaniu do roku poprzedniego, w 2020 r. wynik z tytułu odsetek całego sektora bankowego z oddziałami zagranicznymi spadł bowiem o około 4,3%, na co złożył się spadek przychodów z tytułu odsetek o około 16,3% i dużo głębszy spadek kosztów z tytułu odsetek (43,4%). Ponadto, głęboka redukcja stóp procentowych znacząco obniżyła i tak już niską (ujemną w ujęciu realnym) opłacalność lokat bankowych oraz rentowność inwestycji w instrumenty dłużne, w tym te realizowane za pośrednictwem funduszy inwestycyjnych i emerytalnych, co przełożyło się negatywnie na wielkość generowanych dochodów z inwestycji, a tym samym podważyło ekonomiczny sens alokacji oszczędności w tzw. bezpieczne instrumenty finansowe, inicjując proces ich transferu w stronę aktywów o wyższym ryzyku inwestycyjnym (m. in. akcje, fundusze inwestycyjne, nieruchomości).

W wyniku sprowadzenia wysokości stóp procentowych w pobliże zera otworzona została automatycznie furtka dla stosowania luzowania ilościowego. Jak pokazują doświadczenia innych krajów, ultra niskie lub ujemne stopy procentowe tworzą optymalne warunki (środowisko) dla przeprowadzania wielkoskalowych operacji skupu aktywów.

3.2.2. Operacje skupu aktywów realizowane przez NBP

Zapowiedź przeprowadzania na dużą skalę operacji skupu aktywów przez NBP została ogłoszona w komunikacie Zarządu NBP z dnia 16 marca 2020 r. oraz powtórzona w komunikacie po posiedzeniu Rady Polityki Pieniężnej w dniu 17 marca 2020 r. Początkowo, przedmiotem tych operacji był zakup obligacji skarbowych na rynku wtórnym, zaś ich celem zmiana długoterminowej struktury płynności w sektorze bankowym oraz zapewnienie utrzymania płynności rynku wtórnego obligacji skarbowych. Od 8 kwietnia 2020 r. wachlarz nabywanych instrumentów został poszerzony o dłużne papiery wartościowe gwarantowane przez Skarb Państwa, zaś cel operacji uzupełniony o wzmocnienie oddziaływania obniżenia stóp procentowych na gospodarkę, tj. wzmocnienie mechanizmu transmisji monetarnej. W praktyce, do grupy dłużnych papierów wartościowych gwarantowanych przez Skarb Państwa zaliczono obligacje emitowane przez Polski Fundusz Rozwoju (PFR) na potrzeby

finansowania tzw. tarczy finansowej oraz emitowane przez Bank Gospodarstwa Krajowego (BGK) na rzecz Funduszu Przeciwdziałania COVID-19. Tym samym, program skupu aktywów NBP przybrał de facto formę finansowania bieżących potrzeb budżetu centralnego i instytucji sektora publicznego (np. ZUS) związanych z przeciwdziałaniem skutkom COVID-19. Fakt ten znajduje potwierdzenie w raporcie Najwyższej Izby Kontroli, która stwierdza, że „w procesie finansowania działań antykryzysowych kluczową rolę pełni Narodowy Bank Polski. Obligacje emitowane przez Skarb Państwa, PFR i BGK są odkupowane przez Narodowy Bank Polski. **W ten sposób to bank centralny de facto finansuje rządowy program antykryzysowy.** NBP wspólnie z rządem i powiązanymi z nim instytucjami stworzyli obieg zamknięty po to, aby uruchomić działania w tym zakresie” (NIK 2020). Podobnie był też odczytany przez agencję ratingową Fitch, która wskazała, że „niektóre operacje NBP przypominają bezpośrednie monetarne finansowanie deficytu (*direct monetary financing*), w szczególności w sytuacji, gdy państwowy fundusz rozwoju emituje obligacje (...), które następnie są kupowane na rynku wtórnym w ramach planowanych operacji lub przez *private placement*” (PAP 2020).

Z technicznego punktu widzenia, operacje skupu aktywów, zgodnie z założeniami polityki pieniężnej na 2020 r., były przeprowadzane w ramach strukturalnych operacji otwartego rynku outright buy. Operacje te – co do zasady – mogą być przeprowadzane w trybie przetargowym, a w uzasadnionych przypadkach także na podstawie umów pomiędzy NBP a bankami. W przypadku wariantu przetargowego, przetargi odbywały się w terminach określonych w publikowanych sukcesywnie harmonogramach operacji otwartego rynku planowanych do przeprowadzenia przez NBP w danym miesiącu. Uczestnikami przetargów były banki posiadające dostęp do podstawowych operacji otwartego rynku, tj. 12 banków posiadających status dealerów rynku pieniężnego. Na przetargach NBP przyjmował oferty kupna po cenach zgłoszonych przez uczestników przetargu oraz dopuszczał możliwość odrzucenia części bądź całości zgłoszonych przez banki ofert, a także możliwość określenia puli. Informacje na temat ewentualnego przeprowadzania operacji w trybie bezprzetargowym nie są publicznie dostępne.

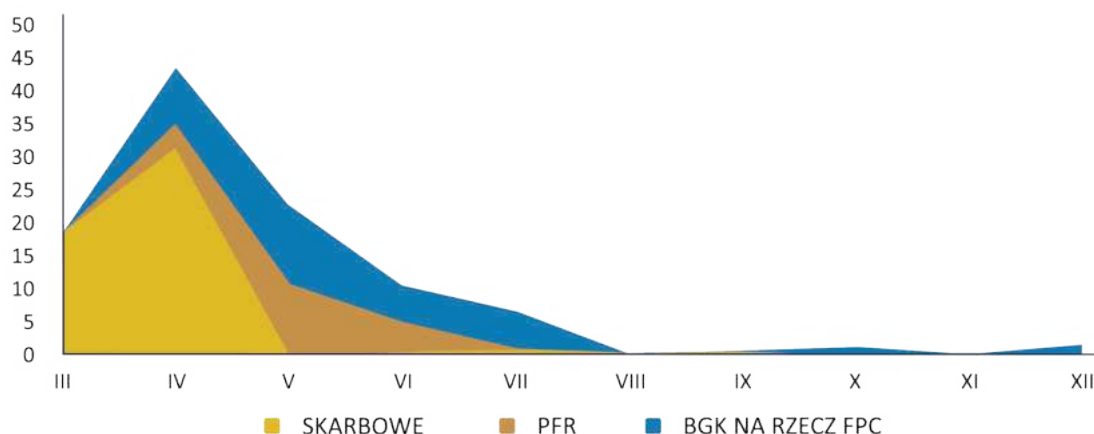
Co istotne, a zarazem odmienne od stosowanej często przez inne kraje praktyki określania limitu planowanych zakupów, docelowa skala programu skupu przez NBP wybranych dłużnych papierów wartościowych nie była z góry określona. Nie przyjęto również horyzontu czasowego dla uruchomionego programu, informując, że operacje te będą kontynuowane do



odwołania. Na bazie dostępnych informacji można jedynie orientacyjnie przyjąć, że maksymalna górna granica programu QE nie powinna finalnie przekroczyć całkowitej wartości wsparcia w ramach tzw. tarczy antykrzysowej szacowanej na około 212 mld PLN (blisko 10% PKB).

Z danych NBP na temat strukturalnych operacji typu *outright buy* wynika, że w 2020 r. NBP dokonał podczas 16 kolejnych przetargów zakupu papierów wartościowych o łącznej wartości nominalnej 107,1 mld PLN. Wśród nabytych instrumentów znalazły się obligacje skarbowe (50%), obligacje BGK

na rzecz FPC (32%) oraz obligacje PFR (18%). Główna aktywność zakupowa NBP przypadła na okres marzec-maj 2020 r., a więc na początkowy okres trwania pandemii i wprowadzonych obostrzeń. Największy skup obligacji, opiewający łącznie na ponad 43 mld PLN, został dokonany w kwietniu 2020 r., czyli w okresie uruchamiania pierwszych emisji obligacji przez BGK oraz PFR przeznaczonych na finansowanie działań antykrzysowych. W kolejnych miesiącach skala operacji skupu aktywów ulegała stopniowemu wygaszaniu i w okresie sierpień-grudzień oscylowała w przedziale 0,21-1,66 mld PLN (Wykres 3.3.).



Wykres 3.3. Strukturalne operacje otwartego rynku realizowane przez NBP w okresie II-XII 2020 (w mld PLN)

Źródło: dane NBP

Szczegółowe zestawienie nabytych przez NBP instrumentów zaprezentowano w tabeli 3.2. Warto zauważyć, że harmonogram przetargów operacji strukturalnych NBP wykazuje dużą zbieżność z terminarzem emisji obligacji PFR oraz BGK. Na przykład, obligacje BGK oznaczone symbolem FPC0427, o wielkości emisji równej 33,585 mld PLN³, zostały wyemitowane w dniu 23 kwietnia 2020 r. a następnie w znacznej części skupowane przez NBP na kolejnych przetargach w dniu 29 kwietnia (8,763 mld PLN), 13 maja (4,074 mld PLN), 27 maja (7,999 mld PLN) i 10 czerwca (1,861 mld PLN). Podobnie, obligacje PFR oznaczone symbolem PFR0324, o wielkości

emisji do 16,325 mld PLN zostały wyemitowane w dniu 27 kwietnia 2020 r. a następnie zostały nabyte przez NBP już po 2 dniach, tj. na przetargu w dniu 29 kwietnia (3,69 mld PLN), a kolejnym razem także na przetargu w dniu 13 maja (0,76 mld PLN). Fakt ten wskazuje wyraźnie, że priorytetowym celem operacji skupu aktywów przez NBP w części dotyczącej obligacji BGK oraz PFR było niewątpliwie możliwe szybkie zasilenie tych instytucji – za pośrednictwem banków – środkami finansowymi na realizację powierzonych im przez władze centralne zadań związanych z przeciwdziałaniem skutkom pandemii. Tylko w maju i czerwcu 2020 r. łączna wartość obligacji PFR i BGK nabywanych przez NBP stanowiła odpowiednio 99,3% i 95,7% całkowitej wartości aktywów nabywanych w ramach strukturalnych operacji otwartego rynku. Z ekonomicznego punktu widzenia, operacje te są, co do swej istoty, formą monetyzacji długu publicznego, przy czym realizowanej pośrednio, bo z wykorzystaniem podmiotów trzecich i mechanizmu transferu środków zapewniającego zgodność formalną operacji z obowiązującymi przepisami prawa.

³ Zgodnie z punktem 5 listu emisyjnego nr 1/2020 BGK z dnia 23 kwietnia 2020 r. w sprawie emisji obligacji BGK na rzecz FPC o terminie wykupu w dniu 27 kwietnia 2027 r. zabezpieczonych gwarancją Skarbu Państwa, wielkość emisji była określona na poziomie 50 mld PLN, z kolei zgodnie z zestawieniem wyemitowanych obligacji dostępnym na stronie internetowej BGK wartość emisji obligacji FPC0427 wynosiła 33,585 mld PLN, z kolei zaś zgodnie z sygnowanym przez Prezesa i Wiceprezesa Zarządu BGK komunikatem z dnia 23 kwietnia 2020 r., łączna wartość nominalna obligacji FPC0427 zaoferowanych do sprzedaży w dniu 23 kwietnia 2020 r. wynosiła 13 mld PLN.



