

ILONA SKIBIŃSKA-FABROWSKA

POLITYKA PIENIĘŻNA BANKU JAPONII PROWADZONA
W REAKCJI NA DŁUGOTRWAŁY KRYZYS GOSPODARCZY
– PRÓBA UOGÓLNIENIA DOŚWIADCZEŃ

Japonia jest krajem, który na początku lat dziewięćdziesiątych XX wieku został dotknięty przez kryzys finansowy. Jego skutki szybko przeniosły się na sferę realną gospodarki. Od ponad dwudziestu lat kraj zмага się z niskim (okresami ujemnym) wzrostem gospodarczym i deflacją (średni poziom inflacji w latach 1993-2013 wynosił 0%¹). W tym okresie Bank Japonii uruchamiał szereg programów, próbując za pomocą tradycyjnych i niekonwencjonalnych narzędzi polityki pieniężnej oddziaływać na poziom inflacji i wspierać wzrost aktywności gospodarczej. Efekty tych działań zróżnicowane, ale w żadnym okresie nie przyniosły trwałej poprawy sytuacji gospodarczej. Najnowszy, uruchomiony na początku 2013 r. kompleksowy program gospodarczy, nazywany od nazwiska jego twórcy, premiera Shinzō Abe – Abenomicą, rodzi nadzieję na osiągnięcie tym razem zamierzonych efektów. Jednak zbyt krótki okres jego realizacji nie pozwala jeszcze na wyciągnięcie daleko idących wniosków.

Długoletnie doświadczenie Banku Japonii w wykorzystywaniu niekonwencjonalnych narzędzi polityki pieniężnej pozwala na dokonanie analizy ich skuteczności. Na tej podstawie można wyprowadzić ogólne wnioski dotyczące możliwości stosowania przez władze monetarne niestandardowych instrumentów. Próbie sformułowania takich wniosków poświęcony zostanie niniejszy artykuł.

W części pierwszej przedstawione zostaną ramy formalnoprawne działania Banku Japonii. Omówione też zostaną standardowe instrumenty polityki pieniężnej. Część druga artykułu zawiera krótki zarys przebiegu kryzysu lat dziewięćdziesiątych XX wieku w Japonii i opisuje jego dalsze konsekwencje dla gospodarki

Mgr ILONA SKIBIŃSKA-FABROWSKA – dyrektor Narodowego Banku Polskiego – Oddział Okręgowy w Lublinie; adres: F. Chopina 6, 20-928 Lublin; e-mail: i.fabrowska@wp.pl

¹D. ANDOLFATTO, L. LI, *Quantitative Easing in Japan: Past and Present*, [http:// research.stlouisfed.org/publications/es/article/10024](http://research.stlouisfed.org/publications/es/article/10024) [dostęp: 10.08.2014].

kraju. Także w tej części zostaną omówione kolejno uruchamiane przez władze monetarne programy wraz z opisem wchodzących w ich skład narzędzi polityki pieniężnej. Trzecia część artykułu zawiera przegląd wyników badań przeprowadzonych przez różnych autorów dotyczących skuteczności polityki pieniężnej Banku Japonii. W części ostatniej zostanie podjęta próba sformułowania wniosków na temat możliwości wykorzystania japońskich doświadczeń przez inne banki centralne.

1. FORMALNOPRAWNE RAMY DZIAŁANIA BANKU JAPONII

Początki nowoczesnej bankowości w Japonii wiążą się z otwarciem tego kraju na kontakty handlowe z resztą świata, co nastąpiło w drugiej połowie XIX wieku. Głównym partnerem gospodarczym Japonii i krajem, z którego czerpała w tym okresie wzorce, były Stany Zjednoczone. Na wzór rozwiązań amerykańskich zaczęły powstawać banki regionalne prowadzące działalność emisyjną. Bank Japonii (jako centralny bank emisyjny) został utworzony w 1882 r.² Zasady jego funkcjonowania zostały jednak oparte nie o rozwiązania amerykańskie a o statut Banku Belgii³. W 1897 r., jako jedno z pierwszych działań bank przeprowadził udaną stabilizację jena, opierając jego wartość o parytet kruszcu (0,75 g złota). W latach dwudziestych XX wieku bardzo rozdrobniony system bankowy Japonii przeżył ostry kryzys. Konsekwencją tego było powołanie państwowego nadzoru nad bankami, koncentracja skutkująca zmniejszeniem liczby banków i ostatecznie podporządkowanie Banku Japonii rządowi. W okresie powojennym głównym celem banku centralnego pozostawało dbanie o stabilny poziom kursu jena. Prowadzona przez rząd polityka, określana mianem „rynkowego interwencjonizmu” czy też „interwencji przyjaznej rynkowi⁴”, sprzyjała utrzymaniu wysokiego tempa wzrostu gospodarczego połączonego z niskim poziomem inflacji i bezrobocia. Bank Japonii nie miał więc powodów, aby koncentrować się w prowadzonej polityce na problemie wzrostu cen.

Liberalizacja systemu bankowego w Japonii miała miejsce dopiero w latach siedemdziesiątych XX wieku. Nastąpiła wtedy również zmiana celu banku cen-

² W. MORAWSKI, *Zarys powszechnej historii pieniądza i bankowości*, Wydawnictwo TRIO, Warszawa 2002, s. 381-384.

³ System Rezerwy Federalnej powstał dopiero w 1913 r.

⁴ J. MŁODAWSKA, *Kryzys system bankowego i finansowego w Japonii – drogi wyjścia*, „Bank i Kredyt” 2003, nr 7, s. 55.

tralnego – ze stabilizacji kursu walutowego na kontrolę podaży pieniądza. Oficjalnie zostało dokonane również przejście do reżimu płynnego kursu walutowego. Wówczas też ukształtowała się ostatecznie struktura rynku finansowego oparta o dwa rodzaje instytucji finansowych: prywatne (obejmujące banki handlowe, w tym miejskie, regionalne, powiernicze i kredytu długoterminowego, banki typu spółdzielczego, towarzystwa ubezpieczeniowe i domy inwestycyjne) oraz rządowe (obejmujące banki państwowe, banki pocztowe i innego rodzaju instytucje finansowe)⁵. Bank Japonii pozostawał wciąż instytucją zależną od rządu. Przejawiało się to w wielu obszarach funkcjonowania banku. Ministerstwo Finansów⁶: mianowało członków zarządu banku; było 55 % udziałowcem banku; mogło dokonywać zmian w przepisach i zasadach, na podstawie których działał bank; decydowało o prowadzonej polityce pieniężnej; kontrolowało i nadzorowało sektor bankowy.

Ponadto Bank Japonii finansował dług publiczny udzielając rządowi pożyczek.

Szoki naftowe lat siedemdziesiątych XX wieku zmusiły bank centralny do podjęcia aktywnych działań w reakcji na zmiany na rynku pieniężnym⁷. W 1973 r. wzrost cen surowców wpłynął na znaczny przyrost podaży pieniądza. Spowodowało to gwałtowny skok inflacji i skłoniło bank do istotnego zacieśnienia polityki pieniężnej. Ścisła kontrola podaży pieniądza, połączona z publikowaniem prognoz rocznego tempa przyrostu agregatów monetarnych, zabezpieczyła Japonię przed skutkami drugiego szoku naftowego – inflacja wzrosła w sposób umiarkowany (do 8%, a nie tak jak uprzednio – do 23%).