Tabela 3.2. Wynik przetargów strukturalnych operacji typu outright buy

NR	Data przetargu	Nazwa papieru	Data zapadalności	Wartość nominalna przyjęta (mln PLN)	Średnia rentowność (%)
1	2020-03-19	PS0422	2022-04-25	1 472,04	1,05
	2020-03-19	DS0725	2025-07-25	343,98	1,73
	2020-03-19	DS1029	2029-10-25	680,03	1,97
2	2020-03-23	PS0422	2022-04-25	5 538,69	1,00
	2020-03-23	PS0424	2024-04-25	60,00	1,21
	2020-03-23	DS0727	2027-07-25	20,00	1,81
3	2020-03-26	PS0422	2022-04-25	248,34	0,82
	2020-03-26	DS0725	2025-07-25	37,50	1,23
	2020-03-26	DS0726	2026-07-25	5 032,64	1,44
	2020-03-26	DS0727	2027-07-25	165,45	1,65
	2020-03-26	WS0428	2028-04-25	200,00	1,77
	2020-03-26	DS1029	2029-10-25	5 000,00	1,77
4	2020-04-16	OK0521	2021-05-25	50,00	0,50
	2020-04-16	PS0422	2022-04-25	25,00	0,63
	2020-04-16	OK0722	2022-07-25	500,00	0,65
	2020-04-16	DS0725	2025-07-25	10 037,40	1,04
	2020-04-16	WS0428	2028-04-25	5 042,00	1,38
	2020-04-16	DS1029	2029-10-25	15 000,00	1,38
5	2020-04-29	PS0123	2023-01-25	200,00	0,59
	2020-04-29	PFR0324	2024-03-29	3 690,00	1,40
	2020-04-29	DS0726	2026-07-25	334,50	1,18
	2020-04-29	FPC0427	2027-04-27	8 763,28	1,90
	2020-04-29	WS0428	2028-04-25	194,95	1,42
6	2020-05-13	DS1023	2023-10-25	100,00	0,64
	2020-05-13	PFR0324	2024-03-29	760,00	1,40
	2020-05-13	PFR0325	2025-03-31	3 495,00	1,71
	2020-05-13	FPC0427	2027-04-27	4 074,60	2,09
7	2020-05-27	PS0123	2023-01-25	50,00	0,58
	2020-05-27	PFR0325	2025-03-31	1 011,00	1,71
	2020-05-27	PFR0925	2025-09-22	5 278,00	1,68
	2020-05-27	FPC0427	2027-04-27	7 999,20	1,92
8	2020-06-10	FPC0427	2027-04-27	1 861,34	1,82
	2020-06-10	PFR0627	2027-06-07	4 490,00	1,87
	2020-06-10	WS0428	2028-04-25	83,00	1,29
	2020-06-10	FPC0630	2030-06-05	1 964,50	2,14

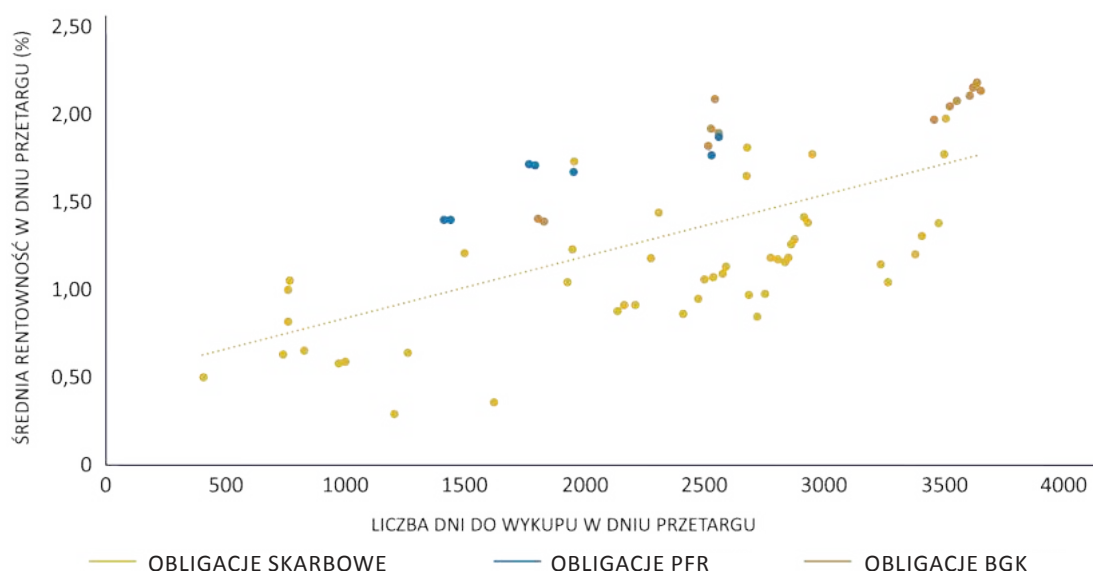


NR	Data przetargu	Nazwa papieru	Data zapadalnoŝci	Wartoŝć nominalna przyjeta (mln PLN)	Ŝrednia rentownoŝć (%)
9	2020-06-24	DS0727	2027-07-25	15,00	1,13
	2020-06-24	WS0428	2028-04-25	190,00	1,26
	2020-06-24	DS1029	2029-10-25	180,00	1,31
	2020-06-24	FPC0630	2030-06-05	1 990,40	2,18
10	2020-07-08	DS1023	2023-10-25	105,00	0,29
	2020-07-08	FPC0725	2025-07-03	2 686,76	1,39
	2020-07-08	DS0726	2026-07-25	285,00	0,91
	2020-07-08	PFR0627	2027-06-07	150,00	1,77
	2020-07-08	DS0727	2027-07-25	130,00	1,09
	2020-07-08	WS0428	2028-04-25	245,00	1,18
	2020-07-08	FPC0630	2030-06-05	1 537,00	2,15
11	2020-07-22	FPC0725	2025-07-03	367,83	1,40
	2020-07-22	WS0428	2028-04-25	106,00	1,16
	2020-07-22	DS1029	2029-10-25	67,00	1,20
	2020-07-22	FPC0630	2030-06-05	1 044,70	2,11
12	2020-08-19	DS0726	2026-07-25	65,00	0,91
	2020-08-19	DS0727	2027-07-25	192,00	1,07
	2020-08-19	WS0428	2028-04-25	100,00	1,17
13	2020-09-16	DS0726	2026-07-25	170,00	0,88
	2020-09-16	DS0727	2027-07-25	110,00	1,06
	2020-09-16	WS0428	2028-04-25	280,00	1,18
	2020-09-16	FPC0630	2030-06-05	125,00	2,08
14	2020-10-14	DS0727	2027-07-25	20,00	0,95
	2020-10-14	WS0428	2028-04-25	150,00	0,98
	2020-10-14	FPC0630	2030-06-05	1 149,90	2,05
15	2020-11-18	PS0425	2025-04-25	80,00	0,36
	2020-11-18	WS0428	2028-04-25	95,00	0,85
	2020-11-18	DS1029	2029-10-25	39,49	1,04
16	2020-12-16	DS1029	2029-10-25	276,00	1,14
	2020-12-16	DS0727	2027-07-25	210,00	0,86
	2020-12-16	WS0428	2028-04-25	32,00	0,97
	2020-12-16	FPC0630	2030-06-05	1 144,42	1,97
OGÓŁEM				107 140,93	

Źródło: dane NBP

Średnia rentowność nabywanych obligacji była zróżnicowana (w zależności od ich parametrów, tj. czas do wykupu, oprocentowanie, emitent, warunki rynkowe itp.) i wahała się w przedziale 0,29% do 2,19% (Wykres 3.4.). Obligacje PFR (na wykresie punkty w kolorze niebieskim) oraz BGK (na wykresie punkty w kolorze brązowym) były zwykle skupowane z wyższą średnią rentownością

aniżeli porównywalne co do zapadalności obligacje skarbowe, co nie powinno dziwić, biorąc pod uwagę zarówno czynnik ryzyka emitenta oraz fakt, że od obligacji skarbowych utrzymywanych przez banki nie jest pobierany podatek bankowy. Średni okres do wykupu obligacji nabywanych przez NBP w ramach przetargów wynosił od 1 do ponad 9 lat (ściślej od 404 do 3647 dni).

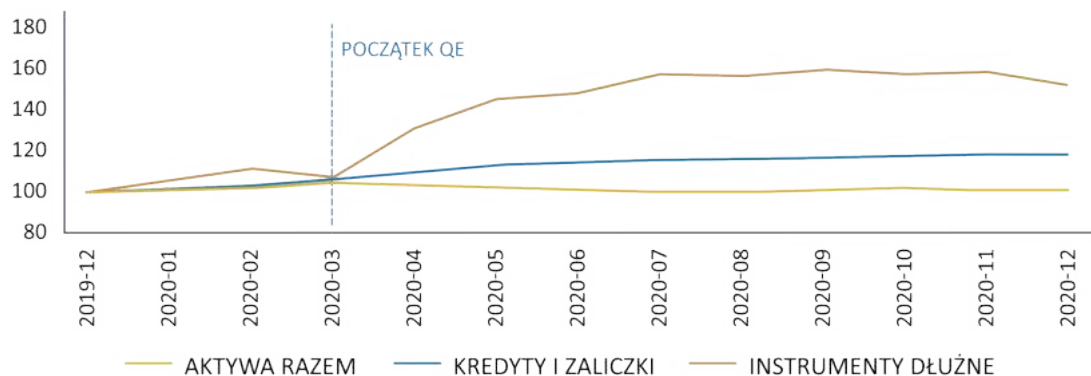


Wykres 3.4. Średnia rentowność a czas do wykupu obligacji nabywanych przez NBP w ramach QE

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych NBP

W związku z uruchomieniem operacji skupu aktywów przez NBP suma aktywów sektora bankowego wzrosła w 2020 r. z poziomu 1,991 bln PLN do 2,343 bln PLN, a więc o blisko 18%. W tym czasie wartość bilansowa instrumentów dłużnych przyrosła aż o 52% przyczyniając się w znacznym stopniu do zmian struktury bilansu sektora bankowego (Wykres 3.5). Udział instrumentów dłużnych w aktywach ogółem wzrósł bowiem z 23% na koniec grudnia 2019 r. do 30% na koniec grudnia 2020 r., przy równoczesnym spadku udziału kredytów i zaliczek z 67% do 57%.

W 2020 r. nastąpił też wyraźny wzrost podaży pieniądza. Baza monetarna (M0) zwiększyła się o ponad 26%, głównie na skutek silnego przyrostu pieniądza gotówkowego w obiegu (z kasami monetarnych instytucji finansowych), który w całym 2020 r. wyniósł 83,016 mld PLN (wzrost o 36,5%). Największy wzrost ilości pieniądza w obiegu miał miejsce w marcu i kwietniu 2020 r. (około 51 mld PLN) i wynikał przede wszystkim ze względów przezornościowych i obaw gospodarstw domowych o dostępność środków zgromadzonych na rachunkach bankowych, jak też



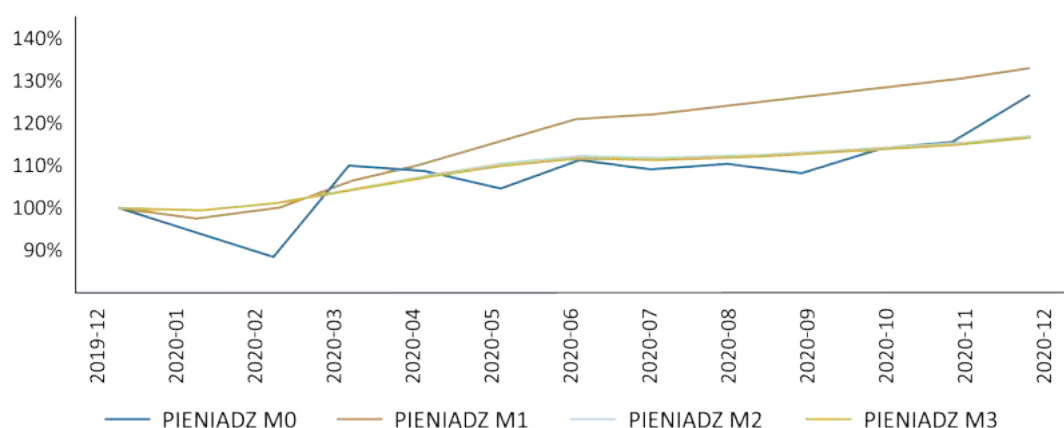
Wykres 3.5. Skumulowany wzrost wybranych pozycji bilansu sektora bankowego w 2020 r. (grudzień 2019 r. = 100%)

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych NBP



ze zmiany sposobu funkcjonowania niektórych branż gospodarki w okresie obowiązywania ograniczeń epidemicznych. Z kolei wielkość środków zgromadzonych przez banki i SKOKi na rachunkach w banku centralnym na przestrzeni całego 2020 r. ostatecznie nieznacznie zmniejszyła się (o 3,6%), przy czym w ciągu roku oznaczała się dużymi wahaniami, oscylując w przedziale między 23,765 mld PLN w maju 2020 r. a 64,543 mld PLN w marcu 2020 r. Spośród agregatów monetarnych, w największym stopniu, bo o około 376,8 mld PLN (tj. o 33%), wzrosła podaż pieniądza

mierzona agregatem M1, obejmującym pieniądź gotówkowy w obiegu (poza kasami monetarnych instytucji finansowych) oraz depozyty i inne zobowiązania bieżące (złotowe i walutowe) wobec podmiotów krajowych innych niż monetarne instytucje finansowe i instytucje rządowe szczebla centralnego. Fakt ten odzwierciedla wzmożoną skalę akumulacji środków finansowych w formie gotówkowej i na depozytach bieżących przez podmioty sektora niefinansowego w następstwie ograniczenia wydatków konsumpcyjnych i inwestycyjnych.