Istotna zmiana zasad działania banku centralnego miała miejsce w latach dziewięćdziesiątych XX wieku. 1 kwietnia 1998 r. zaczęła obowiązywać nowa ustawa, określająca cele i zadania Banku Japonii⁸. Bank uzyskał formalną niezależność od rządu, jednak dalej wszystkie wydatki niewiążące się z realizacją polityki pieniężnej podlegały akceptacji Ministerstwa Finansów. Dwa pierwsze artykuły ustawy stanowiły, że „zadaniem Banku jest emisja banknotów oraz regulacja obiegu pieniężnego, a także zapewnienie sprawnego funkcjonowania rozliczeń między bankami oraz innymi instytucjami finansowymi, niezbędnego do utrzymania dobrze działającego systemu finansowego kraju. Regulowanie obiegu pieniężnego, poprzez zapewnienie stabilności cen powinno przyczyniać się do zdro-

⁵ H. SAMARYNA, *Deflacja w Japonii*, PWE, Warszawa 2010, s. 57.

⁶ Tamże, s. 62.

⁷ E. SKRZESZEWSKA-PACZEK, *Reakcje banków centralnych na wstrząsy naftowe lat 70.*, „Bank i Kredyt” 2006, nr 7, s. 76.

⁸ L. OREZIĄK, *Bank centralny Japonii*, w: *Bankowość centralna od A do Z*, red. R. Kokończyński, B. Pietrzak, NBP, Warszawa 2006, s. 240-246.

wego rozwoju gospodarki narodowej”.⁹ Stabilność cen była rozumiana jako sytuacja w gospodarce, w której nie występuje ani inflacja, ani deflacja.

Najważniejsze założenia, na jakich oparto funkcjonowanie Banku Japonii, dotyczyły pełnej niezależności banku w zakresie prowadzonej polityki pieniężnej i wybranego do jej realizacji zestawu instrumentów oraz przejrzystości i transparentności prowadzonej polityki monetarnej¹⁰. Bank centralny uzyskał także prawo do podejmowania interwencji walutowych z własnej inicjatywy oraz na zlecenie Ministerstwa Finansów.

Od marca 2006 r., po kolejnych zmianach, Bank Japonii działał w nowych ramach polityki pieniężnej. Główną modyfikacją dotychczasowych reguł było uszczegółowienie celu w postaci stabilności cen. Bank stanął na stanowisku, że dążyć będzie do sytuacji, w której przedsiębiorstwa i gospodarstwa domowe w swoich decyzjach konsumpcyjnych i inwestycyjnych nie będą musiały brać pod uwagę rzeczywiście występujących w gospodarce zmian w poziomie cen. Jako miarę stabilności cen przyjęto indeks CPI (*Consumer Price Index*). Mając na względzie szkodliwość dla stabilności rozwoju gospodarczego zarówno inflacji, jak i deflacji założono, że zmiana poziomu cen liczona rok do roku utrzymująca się w przedziale od 0 do 2 % w średnim i długim okresie jest realizacją celu banku¹¹.

Za realizację polityki pieniężnej Japonii odpowiada najważniejszy organ Banku Japonii, jakim jest Rada Polityki, złożona z dziewięciu osób powoływanych przez rząd (po zaakceptowaniu przez parlament) na pięcioletnie kadencje. Rada posiada uprawnienia do określania polityki banku, wyboru działań służących jej realizacji oraz sprawowania nadzoru nad działalnością banku. Ma ona wyłączne prawo do określania poziomu podstawowych stóp procentowych i minimalnych rezerw obowiązkowych banków. Prezes Rady reprezentuje bank w relacjach z instytucjami zewnętrznymi. Rada pozostaje niezależna i autonomiczna w swoich decyzjach, jednak w celu utrzymania spójności prowadzonej polityki monetarnej z polityką fiskalną pozostaje ona w ścisłych kontaktach z rządem, wzajemnie się informując i wymieniając poglądami¹². Mimo że formalnie decyzje dotyczące polityki pieniężnej są podejmowane przez władze monetarne, jednak zasada konsultowania się z rządem oraz zależność finansowa banku od decyzji rządu poddają w wątpliwość faktyczne istnienie niezależności. Rada spotyka się na posiedzeniach jedno lub dwudniowych, raz lub dwa razy w miesiącu. Terminy

⁹ Tamże, s. 240.

¹⁰ SAMARYNA, *Deflacja w Japonii*, s.118-119.

¹¹ OREŹIAK, *Bank centralny Japonii*, s. 244-245.

¹² www.boj.or.jp/en

posiedzeń ogłaszane są z półrocznym wyprzedzeniem. W trakcie spotkań dokonywana jest analiza danych gospodarczych i podejmowane są decyzje dotyczące wytycznych do prowadzenia operacji otwartego rynku i polityki pieniężnej w najbliższej przyszłości¹³. Informacje o podjętych decyzjach ogłaszane są niezwłocznie. Po sześciu tygodniach od posiedzenia publikowany jest jego protokół.

Bank Japonii realizując cele polityki monetarnej korzysta ze standardowego zestawu instrumentów. Należą do niego:

- kredyty dyskontowe oprocentowane według stopy dyskontowej, będącej stopą procentową, po której bank centralny udziela pożyczek (przyjmując do redyskonta weksle handlowe lub przyjmując weksle jako zabezpieczenie) bankom komercyjnym;
- kredyty udzielane bankom komercyjnym pod zastaw papierów wartościowych;
- depozyty przyjmowane od banków komercyjnych;
- operacje otwartego rynku przeprowadzane na międzybankowym rynku pieniężnym, w których uczestniczą tylko banki oraz operacje, w których mogą uczestniczyć inne niż banki przedsiębiorstwa. Możliwość przeprowadzania przez bank centralny transakcji z podmiotami gospodarczymi o charakterze niefinansowym pozwala władzom monetarnym bezpośrednio wpływać na gospodarkę z pominięciem kanałów transmisji impulsów polityki pieniężnej. Operacje otwartego rynku przeprowadzane są w celu stabilizowania poziomu stopy procentowej;
- interwencje na rynku walutowym;
- rezerwy obowiązkowe (są nieoprocentowane, ich wysokość zależy wprost proporcjonalnie od kwoty depozytów zgromadzonych przez bank. W przypadku depozytów terminowych wynosi od 0,05% do 1,2%, a w przypadku pozostałych depozytów – od 0,05% do 1,3%. Stopy rezerw od depozytów walutowych wynoszą 0,15% dla depozytów nierezydentów; 0,2% dla depozytów terminowych rezydentów i 0,25% dla pozostałych depozytów rezydentów¹⁴);
- polityka informacyjna (realizowana jest na drodze komunikowania uczestnikom rynku decyzji Rady Polityki bezpośrednio po ich podjęciu, w formie protokołów po upływie sześciu tygodni. Okres dziesięcioletniego embarga na publikowanie szczegółowych zapisów dyskusji po posiedzeniach Rady jest tak długi, że nie ma on wpływu na kształtowanie się oczekiwań inflacyjnych).

Ponadto bank centralny może udzielać rządowi kredytów niezabezpieczonych zastawem na papierach wartościowych na sfinansowanie tymczasowych potrzeb

¹³ www.boj.or.jp/en

¹⁴ OREŹIAK, *Bank centralny Japonii*, s. 249.

finansowych do wysokości określonej przepisami prawa¹⁵. Jest to bardzo wyraźne odstępstwo od przyjętych powszechnie rozwiązań, polegających na ustawowym zakazie finansowania deficytu budżetowego przez bank centralny.

2. POLITYKA BANKU JAPONII WOBEC KRYZYSU

Bank Japonii stanął przed wyzwaniami stwarzanymi przez kryzys finansowy znacznie wcześniej niż pozostałe banki centralne grupy krajów rozwiniętych. Już w drugiej połowie lat dziewięćdziesiątych XX wieku na skutek zaburzeń na rynku bankowym Japonia wpadła w deflację, która okazała się zjawiskiem długotrwałym. Gwałtownie zmieniły się zasady funkcjonowania gospodarki. Gospodarstwa domowe odkładały konsumpcję w czasie. Spadła dochodowość banków komercyjnych. Pojawił się także odwrócony efekt Pigou (odwrócony efekt majątkowy)¹⁶. Sytuacja braku równowagi w gospodarce Japonii, która spowodowała problemy w latach dziewięćdziesiątych występuje właściwie nieprzerwanie już od ponad dwudziestu lat.