Wykres 3.6. Skumulowany wzrost agregatów pieniężnych w 2020 r. (grudzień 2019 r. = 100%)

Źródło: Narodowy Bank Polski

3.2.3. Specyfika QE w Polsce

Program luzowania ilościowego realizowany przez NBP, choć w swej naturze nie odbiegał jakoś szczególnie od programów QE realizowanych przez inne banki centralne wykorzystujące to narzędzie niekonwencjonalnej polityki monetarnej w odpowiedzi na szok makroekonomiczny wywołany pandemią, to ze względu na pewne uwarunkowania prawne i ekonomiczne na poziomie krajowym charakteryzował się pewną specyfiką. Ogólnie ujmując, specyfikę tę można rozpatrywać z punktu widzenia:

- a) problemu monetyzacji długu publicznego w warunkach braku przejrzystości procesu zarządzania długiem publicznym,
- b) mechanizmu naliczania podatku bankowego,
- c) postępującej renacjonalizacji sektora bankowego,
- d) jakości nabywanych instrumentów (w przypadku obligacji PFR),
- e) sposobu komunikowania z rynkiem w zakresie działań QE.

Przyjęte w Polsce rozwiązania systemowe uniemożliwiający pokrywanie deficytu budżetowego przez zaciąganie zobowiązań w NBP (art. 220 ust. 2 Konstytucji z 1997 r.) oraz wyznaczony maksymalny i nieprzekraczalny pułap dla wielkości państwowego długu publicznego na poziomie 60% PKB stanowią formalne ograniczenie dla władz fiskalnych i monetarnych do wykorzystywania banku centralnego do finansowania bieżących potrzeb budżetu państwa. W praktyce jednak, w celu uniknięcia ryzyka naruszenia istniejących ograniczeń formalnych, stworzony został mechanizm wykorzystujący podmioty trzecie, tj. PFR oraz BGK, jako wehikuły finansowania zadań rządowych związanych ze zwalczaniem skutków pandemii. Podmioty te, zgodnie z klasyfikacją ESA, są klasyfikowane poza sektorem *general government*, przez co ich finansowanie nie powiększa deficytu budżetowego (według metody krajowej). Tym samym, część wygenerowanego w okresie pandemii długu publicznego, nabywanego następnie w ramach operacji luzowania ilościowego, została celowo wyłączona spod rygoru zaliczania do konstytucyjnych limitów zadłużenia, zniekształcając faktyczny obraz jego wielkości. Równocześnie, poza sferę Ministerstwa Finansów, które jest odpowiedzialne za zarządzanie długiem publicznym została przesunięta odpowiedzialność instytucjonalna za tę część zadłużenia krajowego,

czyniąc cały proces jego zarządzania i kontroli mniej przejrzystym oraz obciążonym większym ryzykiem politycznym związanym z możliwością niekontrolowanego wzrostu zadłużenia oraz nieefektywnej alokacji środków. Ten sposób działania jest szczególnie niebezpieczny, biorąc pod uwagę postępujący od kilku lat proces erozji systemu instytucji demokratycznego państwa, co znajduje swe odzwierciedlenie między innymi we wskazaniach indeksu Democracy Index, opracowywanego przez Economist Intelligence Unit, klasyfikującego Polskę jako wadliwą demokrację na 50 miejscu na świecie (6,85/10 pkt. w 2020 r.), czy indeksu Democracy Score publikowanego przez Freedom House, zaliczającego Polskę do krajów z częściowo skonsolidowaną demokracją (4,93/7 pkt w 2020 r.). Aktywny udział NBP w procesie zniekształcania obrazu długu publicznego zasługuje na słowa krytyki. Realizowanie bowiem operacji luzowania ilościowego w warunkach braku przejrzystości zarządzania długiem publicznym nadweręża postrzeganą niezależność banku centralnego, a tym samym wiarygodność ram polityki gospodarczej, co, jak wskazuje agencja Fitch, niesie ze sobą zwiększenie ryzyk makroekonomicznych związanych z QE (PAP 2020).

Problem ten jest szczególnie newralgiczny w sytuacji postępującej renacjonalizacji sektora bankowego. Na koniec grudnia 2020 r. udział banków z udziałem skarbu państwa w sumie aktywów kształtował się na poziomie 44,7%. Fakt ten sprawia, że realizowanie operacji QE z wykorzystaniem instytucji bankowych zależnych de facto od władz centralnych wzmacnia ryzyko nieefektywności prowadzonych działań oraz zaburza funkcjonowanie mechanizmów rynkowych na rynku obligacji. Sytuacja ta znajduje częściowe potwierdzenie w doniesieniach na temat przebiegu przetargów obligacji w ramach strukturalnych operacji otwartego rynku, zwłaszcza w początkowym okresie trwania pandemii, kiedy to NBP dokonywał skupu aktywów głównie od banków państwowych, nie przyjmując niektórych ofert, składanych przez niepaństwowe banki (Rzońca, 2020). Znajomość szczegółowych informacji na temat przebiegu przetargów mogłaby rzucić światło na faktyczną skalę tego problemu.

Specyfika polskiego QE wynika również ze specyfiki przyjętego w 2016 r. rozwiązania w zakresie tzw. podatku bankowego. Mechanizm jego naliczania oparty jest o wartość aktywów, nie zaś dochodowość prowadzonej działalności. Co znamienne w kontekście QE, obligacje skarbowe, jako składnik aktywów bankowych, nie są wliczane do podstawy opodatkowania, podczas gdy inne rodzaje instrumentów dłużnych czy należności są opodatkowane. Tym samym, banki są niejako systemowo motywowane do zakupu obligacji skarbowych, a nie do zwiększania akcji kredytowej, co jest zwykle celem programów stymulacji

monetarnej. W konsekwencji, w warunkach niskich stóp procentowych oraz wzmożonych operacji strukturalnych, nastąpił wyraźny przyrost instrumentów dłużnych w bilansach banków, co pociągnęło za sobą automatyczne zmiany struktury bilansowej aktywów kosztem wielkości udziału kredytów. Podatek bankowy w istniejącej formie stał się więc w pewnym zakresie hamulcem impulsów monetarnych, które miały przełożyć się na wyraźny wzrost akcji kredytowej. W przypadku obligacji PFR i BGK, choć nie powodują one obniżenia podstawy opodatkowania, to efekt był podobny, gdyż wysokość podatku bankowego została uwzględniona w wysokości oprocentowania tych obligacji.

Warto w tym miejscu także wspomnieć o specyficznym charakterze obligacji PFR, które stanowiły jeden z podstawowych instrumentów nabywanych przez NBP w ramach luzowania ilościowego (łączny zakup w 2020 r. to 18,874 mld PLN). Środki z ich emisji były przeznaczone na finansowanie programu wsparcia przedsiębiorstw (tzw. tarczy finansowej), w tym w formie częściowo umarzanych subwencji. Bezwrotny charakter udzielanej firmom doraźnej pomocy finansowej z pozyskanych środków, rodzi określone skutki zarówno u emitenta obligacji oraz po stronie ich finalnego nabywcy, czyli NBP. W przypadku, gdy PFR nie będzie w stanie wywiązać się w terminie ze swoich zobowiązań odsetkowych czy dokonać wykupu obligacji, co jest w zasadzie pewne, o ile w międzyczasie nie pozyska środków z innych źródeł, to zaistnieje konieczność uruchomienia gwarancji skarbowych celem zaspokojenia roszczeń obligatariuszy. Zastosowany mechanizm rozliczenia należy zatem traktować jako celową formę odroczenia (ukrycia) długu publicznego, a udział banku centralnego w tym mechanizmie – poprzez QE – jako przejaw braku należytej troski o przejrzystość finansów publicznych.

Ważnym elementem prowadzenia polityki pieniężnej jest odpowiednia i transparentna komunikacja z otoczeniem. W tym zakresie, w okresie luzowania ilościowego, NBP przyjął model ograniczonej komunikacji z rynkami finansowymi, rezygnując z przeprowadzania konferencji prasowych po posiedzeniach Rady, dających możliwość prowadzenia dyskusji czy zadawania pytań. Polityka komunikacyjna sprowadzała się głównie do publikacji informacji po posiedzeniach RPP (wraz z opisami dyskusji) oraz komunikatów Zarządu NBP. Zdawkowa formuła komunikacji z otoczeniem była źle oceniana przez rynek i stała w wyraźnej kontrapozycji do standardów działania władz innych banków centralnych, zwłaszcza krajów rozwiniętych. W zakresie informowania o planowanym QE bank centralny nie zdecydował się również na wykorzystanie formuły *forward guidance* i doprecyzowanie skali oraz ram czasowych luzowania ilościowego, co jest



częstym elementem polityki komunikacyjnej innych banków. Wreszcie, dziwić może też uporczywe utrzymywanie przez władze NBP, iż działania w zakresie skupu aktywów nie służą wspieraniu działań antykryzysowych rządu. W praktyce tak przecież w znacznym stopniu jest, co zostało potwierdzone przez szereg opinii, w tym raport NIK. Nie musi to bynajmniej oznaczać automatycznie, że są to z definicji działania błędne czy niedopuszczalne. Wspieranie polityki gospodarczej rządu, o ile nie ogranicza to utrzymania stabilności cen, jest przecież także celem działalności NBP. O wiele groźniejsze jest dezinformowanie na temat realizowanych działań i brak transparentnej komunikacji z otoczeniem, gdyż osłabia to autorytet banku centralnego i podważa zaufanie społeczne do tej instytucji.

3.3. Skutki niekonwencjonalnych działań podejmowanych przez NBP

W trakcie światowego kryzysu finansowego z pierwszej dekady XXI wieku Polska nie stosowała niekonwencjonalnych narzędzi polityki makroekonomicznej, zwłaszcza monetarnej. Wprawdzie w roku 2009, w wyniku osłabienia aktywności, w gospodarce pojawił się szereg niekorzystnych zjawisk, jednakże zarówno władze fiskalne, jak i monetarne postanowiły przeciwdziałać tym niekorzystnym zjawiskom w sposób konwencjonalny. W latach bezpośrednio następujących po wybuchu kryzysu wzrosły deficyty budżetowe i dług publiczny, obniżyło się tempo wzrostu gospodarczego i wzrosło bezrobocie, także inflacja utrzymywała się przejściowo na podwyższonym poziomie, jednakże polityka makroekonomiczna, poza koniecznym dostosowaniem deficytu fiskalnego do istniejących uwarunkowań gospodarczych, nie ulegała istotnym zmianom. Władze polskiego banku centralnego praktycznie rzecz biorąc w całym okresie kryzysu i pokryzysowym prowadziły politykę pieniężną zgodnie z przyjętymi regułami strategii bezpośredniego celu inflacyjnego, utrzymując stopy procentowe na relatywnie wysokim poziomie. Nie podejmowano także skupu aktywów finansowych, przekraczającego potrzeby oddziaływania na płynność w sektorze bankowym, umożliwiającą utrzymanie krótkoterminowych stóp rynku międzybankowego na pożądanym poziomie.

W okresie kryzysu spowodowanego pandemią COVID – 19 sytuacja uległa radykalnej zmianie. Już w momencie pojawienia się pierwszych przypadków zakażenia wirusem podjęto działania, zarówno o charakterze fiskalnym, jak i monetarnym, mające na celu przeciwdziałanie skutkom kryzysu. W sferze fiskalnej ogłoszono kilka tzw. tarcz antykryzysowych, których ostateczna skala oraz ich wpływ na pozycję sektora

finansów publicznych jest trudny do oszacowania, gdyż koszty działań antykryzysowych są ponoszone przez kilka instytucji (BGK, PFR, ZUS, itd.) a łączna ich wartość nie jest w tej chwili znana. Według informacji z marca 2020 roku wartość pomocy dla gospodarki miała wynieść 212 mld zł. Jak z kolei podała na początku 2021 roku minister rodziny i polityki społecznej do 5 stycznia 2021 roku do przedsiębiorstw trafiła pomoc o wartości 172,6 mld zł.