Wyjaśnienie źródeł kryzysu japońskiego sektora finansowego, który stopniowo rozszerzył się na całą gospodarkę, należy rozpocząć od wskazania specyficznych cech struktury własnościowej wielkich przedsiębiorstw i charakteru łączących je powiązań¹⁷. Określane mianem *keiretsu* specyficzne dla Japonii holdingi, ukształtowały się po II wojnie światowej. Miały one układ horyzontalny (łącząc firmy z różnych branż) lub wertykalny (łącząc firmy z podobnych branż, często powiązane osobą właściciela). Elementem ściśle wiążącym przedsiębiorstwa wchodzące w skład grup *keiretsu* było wzajemne posiadanie udziałów mniejszościowych, co na poziomie całego holdingu pozwalało uzyskać kontrolę większościową nad każdą wchodzącą w jego skład firmą¹⁸. Szczególną rolę w związkach przedsiębiorstw odgrywały banki. Posiadały one udziały we wchodzących w skład *keiretsu* przedsiębiorstwach, równocześnie udzielając im kredytów. Powodowało to, że banki uzyskały znaczny stopień kontroli nad powiązanymi z nimi fir-

¹⁵ SAMARYNA, *Deflacja w Japonii*, s. 119.

¹⁶ W. KOZIOŁ, *Deflacja a działalność inwestycyjna banków. Przykład Japonii w latach 1993-2008*, „Equilibrium” 2010 1(4), s. 192-195.

¹⁷ SAMARYNA, *Deflacja w Japonii*, s. 52-60.

¹⁸ P. SOTOMSKA-KRZYSZTOFIK, *Japoński system bankowy wobec kryzysu bankowego i gospodarczego*, „Bank i Kredyt” 2003, nr 11-12, s. 35.

mami¹⁹. Taka sytuacja stwarzała pokusę zaniżania ryzyka kredytowego i finansowania nawet zagrożonych upadłością, nierentownych przedsiębiorstw. Z drugiej jednak strony, trwałe powiązanie przedsiębiorstwa z kredytującym je bankiem pozwalało na stosowanie dłuższej perspektywy inwestycyjnej i efektywniejsze zarządzanie przedsiębiorstwem²⁰. Nadzór bankowy sprawowany do 1998 r. przez Ministerstwo Finansów, nie stwarzał ogólnie obowiązujących, jednakowych dla wszystkich instytucji finansowych ram działania, a tylko wydawał adresowane do konkretnych pojedynczych banków wytyczne i zalecenia. Powszechnie stosowany system konwoju, w którym banki silniejsze przejmowały w przypadku zagrożenia upadłością banki słabsze, pozwalał unikać spektakularnych upadków instytucji finansowych. Gwarantowało to pozorne bezpieczeństwo i stabilność rynku finansowego. Jednak w przypadku ujawnienia się kłopotów banku, skutki dotyczyły wielu podmiotów również spoza systemu finansowego. Firma powiązana z zagrożonym bankiem własnościowo i kredytowo traciła możliwość finansowania swojej działalności zarówno ze strony kredytodawcy, jak i właściciela²¹.

Dobłą stroną systemu *keiretsu* była prowadzona przez przedsiębiorstwa polityka zatrudnienia. Wiązała ona pracownika z pracodawcą stabilnym, obejmującym cały okres aktywności zawodowej kontraktem. Skutkiem tego był całkowity brak w gospodarce japońskiej problemu bezrobocia²².

Tak trwały i na pozór oparty na pewnych podstawach system okazał się wysoce niestabilny. Bezpośrednimi przyczynami pojawienia się w gospodarce japońskiej w drugiej połowie lat dziewięćdziesiątych XX wieku zjawisk kryzysowych były²³:

- wykreowany w dużej mierze przez ekspansywną politykę pieniężną drugiej połowy lat siedemdziesiątych²⁴ boom na rynku akcji i na rynku nieruchomości, który z upływem czasu nabierał charakteru bańki spekulacyjnej;
- liberalizacja przepływów kapitałowych, która zapewniła dużym przedsiębiorstwom łatwy dostęp do międzynarodowego rynku kapitałowego i zmusiła banki do zwiększenia akcji kredytowej skierowanej do małych i średnich firm. Dla większości banków był to całkowicie nieznan segment klientów, o trudnym do wyceny ryzyku kredytowym;

¹⁹ T. KOWALIK, *Czy gospodarka japońska się amerykańizuje?*, w: *Japonia na początku XXI wieku. Polityka, gospodarka, społeczeństwo i stosunki z Polską*, red. K. Gawlikowski, M. Ławacz, Wydawnictwo Adam Marszałek, Toruń 2008, s. 131-132.

²⁰ MŁODAWSKA, *Kryzys system bankowego i finansowego w Japonii*, s. 58.

²¹ SOTOMSKA-KRZYSZTOFIK, *Japoński system bankowy*, s. 35-37.

²² KOWALIK, *Czy gospodarka japońska się amerykańizuje?*, s. 133-138.

²³ MŁODAWSKA, *Kryzys system bankowego i finansowego w Japonii*, s. 56-57; SOTOMSKA-KRZYSZTOFIK, *Japoński system bankowy*, s. 37-42.

²⁴ Ekspansywna polityka pieniężna Banku Japonii była reakcją na szoki naftowe.

- oparcie się przez banki przy udzielaniu kredytów (w związku z wysokimi kosztami oceny zdolności kredytowej nowych klientów) na wycenie wartości zabezpieczeń, pomijając ocenę możliwości spłaty zobowiązań;
 - prowadzona przez Bank Japonii (wraz z innymi bankami centralnymi) akcja obniżania podstawowych stóp procentowych w celu stymulowania gospodarki światowej;
 - gwałtowna i niespodziewana przez rynek zmiana nastawienia Banku Japonii i wzrost restrykcyjności prowadzonej polityki pieniężnej²⁵.
- Inne spojrzenie na przyczyny kryzysu prezentuje H. Samaryna²⁶. Jako główne wskazuje ona:
- zbyt wysoki poziom oszczędności gospodarstw domowych, hamujący wzrost konsumpcji;
 - ryzykowne inwestycje finansowe związane z wysokim tempem wzrostu cen akcji i nieruchomości;
 - zbyt ni optywizm w stosunku do przyszłej sytuacji gospodarczej zarówno ze strony państwa, jak i przedsiębiorstw;
 - zaangażowanie się banków w ryzykowne projekty;
 - błędy w polityce pieniężnej prowadzonej w warunkach narastającej bańki spekulacyjnej;
 - aprecjacja jena i spadek konkurencyjności międzynarodowej;
 - odpływ kapitału za granicę.

Kumulacja niekorzystnych zjawisk doprowadziła do osłabienia tempa wzrostu PKB i wybuchu kryzysu w systemie bankowym. Bank centralny został zmuszony do podjęcia natychmiastowej reakcji na oba, niekorzystne dla gospodarki zjawiska. Należy zwrócić uwagę, że kryzys bankowy w Japonii, który z czasem przerodził się w kryzys gospodarczy i chroniczną deflację, pojawił się w warunkach niskiej inflacji i niskiego poziomu bezrobocia oraz zrównoważonych finansów publicznych²⁷. Zwłaszcza niski poziom inflacji okazał się w przyszłości problemem, utrudniając reakcje banku centralnego na niekorzystne zjawiska gospodarcze²⁸. W latach 1989-1990 średnia stopa inflacji w Japonii wynosiła 2,7%²⁹.