Z punktu widzenia tematu tego opracowania ważniejsza jest ocena polityki monetarnej. Rada Polityki Pieniężnej zareagowała relatywnie szybko na pojawiające się informacje o rozwoju pandemii COVID–19 w otoczeniu Polski, a także na pierwsze wypadki zakażeń w naszym kraju. Na posiedzeniu 18 marca 2020 roku RPP obniżyła stopy procentowe: stopę referencyjną do 1%, stopę lombardową do 1,5%, a stopę depozytową do 0,5%. W trakcie kolejnego posiedzenia, 29 kwietnia 2020 roku dokonano dalszych obniżek: stopy referencyjnej do 0,5%, stopy lombardowej do 1%, a stopy depozytywnej do 0%. Wreszcie 29 maja stopa referencyjna została obniżona do 0,1%, stopa lombardowa do 0,5% a stopa depozytowa została utrzymana na poziomie ustalonym 29 kwietnia. Można zatem stwierdzić, że Polska dołączyła do tych krajów, które stosują politykę niskich stóp procentowych, ustanawiając je na poziomie bliskim zera, równym zeru lub przyjmujących wartości ujemne.

Wraz z obniżką stóp procentowych NBP podjął, wzorem innych banków centralnych, operacje luzowania ilościowego, polegające na skupie aktywów finansowych emitowanych przez skarb państwa lub też posiadających gwarancje skarbu państwa. W wyniku przeprowadzonych w 2020 r. operacji skupu aktywów finansowych w portfelu NBP znalazły się obligacje skarbowe i gwarantowane przez skarb państwa o wartości ponad 100 mld zł.

Skutki niekonwencjonalnych działań podejmowanych przez NBP dotyczą wielu sfer gospodarowania. Wydaje się, że najważniejsza jest ocena wpływu tych działań na:

- a) sferę realną gospodarki,
- b) sytuację sektora finansów publicznych,
- c) sytuację sektora bankowego.

Wpływ polityki monetarnej na sferę realną gospodarki dokonuje się głównie poprzez dostępność oraz koszt kredytu dla sektora niefinansowego (przedsiębiorstw i gospodarstw domowych). Po dokonanych w 2020 roku obniżkach stóp procentowych aktywa sektora bankowego zwiększyły się w sumie o 14,5%,

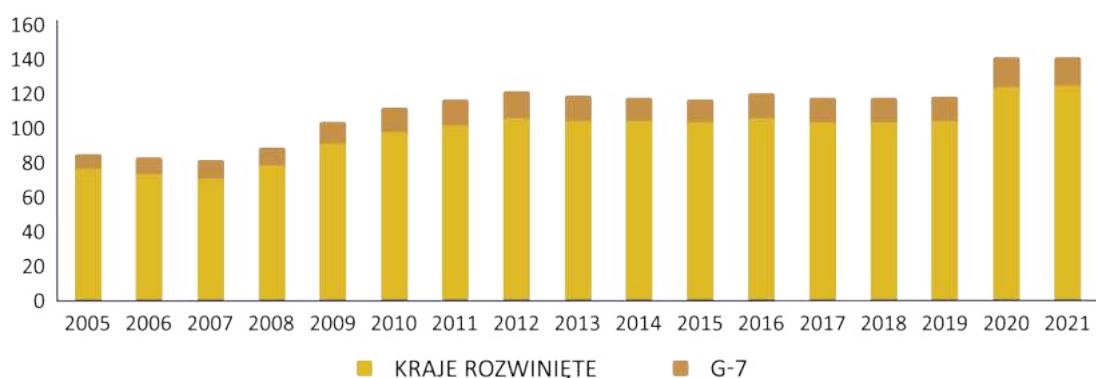
jednakże nie dotyczyło to przyrostu wartości kredytów dla sektora niefinansowego, która nie uległa zmianie po wprowadzeniu obniżek stóp procentowych. Pozycją struktury aktywów, która rosła w analizowanym okresie, są papiery wartościowe, które NBP skupował w ramach operacji luzowania ilościowego, prowadzonych od marca ubiegłego roku. Jedyną kategorią kredytu, która wykazywała wzrost w omawianym okresie, są kredyty hipoteczne dla gospodarstw domowych, które wzrosły od końca lutego do końca 2020 roku o około 4%. W tym przypadku można przyjąć, że czynnikiem pobudzającym wzrost akcji kredytowej był spadek stóp procentowych. Niskie stopy procentowe oraz wzrost wartości kredytów hipotecznych bez wątpienia przyczyniły się do osiągnięcia rekordowej liczby mieszkań oddanych do użytku. Stagnacja wartości pozostałych kredytów odzwierciedla brak zainteresowania kredytobiorców (przedsiębiorstw) zaciąganiem kredytów, zwłaszcza inwestycyjnych, ze względu na niepewną sytuację gospodarczą. Z drugiej strony, również banki, mając na uwadze pogarszającą się sytuację makroekonomiczną, stosują bardziej restrykcyjne metody oceny zdolności kredytowej. Można natomiast stwierdzić, że spadek stóp procentowych mógł się przyczynić do poprawy zdolności kredytobiorców do obsługi zaciągniętych kredytów, ze względu na spadek ich oprocentowania. W sumie jednak niepewność co do rozwoju sytuacji gospodarczej przeważa nad ewentualnym, pozytywnym oddziaływaniem obniżek stóp procentowych na rozmiary akcji kredytowej.

Drugi element niekonwencjonalnej polityki pieniężnej, a mianowicie luzowanie ilościowe, nie miał, naszym zdaniem, wpływu na rozmiary akcji kredytowej dla sektora niefinansowego. W polskim sektorze bankowym od wielu lat występuje wysoka nadpłynność, która po rozpoczęciu skupu aktywów finansowych przez NBP istotnie wzrosła – z około 120 mld zł na początku poprzedniego roku, do ponad 220 mld zł w połowie lutego 2021 roku.

Obserwacja polityki monetarnej prowadzonej przez banki centralne wysoko rozwiniętych krajów wskazuje, że podejmowane działania miały przede wszystkim na celu pomoc dla sektora finansów publicznych krajów dotkniętych kryzysem. Niskie stopy procentowe oraz zakupy rządowych papierów wartościowych na masową skalę wpływają istotnie na koszty obsługi długu publicznego oraz dostępność źródeł jego finansowania. Na wykresie 3.7. zilustrowano dane dotyczące relacji długu publicznego do PKB krajów rozwiniętych oraz najbardziej rozwiniętej części świata.

W wyniku kryzysu zadłużeniowego relacja długu publicznego do PKB krajów rozwiniętych wzrosła o około 20 punktów procentowych. Według szacunków MFW w wyniku obecnego kryzysu udział ten zwiększył się o podobną wartość, osiągając poziom rzadko spotykane w nowoczesnej historii, pomijając okresy wojen. Od 2007 do 2021 roku zapotrzebowanie na finansowanie ze strony sektora publicznego krajów rozwiniętych zwiększyło się o około 34,5 biliona USD. Zapewnienie dopływu takiej masy pieniądza nie byłoby możliwe na warunkach rynkowych, dlatego też od wielu lat powszechną praktyką banków centralnych jest masowy skup obligacji skarbowych.

Sytuacja fiskalna Polski jest korzystniejsza niż wysoko rozwiniętych gospodarek. Można zakładać, że obecny poziom deficytów oraz długu publicznego w Polsce mogłyby być sfinansowane ze źródeł prywatnych, zwłaszcza przez banki, które, jak podkreślaliśmy, posiadają nadpłynność. Obniżki stóp procentowych wraz ze skupem obligacji skarbowych oraz gwarantowanych przez skarb państwa spowodowały jednak obniżenie kosztów obsługi długu publicznego. Rynkowe rentowności 10-cio letnich obligacji skarbowych spadły od końca lutego ubiegłego roku do dzisiaj o około 40 punktów bazowych, utrzymując się na poziomie około 1,3%.



Wykres 3.7. Relacja długu publicznego krajów rozwiniętych oraz krajów grupy G-7 w latach 2005–2021 w %.
Źródło: opracowanie własne na podstawie danych MFW.



Skupując obligacje, bank centralny może oddziaływać na wybrane segmenty rynku długu. Z reguły w krajach rozwiniętych celem tych operacji było spłaszczenie krzywej dochodowości (obniżenie rentowności obligacji o dłuższych terminach zapadalności), co jednak wymaga, aby skup był prowadzony według określonych, jasnych zasad. W Polsce można się zastanowić nad wykorzystaniem tych operacji do rozwoju wybranych segmentów rynku długu, zwłaszcza rynku papierów długoterminowych, takich jak listy zastawne, które od wielu lat nie mogą zyskać odpowiedniego znaczenia w pozyskiwaniu źródeł na finansowanie rynku nieruchomości, w szczególności nieruchomości mieszkaniowych.

Instrumenty polityki pieniężnej kierowane są bezpośrednio do sektora bankowego, dlatego ich wpływ na sytuację tego sektora jest najsilniejszy. Decyzje z zakresu polityki pieniężnej wpływają na zdolność sektora bankowego do finansowania gospodarki, jego wyniki finansowe, siłę kapitałową banków, itd. Największy wpływ na sytuację sektora bankowego mają decyzje dotyczące stóp procentowych. Wpływają one na popyt na kredyt ze strony sektora niefinansowego, koszt pieniądza dla banków oraz wyniki finansowe sektora. Jak wspominaliśmy wyżej, obniżka stóp procentowych, podobnie jak w innych krajach, nie przyczyniła się istotnie do wzrostu rozmiarów akcji kredytowej. Jak można sądzić, jest to spowodowane wysokim stopniem niepewności co do rozwoju sytuacji gospodarczej w Polsce oraz na świecie w związku z pandemią COVID-19. **Negatywne skutki spadku stóp procentowych dla wyników finansowych nie zostały zrekompensowane przyrostem akcji kredytowej.**

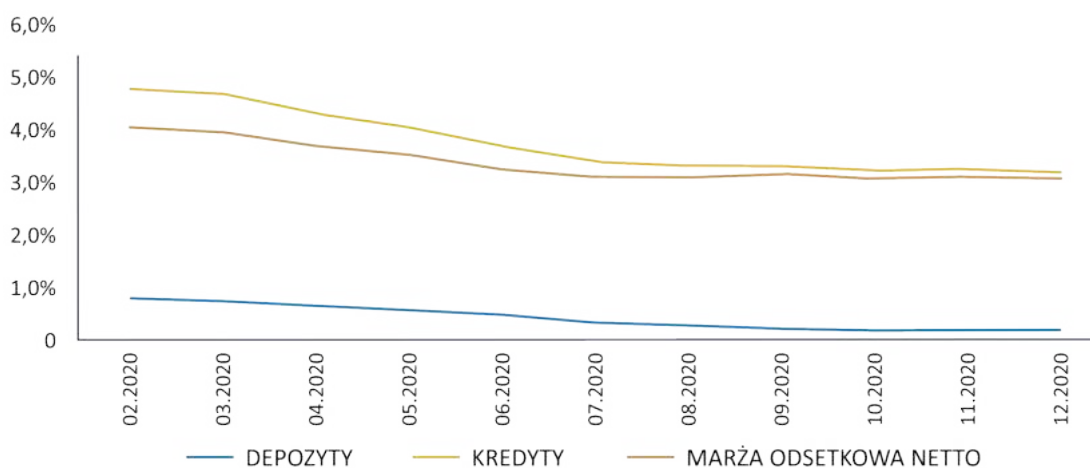
Obniżka stóp procentowych przyczyniła się natomiast do spadku marży odsetkowej netto, co było efektem długoterminowego rozwoju sytuacji w tym zakresie. W trakcie poprzedniej dekady sektor bankowy

poddawany był nadmiernym obciążeniom fiskalnym (podatek bankowy, koszty regulacyjne) i był, w warunkach silnej presji konkurencyjnej, zmuszony do poszukiwania możliwości dodatkowego zysku głównie poprzez spadek oprocentowania depozytów bankowych. Niemal przez całą poprzednią dekadę był to główny czynnik, który pozwalał utrzymywać wyniki finansowe na niezmiennym poziomie, przy gwałtownym spadku rentowności z ponad 12% na początku poprzedniej dekady (2011 rok) do około 3,5% w roku 2020.