Pierwsze problemy ujawniły się w postaci kryzysu bankowego. Specyficzny system kredytowy (wynikający z jednej strony z tradycji *keiretsua*, z drugiej

²⁵ M. JUREK, *Kontrowersje wokół skuteczności polityki pieniężnej Banku Japonii w latach 1990-2004*, „Bank i Kredyt” 2004, nr 7, s. 28.

²⁶ SAMARYNA, *Deflacja w Japonii*, s. 73-75.

²⁷ MŁODAWSKA, *Kryzys system bankowego i finansowego w Japonii*, s. 64.

²⁸ JUREK, *Kontrowersje wokół skuteczności polityki pieniężnej*, s. 25.

²⁹ SAMARYNA, *Deflacja w Japonii*, s. 113.

z liberalizacji na rynku finansowym) doprowadził do ujawnienia się w bankach istotnego portfela złych kredytów. Pojawiły się pierwsze przypadki bankructw instytucji finansowych. W związku z tym, że praktykowany dotychczas system konwoju ze względu na wielkość zagrożonych podmiotów bankowych nie mógł być zastosowany, Bank Japonii rozpoczął prowadzenie aktywnej polityki ratowania instytucji finansowych. Wystąpił on między innymi w roli założyciela nowego prywatnego banku. Kapitał założycielski (w wysokości 40 mld jenów) został w połowie pokryty przez bank centralny, a w połowie przez prywatne instytucje finansowe. Nowy podmiot miał za zadanie przejmowanie upadających banków komercyjnych i kontynuowanie ich działalności. W celu wsparcia upadających, innych niż banki podmiotów rynku finansowego, bank centralny Japonii dostarczył także kapitału (w wysokości 100 mld jenów) podmiotowi powołanemu dla ich ratowania. Były to z pewnością działania niestandardowe dla banku centralnego, wynikające po części z krytycznego charakteru zjawisk zachodzących na rynku bankowym, po części zaś ze ścisłego jeszcze wówczas powiązania władzy monetarnej i gospodarczej (zmiana prawa ustanawiająca niezależność banku centralnego zaczęła obowiązywać dopiero w 1998 r.).

Wśród standardowo podejmowanych w sytuacjach napięć po stronie płynności banków komercyjnych działań Bank Japonii oferował wsparcie, występując w roli pożyczkodawcy ostatniej instancji (jednak nie tylko dla banków, ale także dla innych znaczących systemowo instytucji finansowych, np. domów maklerskich). Niepewna sytuacja w sektorze spowodowała, że rynek transakcji pieniężnych zawieranych pomiędzy bankami zamarł. Nastąpił towarzyszący brakowi obrotów wzrost stóp procentowych. Wobec tego bank centralny podjął działania dostarczające na rynek płynności (w drodze skupu bonów skarbowych, przeprowadzania transakcji repo i udzielanie bankom pożyczek zabezpieczonych zastawem na papierach wartościowych) oraz absorbowanie płynności banków zagranicznych (w drodze sprzedaży bonów skarbowych).

Skala zaburzeń na rynku była tak duża, a upadłości banków tak częste, że sytuacja wymagała podjęcia przez bank centralnych intensywnych działań informacyjnych, tak aby zapobiec wybuchowi paniki. Pod koniec 1997 r. Bank Japonii wraz z Ministerstwem Finansów wydał specjalne oświadczenie, w którym zapewniał, że obie instytucje stoją na straży stabilności systemu finansowego, a środki deponentów pozostają bezpieczne niezależnie od sytuacji banków. Deklaracja ta uspokoiła rynek, nie zapobiegła jednak kolejnym bankructwom, do których doszło już na początku 1998 r.

Na początku XXI wieku banki japońskie nadal pozostawały w złej sytuacji. Głównym problemem był portfel złych długów i słaba kondycja gospodarcza przed-

siębiorstw. Skumulowana wartość złych kredytów w latach 1992–2005 wynosiła około 5% PKB i stanowiła ponad 8% portfela kredytowego banków³⁰. Opublikowany w 2002 r. przez Bank Japonii raport na temat złych długów i wytyczne dotyczące nabywania akcji wraz z „Planem nabywania akcji” wskazywał na drogi wyjścia z sytuacji kryzysowej³¹. Bank centralny postulował przeprowadzenie rynkowej wyceny wartości długów połączonej z przeszacowaniem ich wartości i wartości ustanowionych dla nich zabezpieczeń. Oczyszczonym z balastu bankom władze monetarne miały zapewnić warunki do stabilnego działania, dbając jednocześnie o kondycję całego sektora finansowego.

Niwelowanie skutków kryzysu bankowego i ratowanie banków komercyjnych oraz innych znaczących dla systemu finansowego instytucji przed upadkiem było jednym kierunkiem działań podejmowanych przez Bank Japonii. Drugi kierunek dotyczył przeciwdziałania zjawiskom deflacyjnym w gospodarce przez aktywną politykę monetarną. Z tego punktu widzenia prowadzoną przez Bank Japonii politykę pieniężną można podzielić na kilka okresów³²:

- do roku 1995, kiedy była ona skupiona na wspieraniu rozwoju eksportu i stabilizacji kursu walutowego,
- do roku 2006, kiedy koncentrowała się na wyprowadzaniu gospodarki japońskiej z deflacji,
- do chwili obecnej, kiedy wspiera pobudzenie gospodarki kraju.

W pierwszym okresie wystąpienia kryzysu gospodarczego (po 1990 roku) Bank Japonii przeszedł w dość gwałtowny sposób od polityki ekspansywnej do polityki restrykcyjnej. Decyzja o zmianie nastawienia w polityce monetarnej wynikała z wyraźnego osłabienia jena. Zmiana stopy dyskontowej nie miała na celu obniżenia inflacji (ta w Japonii w tym okresie była niska), ale aprecjację waluty krajowej. Przyniosła ona jednak skutki odwrotne od zamierzonych. Bańka spekulacyjna pękła, ceny akcji i nieruchomości gwałtownie spadły. Sytuacja gospodarcza uległa pogorszeniu. W reakcji Bank Japonii, począwszy od połowy 1991 r., rozpoczął prowadzenie polityki ekspansywnej, inicjując serię (ośmiu) obniżek stopy procentowej (dyskontowej).

³⁰ Tamże, s. 97.

³¹ SOTOMSKA-KRZYSZTOFIK, *Japoński system bankowy*, s. 45-47.

³² J.K. SOLARZ, *System bankowy Japonii*, w: *Systemy bankowe krajów G-20*, red. S. Flejterski, J.K.Solarz, PPH ZAPOL Dmochowski, Sobczyk s.j., Szczecin 2012, s. 228.

Tabela 1. Zmiany stopy dyskontowej Banku Japonii

Data podjęcia decyzji	Stopa dyskontowa
31.05.1989	3,25
10.10.1989	3,75
25.12.1989	4,25
20.03.1990	5,25
30.08.1990	6,00
01.07.1991	5,50
14.11.1991	5,00
30.12.1991	4,50
01.04.1992	3,75
27.07.1992	3,25
04.02.1993	2,50
21.09.1993	1,75
14.04.1995	1,00
08.09.1995	0,50
04.01.2001	0,50
13.02.2001	0,35
01.03.2001	0,25
19.09.2001	0,10
14.07.2006	0,40
21.02.2007	0,75
31.10.2008	0,50
19.12.2008	0,30

Źródło: <http://www.boj.or.jp/en/statistics/boj/other/discount/index.htm/> [dostęp: 10.08.2014].

Równocześnie przeprowadzono modyfikację zasad operacji otwartego rynku. Zrezygnowano z systemu aukcyjnego oraz skrócono czas od dnia ogłoszenia do dnia przeprowadzenia transakcji. Do wachlarza instrumentów będących przedmiotem obrotu dodano bony skarbowe. Zwiększono także ilość podmiotów dopuszczonych do przeprowadzania transakcji z bankiem centralnym (zamiast dotychczasowych sześciu brokerów w operacjach mogły brać udział banki i towarzystwa ubezpieczeniowe). Bank Japonii zrezygnował też z administrowania stopami procentowymi (kredytowymi i depozytowymi) na rynku bankowym. Konsekwencją podjętych działań stało się zwiększenie wpływu, jaki stopy procentowe banku centralnego wywierały na gospodarkę.

Począwszy od 31 marca 1995 r., Bank Japonii zmienił cel operacyjny polityki pieniężnej rezygnując ze stopy dyskontowej. Uznał stopę procentową *overnight* od niezabezpieczonych zastawem papierów wartościowych (*uncollateral overnight rate*) za cel operacyjny, deklarując publicznie, że krótkoterminowe stopy procentowe powinny pozostawać na poziomie nieco niższym niż stopa dyskontowa³³. Także w 1995 r. bank przeprowadził interwencję walutową skupując 60 mld dolarów. Towarzyszące jej operacje sterylizacyjne prowadzone były na znacznie mniejszą skalę. Oprócz dostarczenia płynności do systemu, celem interwencji było powstrzymanie aprecjacji jena względem dolara.

Wobec braków oczekiwanych efektów polityki pieniężnej, w 1998 r. władze postanowiły poprawić jakość działań banku centralnego, zmieniając prawo i nadając Bankowi Japonii niezależność. Nałożono jednak równocześnie na bank obowiązek komunikowania się z rządem i wymiany z nim poglądów. Miało to dać pewność synchronizowania prowadzonych polityk monetarnej i fiskalnej. Celem banku centralnego stały się działania na rzecz stabilizowania poziomu cen, a operacje otwartego rynku uzyskały status najistotniejszych operacji wykonywanych przez bank. Cel operacyjny (stopa *overnight*) był publicznie ogłaszany uczestnikom rynku.

W 1998 r. nastąpił spadek PKB Japonii o 2,8%, co wymagało podjęcia zdecydowanych działań ze strony banku³⁴. Wobec bardzo już niskich stóp procentowych (ogłoszony we wrześniu 1998 r. cel operacyjny wynosił 0,25%) bank miał ograniczone możliwości prowadzenia tradycyjnej, ekspansywnej polityki pieniężnej. Operacje otwartego rynku dostarczały na rynek płynności, nie wpływając na stabilizowanie się i tak bliskich zeru nominalnych stóp procentowych. Równocześnie wobec spadku cen realne stopy procentowe wzrastały. Bank Japonii wpro-

³³ JUREK, *Kontrowersje wokół skuteczności polityki pieniężnej*, s. 29-30.

³⁴ MŁODAWSKA, *Kryzys system bankowego i finansowego w Japonii*, s. 55.

wadzał nowe rodzaje zawieranych w ramach operacji otwartego rynku transakcji, chcąc zasilić banki w środki i zachęcić je w ten sposób do zwiększenia akcji kredytowej. Wprowadzono operacje polegające na pożyczaniu japońskich długoterminowych (10 i 20 letnich) obligacji skarbowych pod zastaw gotówki, oraz dwukierunkowe operacje repo (bank równocześnie sprzedawał papiery krótkoterminowe z przyrzeczeniem odsprzedaży i kupował papiery długoterminowe z przyrzeczeniem odkupu)³⁵. Nowatorskie rodzaje operacji miały na celu powstrzymanie tendencji spadkowych, jakimi charakteryzowały się rynkowe długoterminowe stopy procentowe. Ich skutkiem było powiększenie się bilansu banku centralnego – w 1999 r. w porównaniu z 1997 r. o blisko 30%. W portfelach banków komercyjnych także zaszły zmiany. Banki zmniejszyły poziom utrzymywanych w banku centralnym rezerw, zwiększając w swoich bilansach udział papierów wartościowych. Jednak nie nastąpił wyraźny wzrost akcji kredytowej.

W lutym 1999 r. Bank Japonii oficjalnie ogłosił nową strategię polityki pieniężnej *Zero Interest Rate Policy (ZIRP)*³⁶, deklarując utrzymanie stopy dyskontowej na poziomie zbliżonym do zera – docelowo 0,01%. Miało to dać dwojakie efekty – płynnościowe oraz przeciwdziałające deflacji. Tak niska stopa procentowa miała zostać utrzymana na deklarowanym, niskim poziomie tak długo, jak będzie to konieczne do wygaśnięcia impulsów deflacyjnych w gospodarce. Bank prowadząc swego rodzaju politykę *forward guidance*, chciał oddziaływać na oczekiwania inflacyjne i utrwalić wśród inwestorów przekonanie o trwale niskich stopach procentowych³⁷. Ponadto w ramach luzowania polityki monetarnej na początku 1999 r. umożliwiono bankom komercyjnym zaciąganie w banku centralnym pożyczek zabezpieczonych komercyjnymi papierami wartościowymi w wysokości do 50% wolumenu kredytów udzielonych przez bank w IV kwartale 1998 r.

Na początku 2000 r. wraz z odwróceniem się tendencji spadkowych w gospodarce, Bank Japonii podjął decyzję o zmianie celu operacyjnego i podwyższeniu go do poziomu 0,25%. Skutkiem jednak było ponowne nasilenie tendencji deflacyjnych. Wobec powyższego w marcu 2001 r. bank ogłosił powrót do polityki zerowej stopy procentowej. Równocześnie Bank Japonii uruchomił program, określany mianem *Quantitative Easing Policy (QEP)*. Obejmował on trzy zasadnicze elementy:

³⁵ JUREK, *Kontrowersje wokół skuteczności polityki pieniężnej*, s. 32-33.

³⁶ H. MICHAELIS, S. WATZKA, *Are there Differences in the Effectiveness of Quantitative Easing in Japan over Time?*, http://epub.ub.uni-muenchen.de/21087/1/Michaelis_Watzka_TVP-VAR_JP_WP2014.pdf [dostęp: 10.08.2014], s. 5.

³⁷ S. SHIRAI, *Monetary Policy and Forward Guidance in Japan*, http://www.boj.or.jp/en/announcements/press/koen_2013/data/ko130921a1.pdf [dostęp: 11.08.2014], s. 4.

– zmianę celu operacyjnego z kontroli poziomu stopy *overnight* na kontrolę poziomu rezerw utrzymywanych przez banki na rachunku bieżącym w banku centralnym. Początkowo ustalono docelową wielkość na 5 bln jenów. Z czasem cel ten ulegał zmianom, a kontrolowany poziom rezerw systematycznie wzrastał;

Tabela 2. Cel operacyjny – saldo rezerw utrzymywanych przez banki komercyjne na rachunku w banku centralnym

Data podjęcia decyzji	Docelowy poziom rezerw w mld jenów
16.03.2001	5 000
14.08.2001	6 000
18.09.2001	powyżej 6 000
19.12.2001	10 000 – 15 000
30.10.2002	15 000 – 20 000
01.04.2003	17 000 – 22 000
30.04.2003	22 000 – 27 000
20.05.2003	27 000 – 30 000
10.10.2003	27 000 – 32 000
20.01.2004	30 000 – 35 000

Źródło: www.boj.or.jp/en [dostęp: 08.08.2014].

– zobowiązanie banku centralnego do dostarczania bankom komercyjnym płynności, dopóki inflacja nie ustabilizuje się na poziomie bliskim 0% lub nie zacznie wzrastać;

– zwiększenie wolumenu dokonywanych przez bank centralny zakupu rządowych papierów dłużnych (*Japanese Government Bonds* – JGB). Był to główny instrument służący realizacji celu operacyjnego banku³⁸.