Tendencje te pogłębiły się w roku 2020. Przychody z tytułu odsetek spadły o 14%, natomiast koszty odsetek o 43%. Ponieważ przeciętne oprocentowanie depozytów spadło w ubiegłym roku do 0,1%, toteż praktycznie rzecz biorąc ten czynnik wzrostu zysku został wykorzystany całkowicie.

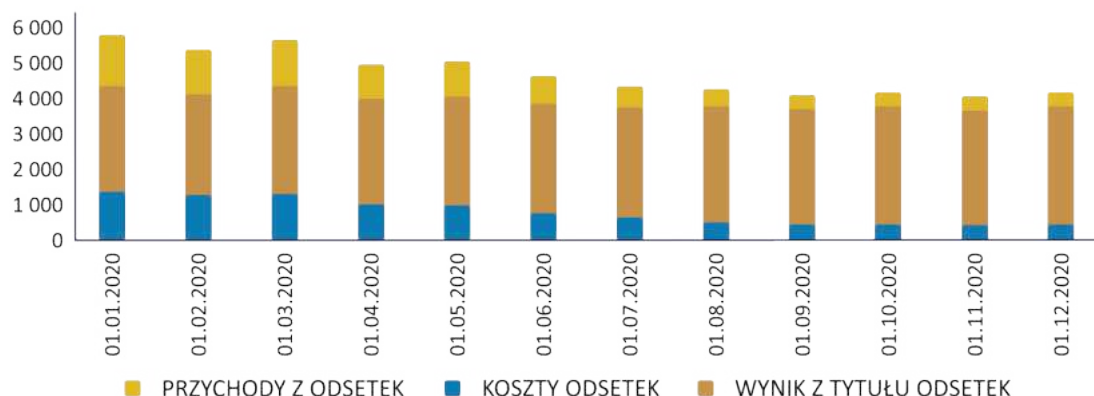
Wykres 3.8. ilustruje relacje pomiędzy przeciętnym oprocentowaniem depozytów, kredytów oraz marżą odsetkową netto, jakie wystąpiły po obniżkach stopy referencyjnej NBP od marca do maja 2020 roku.

Jak wynika z danych zamieszczonych na wykresie 3.8. przeciętne oprocentowanie depozytów zmniejszyło się pomiędzy końcem lutego a końcem grudnia 2020 roku o 0,7 punktu procentowego. W tym samym czasie przeciętne oprocentowanie kredytów spadło o 1,6 punktu procentowego. Dalsze obniżanie stopy oprocentowania depozytów jest praktycznie rzecz biorąc, zwłaszcza dla klientów indywidualnych, niemożliwe, gdyż musiałoby oznaczać wprowadzenie ujemnych stóp procentowych. Przy równoczesnym nacisku na spadek oprocentowania kredytów ze względu na presję konkurencyjną będzie to prowadzić do dalszej erozji wyników finansowych. Zys netto sektora bankowego w 2020 roku obniżył się w stosunku do roku 2019 o 6041 mln zł, z 13 806 mln zł do 7776 mln zł.



Wykres 3.8. Oprocentowanie depozytów, kredytów, marża odsetkowa w okresie II-XII 2020 r.

Źródło: dane NBP



Wykres 3.9. Przychody, koszty oraz wynik z tytułu odsetek w kolejnych miesiącach 2020 roku w mln zł.

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych KNF.

Na wykresie 3.9. przedstawiono kształtowanie się przychodów z tytułu odsetek, kosztów odsetek oraz wyniku z tytułu odsetek w kolejnych miesiącach 2020 roku, w którym dokonano trzech obniżek stóp procentowych przez RPP, które wywarły istotny wpływ na kształtowanie się wspomnianych wyżej danych.

Na początku 2020 roku (I kwartał) średnie miesięczne przychody z tytułu odsetek kształtowały się na przeciętnym poziomie 5,6 mld zł. W kolejnych miesiącach, wraz ze spadkiem stóp procentowych, przychody te obniżały się, stabilizując się na poziomie około 4,13 mld zł średnio miesięcznie w ostatnim kwartale, co oznaczało spadek o 26,4% w porównaniu do średniej miesięcznej z pierwszego kwartału. Podobnym tendencjom podlegały koszty odsetek oraz wynik z tytułu odsetek. Średnie miesięczne koszty odsetek w czwartym kwartale 2020 roku były niższe o 68,6% niż w pierwszym kwartale, a wynik z tytułu odsetek był niższy o 13,4%.

Niski, bliski zera, poziom oprocentowania depozytów bankowych oznacza, że realna stopa procentowa jest głęboko ujemna. Może to, obok negatywnego wpływu na wyniki finansowe sektora bankowego, prowadzić do niekorzystnych z makroekonomicznego punktu widzenia skutków w postaci spadku oszczędności krajowych oraz wzrostu inflacji, gdyż utrzymywanie zasobów pieniądza na rachunkach bankowych jest w tych warunkach nieopłacalne.

Jak już zaznaczaliśmy wcześniej, sektor bankowy posiadał przed przystąpieniem do luzowania ilościowego wystarczającą płynność, aby rozwijać akcję kredytową oraz kupować instrumenty finansowe. Sprzedając NBP obligacje skarbowe banki osiągały przejściowo korzyści finansowe, gdyż obligacje nabyte wcześniej, przy wyższym poziomie stóp procentowych, były sprzedawane powyżej ich cen nominalnych, przynosząc zyski kapitałowe. Jak wynika

z informacji PAP z dnia 17.07.2020 r. NBP nabył do dnia 10 lipca 2020 roku obligacje o wartości nominalnej 101,3 mld zł, płacąc za nie 106,8 mld zł. Możemy zatem szacować, że banki sprzedając NBP obligacje zrealizowały zysk kapitałowy w wysokości 5,5 mld zł.

Analizując skutki skupu aktywów dla sektora bankowego należy podkreślić, że polski sektor bankowy od wielu lat posiada istotną nadpłynność, która w lutym 2020 roku, a więc przed rozpoczęciem przez NBP niekonwencjonalnej polityki pieniężnej, wynosiła około 120 mld zł, a po rozpoczęciu skupu aktywów finansowych wzrosła do około 220 mld zł. Zwiększona płynność sektora bankowego ułatwiała utrzymanie niskiego poziomu stóp procentowych, które zostały ustanowione w pierwszej połowie ubiegłego roku.

3.4. Luzowanie ilościowe a możliwości finansowania strategicznych programów gospodarczych w Polsce

Oczekuje się, że w celu powrotu do ścieżki dynamicznego wzrostu gospodarczego władze publiczne będą nadal prowadziły ekspansywną politykę fiskalną. W tym celu planowana jest realizacja strategicznych projektów strukturalnych. Jeszcze przed wybuchem pandemii były one na etapie opracowywania na poziomie krajowym, jak i Unii Europejskiej. Dotyczy to przede wszystkim działań w zakresie Programu Budowy Dróg Krajowych, Krajowego Programu Kolejowego, Umowy o Zielonym Ładzie czy realizacji programów mieszkaniowych. Silna recesja w 2020 roku w większości nie podważyła zasadności tych działań. Stały się one jeszcze bardziej priorytetowe w celu szybkiej odbudowy popytu inwestycyjnego polskiej gospodarki.

Zasadnym jest postawienie pytania czy przy rosnących potrzebach pożyczkowych sektora publicznego,



realizacji strategicznych projektów inwestycyjnych, ograniczonej akumulacji kapitału w gospodarce w okresie recesji, podaż emitowanych instrumentów dłużnych znajdzie wystarczający popyt na rynku finansowym. Pytanie jest tym bardziej istotne, że największy filar sektora finansowego w Polsce – sektor bankowy – w tym samym czasie jest konfrontowany z rosnącymi wymaganiami kapitałowymi, choćby ze względu na tzw. MREL. Ograniczony popyt i bardzo wysoka podaż instrumentów dłużnych na rynku finansowym powinna prowadzić do istotnego wzrostu rentowności tych instrumentów. W konsekwencji wzrósłby koszt obsługi długu, zarówno dla sektora publicznego, jak i przedsiębiorstw. W takiej sytuacji powrót do szybkiego tempa wzrostu gospodarczego byłby poważnie zagrożony.

W sytuacji, gdy program skupu aktywów finansowych przez bank centralny byłby nadal kontynuowany, może stanowić on istotny element struktury popytu na rynku finansowym. Dzięki temu w nadchodzącej przyszłości możliwa byłaby absorpcja zwiększonej podaży dłużnych papierów wartościowych związana między innymi z finansowaniem wyżej wymienionych projektów inwestycyjnych. Co ważne, działania banku centralnego w tym zakresie wymagałyby jednak zapewnienia pełnej transparentności finansowanych z tego źródła działań, zaliczenia finansowanego długu do obowiązujących limitów zadłużenia państwa oraz zapewnienia pełnej kontroli społecznej (na poziomie parlamentu) nad procesem wydatkowania środków. Bez spełnienia tych wymogów, realizacja QE w Polsce może zagrozić stabilności systemu finansowego.

Program luzowania ilościowego może prowadzić w sektorze bankowym do tzw. *portfolio rebalancing*. W sytuacji, gdy bank centralny skupowałby przede wszystkim skarbowe papiery wartościowe oraz pozostałe instrumenty gwarantowane przez Skarb Państwa, ich rentowność utrzymywałaby się na bardzo niskim poziomie. Niska rentowność tych aktywów zmuszałaby sektor bankowy do większej aktywności na rynku instrumentów o wyższym poziomie rentowności oraz o wyższym ryzyku, w celu utrzymania dotychczasowej rentowności aktywów. W konsekwencji zmiany polityki inwestycyjnej sektora bankowego wzrósłby popyt na instrumenty finansujące na przykład niepubliczne inwestycje związane z Umową o Zielonym Ładzie czy też inwestycje mieszkaniowe. W ten sposób polityka luzowania ilościowego banku centralnego mogłaby wspierać zarówno finansowanie inwestycji publicznych, jak również pośrednio skierować część popytu kreowanego przez sektor bankowy w kierunku inwestycji niepublicznych zapewniając im finansowanie. Aby sektor bankowy był zainteresowany inwestycjami innymi niż skarbowe papiery wartościowe, wszystkim inwestycjom powinny towarzyszyć takie same uwarunkowania podatkowe. Skarbowe papiery wartościowe są wyłączone z opodatkowania podatkiem bankowym, a w konsekwencji ich pozycja na rynku finansowym jest uprzywilejowana i ogranicza pozytywne skutki działania *portfolio rebalancing* dla gospodarki. W związku z tym należy zreformować sposób naliczania podatku bankowego, między innymi w taki sposób, by traktował wszystkie aktywa finansowe równorzędnie lub całkowicie znieść ten podatek.



Wpływ niekonwencjonalnej polityki monetarnej na rozwój akcji kredytowej sektora bankowego





Ekspansywna polityka monetarna banku centralnego może oddziaływać na sektor bankowy za pomocą kilku kanałów transmisji. Jednym z podstawowych jest kanał stóp procentowych. Środowisko niskich stóp procentowych może wpływać negatywnie na rentowność sektora bankowego. Spadek rynkowych stóp procentowych najczęściej ogranicza marżę odsetkową netto banków komercyjnych. Pomimo tej negatywnej relacji należy zwrócić uwagę na pozytywne konsekwencje niskich stóp procentowych na rynku finansowym. Ograniczanie oprocentowania sprawia, że zmniejszają się obciążenia odsetkowe z tytułu obsługi zadłużenia. Z tego powodu kredyt bankowy staje się relatywnie bardziej dostępny dla klientów. W związku z tym banki komercyjne w łatwiejszy sposób mogą zaoferować swój produkt, którym w tym przypadku jest tańszy kredyt bankowy, na przykład tańszy kredyt hipoteczny. Dodatkowo mniejsze obciążenia z tytułu obsługi zadłużenia mają również pozytywny wpływ na dotychczasowy portfel kredytowy banku. Mniejsze obciążenia z tytułu obsługi kredytu mają pozytywny wpływ na ograniczanie portfela kredytów zagrożonych (ang. *non performing loans*). W związku z tym mniejsze odpisy z tego tytułu powinny również sprzyjać zwiększonej akcji kredytowej sektora bankowego.