W ramach realizacji QEP, po raz kolejny rozszerzony został zestaw papierów wartościowych będących przedmiotem operacji otwartego rynku. Bank Japonii zadeklarował wykorzystanie bonów skarbowych o terminie wykupu nie dłuższym niż jeden rok, obligacji skarbowych średnioterminowych (z terminem wykupu od 2 do 5 lat), długoterminowych (z terminem wykupu od 6 do 10 lat) i superdługo-

³⁸ S.P. BERKMEN, *Bank of Japan's Quantitative and Credit Easing: Are They Nom More Effective*, IMF Working Paper WP/12/2, Washington, 2012, s. 3.

terminowych (o terminie wykupu ponad 10 lat). Banki mogły także korzystać z kredytu lombardowego oprocentowanego na poziomie zerowym zabezpieczonego skarbowymi papierami wartościowymi.

Nowa polityka monetarna oprócz celu w postaci obniżenia rynkowych stóp procentowych, miała doprowadzić do nasycenia banków komercyjnych płynnością w stopniu zachęcającym je do rozszerzenia akcji kredytowej³⁹. Nie wpłynęło to jednak na pobudzenie gospodarki⁴⁰. Ekspansywna polityka monetarna nie przyniosła oczekiwanych efektów⁴¹.

Wobec tego Bank Japonii zaczął zwracać uwagę na rolę oczekiwań inflacyjnych dla kształtowania się poziomu inflacji w przyszłości⁴². Wskazywano na konieczność aktywnego wpływania przez bank centralny na ich poziom na drodze podwyższenia deklarowanego celu inflacyjnego. Innym sposobem, który zdaniem ekonomistów mógł zostać wykorzystany do pobudzenia gospodarki i stymulowania wzrostu inflacji, mogła stać się dewaluacja jena. Jednak specyfika bilansu płatniczego Japonii (stałe utrzymująca się nadwyżka bilansu handlowego) sprawiła, że również ten instrument nie okazał się skuteczny w walce z deflacją⁴³.

W 2006 r. nastąpił kolejny zwrot w polityce Banku Japonii. Podjęto decyzję o koniecznym doprecyzowaniu docelowego w rozumieniu władz monetarnych poziomu inflacji. W tym celu publikowano opinie członków Rady Polityki dotyczące średnio i długoterminowego poziomu CPI. Było to *de facto* odejście od polityki zerowej stopy procentowej. Wycofano się także z programu zakupu obligacji rządowych (począwszy od 2000 r. Bank Japonii kupował obligacje skarbowe za kwotę 1,2 bilion jenów miesięcznie) uznając, że gospodarce nie grozi już deflacja⁴⁴.

Począwszy od grudnia 2008 r., wobec rozprzestrzeniającego się na świecie kryzysu gospodarczego i zagrożeń związanych z wystąpieniem braku płynności na rynku, Bank Japonii ponownie zaktywizował politykę luzowania ilościowego w ramach *Special Fund Supplying Operations* (SFSO)⁴⁵. Deklarowano udzielanie bankom komercyjnym nieograniczonych kwotowo 3-miesięcznych pożyczek

³⁹ JUREK, *Kontrowersje wokół skuteczności polityki pieniężnej*, s. 36.

⁴⁰ MŁODAWSKA, *Kryzys system bankowego i finansowego w Japonii*, s. 57.

⁴¹ M. CIŻKOWICZ, *Zmiana strategii Banku Japonii w 2012 r.*, www.nbp.pl/publikacje/bci/zmiana_strategii_BJ.pdf [dostęp: 08.08.2014], s. 20.

⁴² K. NISHIZAKI, T. SEKINE, Y. UENO, *Chronic Deflation in Japan*, Bank of Japan Working Paper 12-E-6, Bank of Japan, Tokyo, 2012, s. 12-18.

⁴³ MŁODAWSKA, *Kryzys system bankowego i finansowego w Japonii*, s. 62.

⁴⁴ BERKMEN, *Bank of Japan's Quantitative and Credit Easing*, s. 3.

⁴⁵ B.W. FAWLEY, C.J. NEELY, *Four Stories of Quantitative Easing*, <http://research.stlouisfed.org/publications/review/13/01/Fawley.pdf> [dostęp: 10.08.2014], s. 60.

o oprocentowaniu bliskim zera (niezabezpieczona stopa *overnight* wynosiła 0,3%). Poszerzono zakres papierów wartościowych, akceptowanych jako zabezpieczenie tych transakcji. Wprowadzono nowe typy transakcji bezwarunkowych, obejmujących skup i sprzedaż papierów korporacyjnych. Zwiększono także skalę zakupu obligacji rządowych. W grudniu 2009 r. rozszerzono realizowane operacje o transakcje o stałej stopie procentowej.

Od października 2010 r. Bank Japonii powrócił do polityki zerowej stopy procentowej. W tym okresie nastąpiło uruchomienie programu, określanego mianem *Comprehensive Monetary Easing* (CMP) lub *Quantitative Easing 2*. Program obejmował uruchamianie równoległe instrumenty w postaci⁴⁶:

- obniżenia stopy *overnight* dla transakcji niezabezpieczonych z poziomu 0,1% do 0,0-0,1%;
- deklaracji powrotu do polityki zerowej stopy procentowej (*Zero Interest Rate Policy*);

– uruchomienia skupu aktywów (*Assets Purchase Programme – APP*)⁴⁷. Objęte nim zostały między innymi dłużne papiery korporacyjne oraz jednostki funduszy inwestycyjnych rynku nieruchomości oraz rządowe papiery dłużne zarówno krótko-, jak i długoterminowe. Początkowo wartość programu miała wynosić 35 bln jenów, ale ostatecznie w lutym 2012 r. zwiększono ją do 65 bln jenów. Bank Japonii przeznaczał środki przede wszystkim na zakup komercyjnych papierów dłużnych, aby zmniejszyć *spread* pomiędzy nimi a obligacjami rządowymi⁴⁸. W październiku 2011 r. Bank Japonii zadeklarował zwiększenie kwoty realizowanych w ramach APP transakcji, w przypadku papierów rządowych o 60 bln jenów i w odniesieniu do papierów komercyjnych o 1 bln jenów. Taka skala zakupu obligacji rządowych świadczyła o monetyzacji długu publicznego, co w świetle teorii powinno stać się impulsem dla wzrostu inflacji⁴⁹.

Utrzymująca się niekorzystna sytuacja gospodarcza w Japonii i trwający na świecie kryzys gospodarczy skłoniły władze Banku Japonii (również w wyniku nacisku ze strony rządu) do zmiany strategii. W lutym 2012 r. został zdefiniowany nowy cel polityki pieniężnej w postaci średnio- i długookresowej stabilności cen mierzonej wskaźnikiem CPI na poziomie poniżej 2% w ujęciu rocznym. Równocześnie złożona została deklaracja o tymczasowym utrzymywaniu celu na poziomie 1%. Taka zmiana oznacza zbliżenie strategii Banku Japonii do strategii

⁴⁶ Tamże, s. 74.

⁴⁷ CIZKOWICZ, *Zmiana strategii Banku Japonii w 2012 r.*, s. 21.

⁴⁸ Była to strategia odmienna od realizowanej w tym czasie przez System Rezerwy Federalnej, który przede wszystkim kupował papiery rządowe.

⁴⁹ ANDOLFATTO, LI, *Quantitative Easing in Japan*.

bezpośredniego celu inflacyjnego⁵⁰. Równocześnie Bank Japonii uruchomił kolejny program, mający na celu dostarczenie bankom komercyjnym płynności i w ten sposób zwiększenie ich skłonności do udzielania kredytów. Program określono mianem *Stimulating Bank Lending Facility* (SBLF). Pożyczki (oprocentowane na poziomie stopy *overnight* dla niezabezpieczonych transakcji) dostępne były bankom, których portfel kredytowy netto wzrastał. Wartość programu została określona na 15 bilionów jenów.

W okresie od stycznia 2009 r. do grudnia 2012 r. Bank Japonii zakupił aktywa (rządowe i komercyjne) na łączną kwotę 187 bilionów jenów, przy czym 40% tej sumy stanowiła pozostałość po zakupach dokonywanych przed rokiem 2006⁵¹. Z pozostałej kwoty około 115 bilionów jenów 72 biliony dotyczyły zakupu papierów rządowych o terminie zapadalności od 2 do 40 lat.

W styczniu 2013 r. nowy premier Japonii Shinzo Abe ogłosił program zmian gospodarczych (reflacji), mający na celu wyjście gospodarki kraju ze stagnacji⁵². Obejmował on trzy pakiety instrumentów i zapowiadał zmiany w zakresie polityki pieniężnej, fiskalnej i zmian strukturalnych na rynku towarów i rynku pracy. W zakresie polityki pieniężnej zmiany polegały na podniesieniu dotychczasowego celu inflacyjnego z 1% do 2%. Bank centralny deklarował, że cel ten chce osiągnąć tak szybko, jak to jest możliwe, ale nie dłużej niż w ciągu 2 lat⁵³. Środkiem realizacji nowego celu inflacyjnego jest program *Quantitative and Qualitative Monetary Easing*. Część programu określana mianem *quantity* obejmuje wzrost bazy monetarnej na poziomie 60-70 bilionów jenów rocznie, utrzymanie dotychczasowego poziomu zakupu obligacji rządowych (JGB). Część *quality* polega na zakupie przez bank aktywów obciążonych wyższym ryzykiem⁵⁴.

Ważnym elementem polityki pieniężnej Banku Japonii jest polityka informacyjna w formie *forward guidance*. Prowadzona była już od 1999 r., kiedy zapowiedziano prowadzenie polityki *Zero Interest Rate Policy*, dopóki problem deflacji nie zostanie rozwiązany. Kolejny raz użyto polityki *forward guidance* w 2001 r., zmieniając cel operacyjny banku i zapowiadając, że polityka luzowania ilo-

⁵⁰ CIŻKOWICZ, *Zmiana strategii Banku Japonii w 2012 r.*, s.2.

⁵¹ FAWLEY, NEELY, *Four Stories of Quantitative Easing*, s. 80.

⁵² A. SŁAWIŃSKI, *Zmniejszenie się skuteczności polityki pieniężnej w wyniku recesji wywołanej kryzysem bankowym: przypadek Japonii i strefy euro*, w: *Finanse w rozwoju gospodarczym i społecznym*, red. J. Czekaj, S. Owsiak, PWE, Warszawa 2014, s. 21.

⁵³ MICHAELIS, WATZKA, *Are there Differences in the Effectiveness of Quantitative Easing in Japan over Time?*, s. 6-7.

⁵⁴ K. IWATA, *Quantitative and Qualitative Monetary Easing and Japan's Recent Economic and Financial Developments*, https://www.boj.or.jp/en/announcements/press/koen_2014/data/ko140526a1.pdf [dostęp: 11.08.2014].

ściowego będzie prowadzona, dopóki wskaźnik CPI nie ustabilizuje się na poziomie 0% lub nie będzie wzrastał. Uruchomieniu *Quantitative and Qualitative Easing* także towarzyszyły deklaracje prowadzenia działań, aż do czasu kiedy Bank Japonii uzna to za stosowne. Wydaje się, że ostatnia deklaracja, mimo że najbardziej elastyczna ale w połączeniu z agresywnym użyciem niestandardowych instrumentów polityki pieniężnej przyniosła wreszcie oczekiwany efekt⁵⁵.

3. OCENA SKUTECZNOŚCI PODJĘTYCH DZIAŁAŃ

Ocena skuteczności prowadzonej przez Bank Japonii polityki monetarnej jest trudna i obwarowana wieloma zastrzeżeniami. Dotyczą one przede wszystkim specyficznych cech gospodarki japońskiej zarówno w kontekście jej struktury (*keiretsu*, system powiązań z bankami), jak i zwyczajów (wysoki poziom oszczędności, niski poziom konsumpcji). Powoduje to trudności w zastosowaniu prostego porównania prowadzonej w Japonii polityki pieniężnej i wywoływanych przez nią skutków z podobnymi działaniami wdrażanymi w innych krajach.

Ekspansywna polityka monetarna prowadzona przez Bank Centralny Japonii w reakcji na szoki naftowe lat siedemdziesiątych była skuteczna. Zapobiegła spadkowi tempa wzrostu PKB i wzrostowi bezrobocia, nie powodując przy tym wzrostu inflacji. Podnoszone w literaturze zarzuty wobec ówczesnych działań władz monetarnych dotyczą stworzenia przez poluzowanie pieniężne sprzyjających warunków dla ukształtowania się bąbli spekulacyjnych na rynku akcji i rynku nieruchomości⁵⁶. Z kolei gwałtowna zmiana nastawienia banku centralnego w kierunku większej restrykcyjności wpłynęła na raptowny spadek cen aktywów i ujawniła problemy strukturalne związane z niską jakością aktywów banków komercyjnych. Kryzys finansowy, jaki wybuchł w pierwszej połowie lat dziewięćdziesiątych XX wieku, sprawił, że priorytetem dla Banku Japonii stało się ratowanie instytucji finansowych i zapobieganie w ten sposób krachowi systemu finansowego. W tym zakresie działań bank we współpracy z rządem odniósł połowiczny sukces. Udało się ustrzec system finansowy przed załamaniem, ale ratowane podmioty nie przeszły dogłębnej restrukturyzacji i borykały się z problemami złych kredytów obciążających ich bilanse. Tymczasem gospodarka zaczęła odczuwać skutki zawirowań na rynku bankowym. Spadło tempo przyrostu

⁵⁵ S. SHIRAI, *Monetary Policy and Forward Guidance in Japan*, http://www.boj.or.jp/en/announcements/press/koen_2013/data/ko130921a1.pdf [dostęp: 11.08.2014].

⁵⁶JUREK, *Kontrowersje wokół skuteczności polityki pieniężnej*, s. 26-28.

PKB i pojawiły się zjawiska deflacyjne. Dopiero na skutek gwałtownego pogorszenia sytuacji Bank Japonii zaczął aktywnie oddziaływać na rynek pieniężny. W literaturze spotyka się stwierdzenia wskazujące na istniejące już w tym okresie zaburzenia działania kanałów transmisji impulsów monetarnych⁵⁷. Podejmowane przez władze monetarne działania o charakterze ekspansywnym oraz stosowane wobec banków zachęty do zwiększania akcji kredytowej nie przynosiły spodziewanych rezultatów. Banki obciążone portfelem złych kredytów nie były skłonne do finansowania przedsiębiorstw o niepewnej kondycji finansowej.

Celem operacyjnym banku centralnego była początkowo stopa dyskontowa, a następnie stopa *overnight*, przy celu finalnym w postaci kontroli poziomu cen. Władze monetarne miały jednak problem z jednoznacznym określeniem, jaki wzrost poziomu cen uznają za właściwy i pożądany. Prawdopodobnie miało to istotny wpływ na kształtowanie się oczekiwań inflacyjnych.