Ekspansywna polityka monetarna wykorzystująca również skup aktywów na rynku finansowym może mieć wpływ na rozwój akcji kredytowej przede wszystkim poprzez mechanizm *portfolio rebalancing* omówiony wcześniej. Skup aktywów ogranicza rentowność między innymi bezpiecznych długoterminowych instrumentów dłużnych. W związku z tym inwestorzy mają większą skłonność do angażowania kapitału w inwestycje o wyższej oczekiwanej stopie zwrotu oraz o większym ryzyku. Takim przykładem działania *portfolio rebalancing* może być reakcja sektora bankowego angażującego większe środki pieniężne w akcję kredytową zamiast w bezpieczne instrumenty

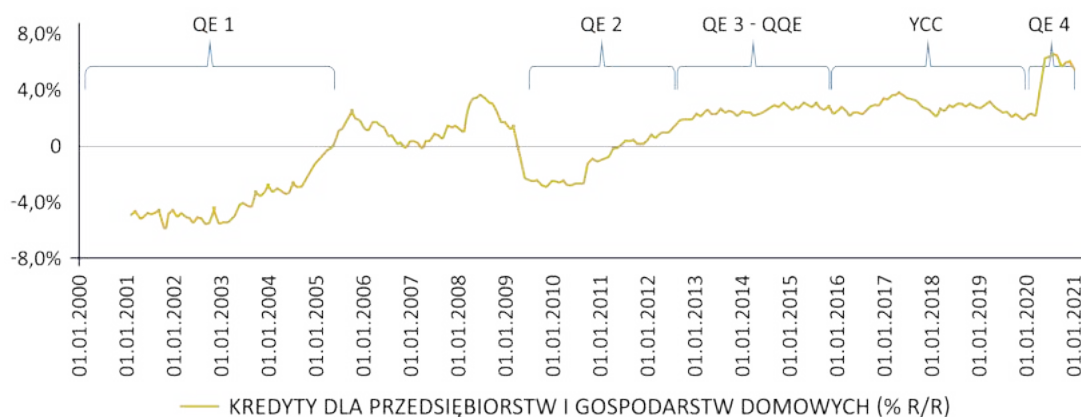
skarbowe. W związku z tym, pośrednimi beneficjentami programu skupu aktywów finansowych mogą być zarówno przedsiębiorstwa, jak i gospodarstwa domowe ubiegające się o kredyt bankowy.

4.1. Doświadczenia krajów rozwiniętych

W celu oceny wpływu polityki skupu aktywów finansowych na dynamikę akcji kredytowej zebrano dane o wartości udzielonych kredytów dla przedsiębiorstw i gospodarstw domowych. Dane dotyczą gospodarek Japonii, Stanów Zjednoczonych oraz strefy euro w okresie ostatnich dwóch dekad.

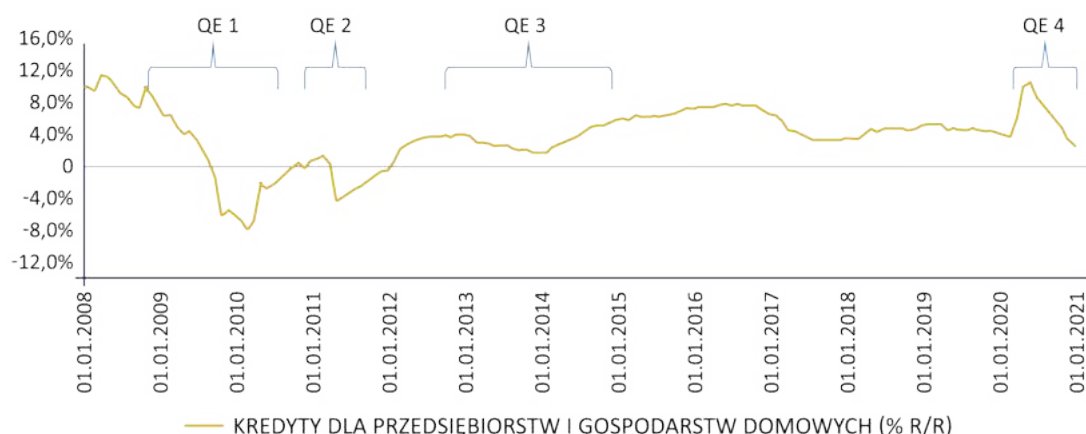
W przypadku Japonii wartość kredytów dla przedsiębiorstw i gospodarstw domowych w ostatnich dwudziestu latach rosła w średnim tempie 0,6% r/r. W analizie uwzględniono również krótszy okres – od wystąpienia globalnego kryzysu finansowego, recesji i prowadzenia niekonwencjonalnej polityki pieniężnej w skali międzynarodowej. Za początek tego okresu przyjęto styczeń 2009, a za koniec – grudzień 2020. W tym czasie wartość kredytów rosła w tempie 1,9% r/r. Analizując dynamikę wartości kredytów w trakcie przeprowadzania skupu aktywów ustalono, że nie była ona jednokrotna. W czasie dwóch pierwszych programów skupu zmiana wartości kredytów w Japonii była ujemna (-3,7%) lub bliska zero (-0,1%). Dopiero w czasie przeprowadzania trzeciego programu wartość kredytów rosła w średnim tempie 2,6% i istotnie przewyższała średnie tempo z ostatnich dwudziestu lat. Podobne tempo wzrostu (2,8%) zostało utrzymane w kolejnym okresie w trakcie rozszerzenia niekonwencjonalnej polityki monetarnej o kontrolę krzywej dochodowości (YCC).

W analogicznym okresie w Stanach Zjednoczonych tempo przyrostu wartości kredytów dla przedsiębiorstw i gospodarstw domowych wyniosło 5,4%



Wykres 4.1. Zmiana wartości kredytów udzielonych przedsiębiorstwom i gospodarstwom domowym w Japonii

Źródło: Bank Japonii



Wykres 4.2. Zmiana wartości kredytów udzielonych przedsiębiorstwom i gospodarstwom domowym w Stanach Zjednoczonych

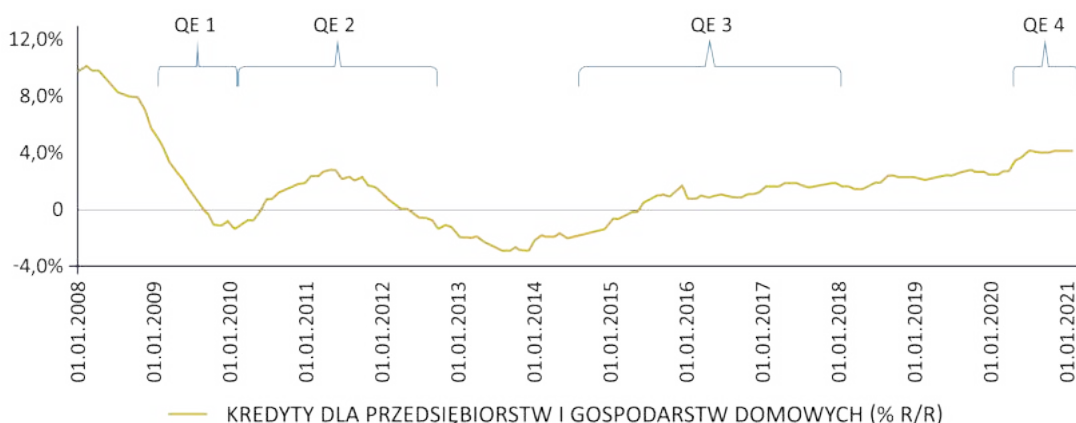
Źródło: System Rezerwy Federalnej

w latach 2001-2020 oraz 3,4% w latach 2009-2020. W okresie przypadającym na czas przeprowadzania pierwszego programu QE średnie tempo wzrostu wartości kredytów było bliskie zera (0,1% r/r). W trakcie przeprowadzania skupu w ramach programu QE 2 średnie tempo zmiany wartości kredytów utrzymywało się poniżej zera i wyniosło -1,1% r/r. Wartość portfela kredytów zaczęła wzrastać od początku 2012 roku i w okresie działania programu QE 3 wyniosła 3,4% r/r.

W strefie euro zaobserwowano niższe niż w Stanach Zjednoczonych, jednak wyższe niż w Japonii tempo wzrostu wartości kredytów w całym analizowanym okresie, i wyniosło ono 3,5%. Relatywnie wysoki wzrost był wynikiem bardzo aktywnej polityki kredytowej w europejskim systemie bankowym w pierwszej dekadzie XXI wieku. Od 2009 roku średnie tempo wzrostu wartości kredytów wyniosło zaledwie 1,0% w ujęciu rocznym. W przypadku strefy

euro w trakcie przeprowadzania programu skupu aktywów CBPP niedługo po wybuchu globalnego kryzysu finansowego tempo wzrostu wartości kredytów było minimalnie ujemne i wynosiło -0,2% r/r. W kolejnym okresie, w czasie działania programu SMP skoncentrowanego na rynkach finansowych krajów południowej Europy, przeciętna dynamika wartości kredytów wyniosła 1,2% i pozostawała poniżej średniego tempa poprzednich dwóch dekad, jednak nieznacznie powyżej tempa wzrostu wartości kredytów w latach 2009-2020. Podobne tempo utrzymywało się w trakcie działania programu skupu w latach 2014-2018.

Porównanie dynamiki wartości kredytów w poszczególnych krajach wskazuje na to, że nie ma silnego i jednoznacznego związku pomiędzy przeprowadzanymi programami skupu aktywów a dynamiką akcji kredytowej. Taka sytuacja sugeruje, że wzrost akcji kredytowej w większym stopniu zależy od ogólnej



Wykres 4.3. Zmiana wartości kredytów udzielonych przedsiębiorstwom i gospodarstwom domowym w strefie euro

Źródło: Europejski Bank Centralny



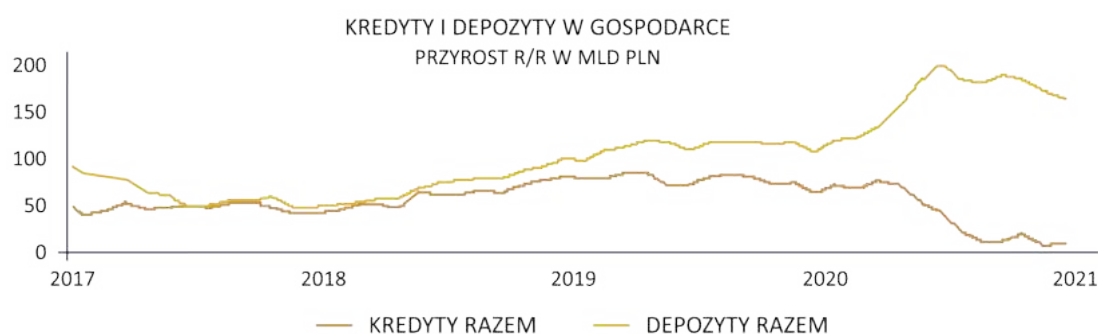
aktywności gospodarczej kraju, sytuacji na rynku pracy i sytuacji w danym w sektorze bankowym. Bardziej pogłębione analizy sektora bankowego również wskazują na słaby związek lub zupełny jego brak, pomiędzy programami skupu aktywów a wzrostem akcji kredytowej sektora bankowego. Albertazzi i in. (2016) przeanalizowali rozwój akcji kredytowej wśród 25 największych grup finansowych strefy euro w czasie wprowadzenia programu luzowania ilościowego pod koniec w okresie 2014-2015 roku. Autorzy potwierdzili, że mechanizm portfolio występował w sektorze bankowym zwiększając popyt na inwestycje o wyższym poziomie ryzyka. Był on statystycznie istotny w przypadku banków działających przede wszystkim w krajach w większym stopniu dotkniętych kryzysem finansowym⁴ w tym czasie. Natomiast nie wiązało się to ze wzrostem akcji kredytowej. W przypadku pozostałych krajów strefy euro nie wykazano zmiany struktury aktywów bankowych w obrębie posiadanych instrumentów finansowych, za to zauważono nieznaczny pozytywny wpływ na wartość kredytów udzielonych w tak zwanej realnej gospodarce. Kenourgios i Ntaiku (2019) przeprowadzili analizę panelową sektora bankowego w strefie euro w latach 2000-2016. Autorzy potwierdzili, że niekonwencjonalna polityka monetarna nie była istotnym czynnikiem kształtowania polityki kredytowej banków w strefie euro. Bowman i in. (2011) przeanalizowali sektor bankowy Japonii w okresie 2000-2009 wykazując statystycznie istotny związek pomiędzy skupem aktywów a akcją kredytową. Jednak ogólny wpływ programu skupu na wspieranie akcji kredytowej był bardzo niewielki i nie utrzymywał się w całym okresie prowadzenia programu.

W Wielkiej Brytanii, gdzie również wprowadzono programy skupu aktywów finansowych przez bank centralny, wykazano bardzo ograniczony pozytywny wpływ skupu aktywów na akcję kredytową (Joyce

i Spaltro 2014). Oszacowano, że największy wpływ skupu aktywów na akcję kredytową wystąpił po 4 kwartałach od rozpoczęcia programu. Następnie wpływ ten zanika przez kolejne 3 kwartały. Oszacowano, że pierwszy skup aktywów w okresie 2009–2010 o wartości blisko 3% PKB, zwiększył akcję kredytową w Wielkiej Brytanii zaledwie o ok. 0.3 pkt procentowego. W badaniu panelowym brytyjskiego sektora bankowego wykazano, że banki o większej bazie kapitałowej w większym stopniu zwiększały akcję kredytową. Potwierdzono tym samym pozytywną relację pomiędzy kapitalizacją sektora bankowego a aktywnością sektora w zakresie udzielania kredytów.

4.2. Sytuacja na rynku kredytów i depozytów w Polsce w okresie pandemii

Warto spojrzeć w tym kontekście na dane przedstawiające sytuację polskiego sektora bankowego po pierwszych kwartałach od rozpoczęcia skupu aktywów przez Narodowy Bank Polski w 2020 roku. W latach 2017-2019 wartość kredytów udzielonych w Polsce przedsiębiorstwom niefinansowym, gospodarstwu domowemu czy JST rosła w tempie blisko 6% r/r. W ujęciu nominalnym, przedstawionym na wykresie 4.4., wzrost wartości kredytów w roku 2019 wyniósł 61 mld zł, a w latach 2018 i 2017 odpowiednio 90 mld zł i 39 mld zł. W pierwszym kwartale 2020 roku tempo przyrostu kredytów utrzymywało się na zbliżonym poziomie do poprzedniego roku. Jednak w wyniku recesji wywołanej pandemią, tempo przyrostu kredytów konsekwentnie zwalniało w kolejnych miesiącach do poziomu poniżej 1% r/r w sierpniu 2020. Od tego momentu do końca 2020 roku można zauważyć stabilizację wartości kredytów w gospodarce. Na koniec analizowanego okresu tempo przyrostu



Wykres 4.4. Zmiana wartości kredytów i depozytów w Polsce

Źródło: Narodowy Bank Polski

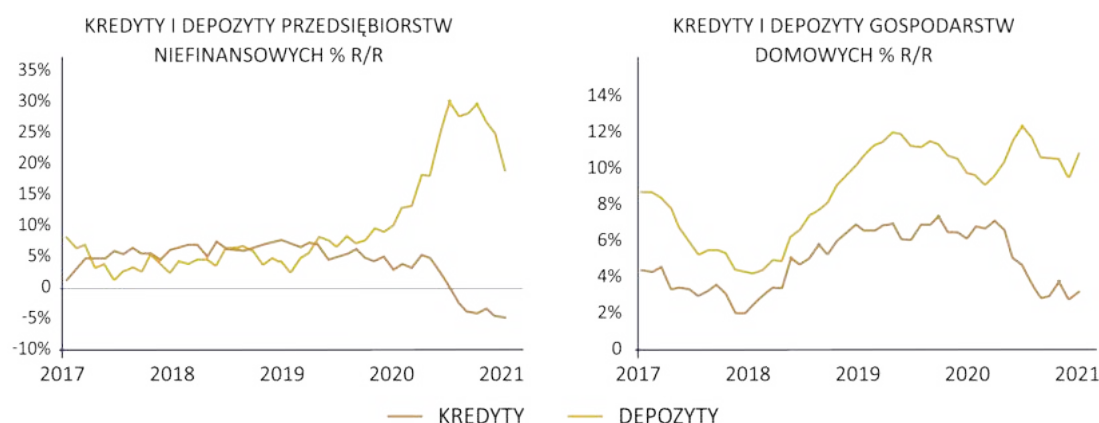
⁴ Do tej grupy zakwalifikowano Cypr, Grecję, Hiszpanię, Irlandię, Portugalię, Słowenię i Włochy

kredytów pozostało minimalnie dodatnie i wyniosło 0,6%, a w ujęciu nominalnym było wyższe o zaledwie 6 mld zł w porównaniu do grudnia 2019.

Bardzo silnemu spowolnieniu na rynku kredytów towarzyszył istotny wzrost depozytów w sektorze bankowym. Przez cały 2019 rok wartość depozytów rosła w tempie nieznacznie powyżej 100 mld zł (r/r), od kwietnia 2020 przyrost ten przyspieszył, a w czerwcu 2020 wyniósł rekordowe 201 mld zł (r/r). W drugiej połowie roku przyrost depozytów rok do roku utrzymywał się powyżej 150 mld. Przedstawione dane nie potwierdzają pozytywnej relacji pomiędzy skupem aktywów przez bank centralny a rozwojem akcji kredytowej. Wartość udzielonych kredytów przestała wzrastać w 2020 roku, a wartość depozytów wśród podmiotów niefinansowych osiągnęła rekordowy poziom. Przy tak istotnym wzroście depozytów nie może dziwić brak silnego popytu na kredyt. Istotny wzrost depozytów w otoczeniu blisko zerowych stóp procentowych był wynikiem rosnącej awersji do ryzyka przedsiębiorstw i gospodarstw domowych.

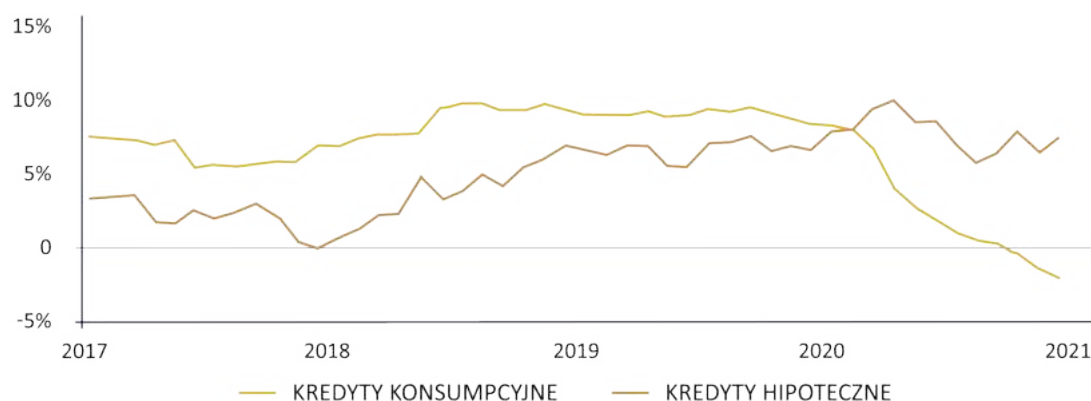
Analiza depozytów oraz kredytów osobno przedsiębiorstw oraz gospodarstw domowych pozwala w pełniejszy sposób zrozumieć dynamikę w sektorze bankowym w ostatnich kwartałach. Wartość depozytów rosła w przypadku obu analizowanych grup w 2020 roku, jednak dynamika przyrostu depozytów przedsiębiorstw była 2-3 krotnie większa niż w przypadku gospodarstw domowych. W przypadku przedsiębiorstw wzrost depozytów wynikał głównie z napływających transferów publicznych związanych z przeciwdziałaniem skutkom pandemii. W przypadku gospodarstw domowych miał związek z ograniczoną konsumpcją związaną z obowiązującymi restrykcjami w gospodarce. Nadwyżki związane z ograniczoną konsumpcją mogły być również wykorzystywane przez gospodarstwa domowe do spłaty zobowiązań na przykład z tytułu posiadanych kredytów konsumpcyjnych. To tłumaczyłoby spadek wartości tego rodzaju kredytów w 2020 roku.

Wartość kredytów dla przedsiębiorstw wykazywała tendencje spadkowe od kwietnia 2020 roku



Wykres 4.5. Zmiana wartości kredytów i depozytów w przedsiębiorstwach niefinansowych oraz gospodarstwach domowych w Polsce

Źródło: Narodowy Bank Polski



Wykres 4.6. Zmiana wartości kredytów konsumpcyjnych i hipotecznych w gospodarstwach domowych w Polsce

Źródło: Narodowy Bank Polski



i doprowadziła do spadku wartości kredytów dla przedsiębiorstw na koniec analizowanego okresu o prawie 5% r/r. Dotyczyło to głównie kredytów o charakterze bieżącym, wartość kredytów inwestycyjnych nieznacznie wzrosła. Całkowita wartość kredytów dla przedsiębiorstw w grudniu 2020 roku wyniosła 330 mld zł, a więc spadła do poziomu porównywalnego z okresem 2018 roku (329 mld zł).

Jedyną istotną kategorią kredytów, która wzrosła w 2020 roku, były kredyty osób prywatnych na zakup nieruchomości. Ich wzrost o ponad 33 mld zł na koniec analizowanego okresu oraz wzrost kredytów inwestycyjnych przedsiębiorstw o blisko 6 mld zł pozwolił utrzymać wartość kredytów ogółem na koniec analizowanego okresu nieznacznie powyżej poziomu rok wcześniej. W przypadku kredytów hipotecznych wydaje się, że największy wpływ na rosnący popyt miał spadek rynkowych stóp procentowych, co zwiększyło atrakcyjność i dostępność kredytu dla gospodarstw domowych.

4.3. Ocena skuteczności QE w stymulowaniu akcji kredytowej

Przytoczone dane statystyczne, jak również wyniki badań z wybranych krajów wskazują, że wpływ skupu aktywów finansowych na wspieranie akcji kredytowej jest bardzo mały i w wielu przypadkach statystycznie nieistotny. Poddając ocenie wpływ skupu aktywów przez bank centralny na sektor bankowy należy uwzględnić kilka obszarów. Jednym z podstawowych obszarów działalności sektora bankowego jest udzielanie kredytów. W tym zakresie nie zidentyfikowano jednoznacznie pozytywnego wpływu skupu aktywów na wzrost akcji kredytowej banków. Jednocześnie nie ma też dowodów na to, aby niekonwencjonalna polityka banków centralnych miała negatywny wpływ na akcję kredytową. Należy przyjąć, że polityka luzowania ilościowego w większości analizowanych przypadków była neutralna względem akcji kredytowej lub wywoływała nieznacznie pozytywny wpływ.

Niewielki związek luzowania ilościowego z rozwojem akcji kredytowej nie oznacza, że sektor bankowy nie czerpie żadnych korzyści z tak prowadzonej polityki. Skup aktywów finansowych o dłuższych terminach zapadalności wywiera wpływ na kształt

krzywej dochodowości prowadząc do jej stopniowego wypłaszczenia. Stabilizowanie rynku instrumentów długoterminowych, między innymi instrumentów emitowanych w oparciu o kredyty hipoteczne, wspierało odbudowę tego segmentu rynku między innymi w Stanach Zjednoczonych. Spadek rentowności tego typu instrumentów ograniczył koszt obsługi kredytów hipotecznych przez gospodarstwa domowe, co miało pozytywny wpływ na wartość portfela kredytów zagrożonych. Stabilizacja w tym obszarze pozwoliła sektorowi bankowemu na pozyskiwanie relatywnie tańszego kapitału w celu dalszego finansowania akcji kredytowej. Konsekwencje aktywnej roli banku centralnego w tym segmencie rynku mogą być potencjalnie bardzo istotne dla sektora bankowego w Polsce. Jednym z wyzwań stojących przed polskim sektorem bankowym jest brak dobrze rozwiniętego, stabilnego i dostatecznie płynnego rynku długoterminowych papierów wartościowych.

Emisja tego typu instrumentów przez sektor bankowy powinna służyć finansowaniu kredytów długoterminowych, na przykład kredytów hipotecznych, i zmniejszać niedopasowanie pomiędzy wielkością krótkoterminowych pasywów sektora bankowego a długoterminowych aktywów. Aktywna rola banku centralnego w tym segmencie rynku, mająca na celu jego stabilizację w razie wystąpienia takiej potrzeby, wpłynęłaby bardzo korzystnie na jego rozwój w Polsce.

Warto zwrócić uwagę, że skup długoterminowych papierów wartościowych przez bank centralny nie musi koniecznie prowadzić do zwiększenia sumy bilansowej banku. Bank centralny może jednocześnie prowadzić sprzedaż aktywów krótkoterminowych utrzymując całkowitą wartość posiadanych aktywów na niezmiennym poziomie. Działania w tym zakresie, nazywane w Stanach Zjednoczonych Operation Twist, okazały się bardzo skuteczne ograniczając spread pomiędzy rentownościami instrumentów krótko- i długoterminowych.

Program wielkoskalowego skupu aktywów przez bank centralny w pierwszej kolejności miał za zadanie wspierać działania polityki fiskalnej rządu. Choć głównym beneficjentem tak prowadzonej polityki monetarnej był sektor finansów publicznych, to sektor bankowy również może czerpać korzyści z tego tytułu, choć w zdecydowanie mniej bezpośredni sposób.



Wnioski i rekomendacje dotyczące stosowania QE w Polsce





Na podstawie dotychczasowych doświadczeń ze stosowania luzowania ilościowego jako narzędzia niekonwencjonalnej polityki monetarnej można sformułować kilka głównych wniosków oraz rekomendacji:

A) Wnioski ze stosowania QE

1) Wnioski ogólne z doświadczeń międzynarodowych

- a. luzowanie ilościowe jest realizowane w warunkach niskich (bliskich zera, równych zeru lub ujemnych) stóp procentowych,
- b. zgodnie z założeniami, podstawowym celem QE jest oddziaływanie na poziom stóp procentowych od transakcji kredytowych o dłuższych terminach zapadalności, czyli kształtowanie nachylenia krzywej dochodowości,
- c. nadmierna podaż rezerw oraz niskie stopy procentowe mogą prowadzić do powstania baniek spekulacyjnych na rynku aktywów,
- d. w praktyce, faktycznym celem operacji QE było zwykle wspomaganie sektora finansów publicznych poprzez dodatkowy popyt na rządowe papiery wartościowe,
- e. konieczność ograniczenia rozmiarów QE oraz wzrost stóp procentowych w przypadku wzrostu inflacji może doprowadzić do istotnego pogorszenia sytuacji sektora finansów publicznych,
- f. w Polsce, podobnie jak w przypadku większości programów QE nie przyniosły one oczekiwanego wzrostu akcji kredytowej banków,
- g. przedmiotem skupu aktywów w ramach QE są przede wszystkim instrumenty dłużne (obligacje skarbowe, papiery wartościowe zabezpieczone hipotecznie – MBS, obligacje korporacyjne); jak pokazuje przykład Japonii przedmiotem skupu bywają też instrumenty udziałowe (w 2020 r. udział Banku Japonii w kapitalizacji rynku ETF wynosił ok. 75%, a w rynku akcji (JREIT) – ok. 10%)
- h. działania QE przyczyniały się do poprawy płynności w sektorze bankowym i stabilizacji systemu finansowego w przypadku wystąpienia szoku,

- i. realizacji skupu aktywów przez bank centralny towarzyszy poprawa nastrojów inwestorów na rynkach finansowych oraz wzrost cen akcji,
- j. nadmierne zaangażowanie banku centralnego na rynku długu lub na rynku instrumentów udziałowych przyczynia się do osłabienia lub zniekształcenia mechanizmów rynkowych,
- k. realizacji QE towarzyszy zwykle polityka informacyjna oparta na formule forward guidance, czyli informowanie o planowanej skali i horyzoncie czasowym trwania programu skupu aktywów.

2) Wnioski wynikające z doświadczeń QE w Polsce

- a. stosowanie QE odbywało się w warunkach występującej od lat nadpłynności w sektorze bankowym, w wyniku czego nastąpił niemal dwukrotny wzrost jej wielkości (tj. z poziomu 120 mld zł przed pandemią do 220 mld zł w lutym 2021 r.),
- b. program QE był realizowany w warunkach funkcjonowania podatku bankowego, którego konstrukcja motywuje instytucje bankowe do nabywania obligacji skarbowych kosztem akcji kredytowej dla podmiotów sfery realnej, co jest automatycznie elementem osłabiającym siłę impulsu monetarnego, kierowanego na rynek kredytowy za pośrednictwem QE,
- c. przedmiotem skupu aktywów w ramach operacji typu outright były wyłącznie instrumenty dłużne emitowane przez skarbu państwa lub objęte gwarancjami skarbu państwa, a emitowane przez podmioty będące w pełni zależne od skarbu państwa (PFR i BGK), którym zostały powierzone zadania wsparcia działań rządu w walce z ekonomicznymi skutkami pandemii,
- d. skup aktywów o okresach zapadalności mieszczących się w przedziale od około 1 roku do 10 lat przyczynił się do okresowego obniżenia rentowności rynkowych obligacji skarbowych i wypłaszczenia krzywej dochodowości (rentowność 10-letnich obligacji spadła w okresie marzec 2020-styczeń 2021 o niemal 120 punktów bazowych do poziomu 1,136% w dniu 27 stycznia 2020 r., choć zaznaczyć należy, że w lutym 2021 r. trend spadkowy uległ okresowemu odwróceniu,

prowadząc do wzrostu rentowności tych obligacji do poziomu 1.64% według stanu na dzień 05 marca 2021 r.).

- e. w praktyce, faktycznym celem programu QE w Polsce było przede wszystkim dostarczenie – za pośrednictwem sektora bankowego – środków pieniężnych dla finansowania bieżących potrzeb budżetu, zarówno tych związanych ze zwalczaniem skutków pandemii (np. sfinansowanie zwiększonych wydatków ZUS), jak i tych o charakterze stymulacyjnym (np. Rządowy Fundusz Inwestycji Lokalnych),
- f. w sensie ekonomicznym operacje QE realizowane przez NBP były formą monetyzacji długu publicznego, przy czym realizowanej pośrednio, bo z wykorzystaniem podmiotów trzecich (PFR, BGK) i mechanizmu transferu środków zapewniającego zgodność formalną operacji z obowiązującymi przepisami prawa w zakresie dopuszczalnych limitów zadłużenia państwa,
- g. dystrybuowanie części środków publicznych dostarczonych do gospodarki w następstwie działań QE odbywało się w warunkach ograniczonej transparentności prowadzonych działań i braku kontroli społecznej (np. wydatki PFR) oraz niejasnych i wątpliwych etycznie zasad podziału środków (np. Rządowy Fundusz Inwestycji Lokalnych), przez co udział banku centralnego w tym mechanizmie – poprzez QE – należy traktować jako przejaw braku należytej troski o przejrzystość i efektywność finansów publicznych oraz przyczynę do zniekształcenia obrazu zadłużenia państwa,
- h. w okresie luzowania ilościowego polityka komunikacyjna NBP była – poprzez brak wdrożenia formuły forward guidance oraz rezygnację z przeprowadzania konferencji prasowych po posiedzeniach Rady Polityki Pieniężnej, dających możliwość prowadzenia dyskusji czy zadawania pytań – bardzo ograniczona, przez co była źle oceniana przez rynek i stała w wyraźnej kontrapozycji do standardów działania władz innych banków centralnych, zwłaszcza krajów rozwiniętych.

B) Rekomendacje dla QE w Polsce

- a. program QE powinien mieć jasno określone cele i czytelne ramy, w tym określoną

planowaną wielkość i tempo skupu aktywów (np. w ujęciu miesięcznym), przewidywany czas trwania programu oraz informację na temat prawdopodobnego scenariusza jego zakończenia, w związku z czym władze monetarne powinny ujmować tego typu informacje poprzez stosowne dostosowanie założeń polityki pieniężnej na czas uruchamiania programu QE,

- b. działania w ramach QE powinny być maksymalnie przejrzyste i prowadzone z należytą dbałością o stan finansów publicznych, co oznacza, iż bank centralny nie powinien nabywać aktywów, co do których wiadomo, że zniekształcają obraz zadłużenia państwa i przesuwają generowany przez nie dług poza sferę bezpośredniej kontroli społecznej (mechanizm PFR),
- c. w celu poprawy efektywności instrumentu QE konieczna jest zmiana konstrukcji i zasad naliczania podatku bankowego w taki sposób, by nie był on hamulcem (jak ma to miejsce obecnie ze względu na niejednorodność w opodatkowaniu poszczególnych klas aktywów i przyjęty sposób naliczania podatku od wielkości aktywów), lecz faktycznym stymulatorem wzrostu akcji kredytowej banków,
- d. polityka QE powinna uwzględniać możliwość rozszerzenia spektrum nabywanych instrumentów o inne instrumenty dłużne (np. listy zastawne), celem wzmocnienia impulsów monetarnych do gospodarki, o ile to konieczne (np. w przypadku okresowych zawirowań) i nie zakłóca funkcjonowania mechanizmów rynkowych danego rynku,
- e. polityka informacyjna w zakresie QE i jej oddziaływania powinna być jasno określona i prowadzona w oparciu o standardy banków centralnych krajów rozwiniętych (w tym poprzez organizowanie cyklicznych konferencji prasowych władz monetarnych),
- f. wdrożenie QE wymaga odpowiedniego dostosowania celu realizowanej polityki pieniężnej do rzeczywistych warunków monetarnych dla zapewnienia spójności i kompatybilności między celami określonymi w przepisach prawa oraz celami faktycznie realizowanych działań – jeżeli bezpośredni cel inflacyjny nie jest w danym okresie priorytetem władz monetarnych, wymaga to stosownego usankcjonowania formalnego.



Bibliografia

- Bernanke, B. S., Laubach, T., Mishkin, F. S., & Posen, A. S. (2018). Inflation targeting: lessons from the international experience. Princeton University Press.
- Bernanke (2004). The Great Moderation, Remarks at the meeting of the Eastern Economic Association, Washington DC, February 20, 2004.
- Bagehot, W. (1873). Lombard Street: A description of the money market. Scribner, Armstrong & Company.
- Smaghi, L. (2009). Conventional and Unconventional Monetary Policy, BIS Review
- Borio, C., & Disyatat, P. (2009). Unconventional monetary policies: An appraisal, BIS Working Papers, No 292.
- King, M. (2016). The end of alchemy: Money, banking, and the future of the global economy. WW Norton & Company.
- Trichet, J. C. (2013). Unconventional monetary policy measures: Principles-conditions-raison d'être. International Journal of Central Banking., Vol. 9, No. S1.
- Lane, P. R. (2019). The yield curve and monetary policy. Public lecture for the Centre for Finance and the Department of Economics at University College London..
- Czekaj J., & Oleksy P. (2020). Zagrożenie credit crunch w Polsce w okresie pandemii Covid-19, WIB PAB 15/2020
- NBP (2020), Sprawozdanie z działalności Narodowego Banku Polskiego w 2019 roku, tekst wystąpienia Prezesa NBP wygłoszonego w Sejmie w dniu 23-07-2020 r., www.nbp.pl (data pobrania: 15-02-2021)
- NIK (2020), Zarządzanie długiem publicznym i płynnością jednostek sektora finansów publicznych, Informacja o wynikach kontroli, Nr ewid. 48/2020/P/19/013/KBF, www.nik.gov.pl
- PAP (2020), Fitch: Niektóre operacje NBP przypominają monet. finans. def., obserwatorfinansowy.pl (dostęp: 15-02-2021)
- Rzońca A. (2020), NBP dołączył do instytucji depczących Konstytucję, <https://tep.org.pl/nbp-dolaczyl-do-instytucji-depczacych-konstytucje/> (dostęp: 15-02-2021)



Raport przygotowany na zlecenie Fundacji
Warszawski Instytut Bankowości



PROGRAM
ANALITYCZNO
BADAWCZY