Systematycznie stosowana polityka zerowej stopy procentowej przyniosła skutek w postaci spadku nominalnych stóp procentowych do zera. Japonia wpadła w pułapkę płynności. Wzrost podaży pieniądza nie przekładał się już na spadek stóp procentowych, a banki wolały utrzymywać środki na rachunku w banku centralnym, niż zawierać ryzykowne transakcje przynoszące niski dochód. Dodatkowo oczekiwania deflacyjne zakorzeniły się w sposób trwały i trudny do przełamania. Popychały one gospodarkę w kierunku dalszego spadku cen i utrwalenia się zjawisk kryzysowych. I właśnie oczekiwania deflacyjne okazały się największym problemem dla władz monetarnych.

Bank Japonii stanął wobec problemu niemożliwości dalszego wykorzystania stopy procentowej, jako instrumentu polityki pieniężnej. Nastąpić musiała zmiana celu operacyjnego polityki pieniężnej. Stał się nim poziom rezerw utrzymywanych przez banki komercyjne w banku centralnym. Było to proste odwołanie się do ilościowej teorii pieniądza i przyjęcie założenia, że poziom cen pozostaje w ścisłym dodatnim związku z wielkością podaży pieniądza⁵⁸. Kolejny zwrot w polityce pieniężnej nastąpił w reakcji na światowy kryzys gospodarczy. Uruchomiono narzędzia luzowania ilościowego, dostarczając do systemu płynności i powrócono do polityki zerowych stóp procentowych. Skutkiem było pogłębiające się tempo spadku PKB oraz deflacja. Wobec braku efektów prowadzonej polityki pieniężnej Bank Japonii zdecydował się na faktyczne wdrożenie strategii bezpośredniego celu inflacyjnego.

⁵⁷ SAMARYNA, *Deflacja w Japonii*, PWE, Warszawa 2010, s. 131.

⁵⁸ JUREK, *Kontrowersje wokół skuteczności polityki pieniężnej*, s. 37.

Należy zauważyć, że ani kontrola wielkości podaży pieniądza (przez kontrolę poziomu rezerw), ani polityka zerowej stopy procentowej nie spowodowały wzrostu ogólnego poziomu cen i nie wypchnęły Japonii z deflacji. Badania dotyczące skutków polityki *Quantitative Easing* wskazują, że skup aktywów wpłynął na redukcję ich rentowności (szacowany w okresie QE2 na 20 punktów bazowych). Wywołane luzowaniem ilościowym zmiany struktury portfela aktywów inwestorów wpłynęły na szacowany na 5-7% wzrost na rynku akcji. Jednak nie towarzyszył tym zjawiskom wzrost poziomu cen ani wzrost gospodarczy. Przyczyn tego stanu rzeczy upatrywano we wciąż słabym sektorze bankowym (mimo że odsetek złych kredytów w portfelach banków spadł pomiędzy rokiem 2002 a 2007 z 8,4 do 2,5%)⁵⁹. Drugim powodem było delewarowanie bilansów przedsiębiorstw i ich niechęć do zaciągania nowych zobowiązań (w okresie 2002-2007 *debt to equity ratio* spadło z 200 do 100%).

O niskim stopniu skuteczności polityki monetarnej prowadzonej w Japonii począwszy od 1989 r., czyli od momentu wystąpienia zjawisk kryzysowych, świadczy poniższe zestawienie prezentujące podstawowe wielkości ekonomiczne (tabela 3).

Tabela 3. Podstawowe wskaźniki gospodarcze w Japonii w latach 1989-2011⁶⁰

Rok	Tempo zmian nominalnego PKB (%)	Stopa bezrobocia (%)	Stopa inflacji (%)
1989	7,2	2,2	2,9
1990	8,5	2,1	3,1
1991	4,9	2,1	2,8
1992	2,5	2,2	1,6
1993	-0,7	2,6	1,3
1994	2,2	2,9	0,4
1995	1,8	3,2	0,3
1996	2,8	3,3	0,4
1997	1,3	3,5	2,0
1998	-1,6	4,3	0,2
1999	-1,3	4,7	-0,5
2000	1,0	4,7	-0,6

⁵⁹ BERKMEN, *Bank of Japan's Quantitative and Credit Easing*, s. 5-6.

⁶⁰ www.oecd-ilibrary.org

2001	-0,9	5,2	-1,0
2001	-1,3	5,4	-0,6
2003	0,0	5,1	-0,2
2004	0,9	4,1	-0,1
2005	0,0	4,0	-0,1
2006	0,5	3,7	0,2
2007	1,2	3,5	0,4
2008	-2,3	4,1	1,1
2009	-6,0	5,2	-1,7
2010	2,3	4,9	-0,4
2011	-0,5	4,6	-0,1
2012	0,7	4,3	0,4
2013	1,6	4,0	0,0

Źródło: <http://www.focus-economics.com/economic-indicator/inflation-rate> [dostęp: 11.08.2014].

Oceniając skuteczność podejmowanych przez bank centralnych działań, trzeba dodatkowo wskazać na długotrwały brak koordynacji polityki fiskalnej i monetarnej, jako czynnik niesprzyjający zwalczaniu niekorzystnych zjawisk gospodarczych⁶¹. Dopiero Abenomika jest programem zakładającym ścisłą współpracę i równoległe działanie ze strony rządu i banku centralnego. Dane gospodarcze po pierwszych czterech kwartałach jej realizacji mogą napawać optymizmem. Dynamika PKB wzrosła z poziomu 0,7 % w 2012 r. do 1,6 % w 2013 r. Stopa bezrobocia ustabilizowała się na poziomie nieco poniżej 4% (w marcu 2014 r. wynosiła 3,6%). W maju 2014 r. zanotowano najwyższy od 32 lat wskaźnik inflacji CPI – 3,7%. Należy jednak podkreślić, że trudno na tej podstawie jednoznacznie pozytywnie ocenić Abenomikę. Wydaje się, że jest na to jeszcze zbyt wcześnie.

Warto rozważając skuteczność polityki pieniężnej Banku Japonii, zwrócić uwagę na możliwe przyczyny powstania sprzężenia zwrotnego pomiędzy niskim wzrostem gospodarczym a deflacją, co osłabiło efekty działań władz monetarnych⁶². Są wśród nich wymieniane:

⁶¹ SAMARYNA, *Deflacja w Japonii*, s. 131-136.

⁶² SŁAWIŃSKI, *Zmniejszenie się skuteczności polityki pieniężnej w wyniku recesji*, s. 26-27.

- spadek tempa wydajności pracy. Deindustrializacja i wzrost znaczenia usług w tworzeniu PKB (cechują się one niższym tempem przyrostu wydajności) stały się głównymi przyczynami tego stanu rzeczy;
- brak restrukturyzacji bilansów banków komercyjnych zmniejszający ich skłonność do udzielania kredytów;
- zmiany demograficzne i wzrost odsetka ludzi starszych w społeczeństwie wpłynęły na skłonności do konsumpcji i zaciągania kredytów.

Połączenie wymienionych powyżej niezależnych od władz monetarnych zjawisk o charakterze nie tylko gospodarczym, ale i społecznym sprawiło, że niezwykle trudne w praktyce okazało się prowadzenie skutecznej polityki monetarnej.

4. WNIOSKI WYPLYWAJĄCE Z DOŚWIADCZEŃ BANKU JAPONII

Kryzys drugiej połowy lat dziewięćdziesiątych XX wieku zmusił Bank Japonii do poszukiwania nowych instrumentów oddziaływania na sektor finansowy i pośrednio na całą gospodarkę. Zestaw stosowanych narzędzi polityki pieniężnej po raz pierwszy uległ znacznemu poszerzeniu. Doświadczenia Japonii mogą być cenne dla innych krajów, które zjawiska o podobnym charakterze przeżywały lub mogą doświadczać ich w przyszłości.

Działania podejmowane przez Bank Japonii w całym analizowanym okresie szły dwutorowo. Równolegle dokonywano łagodzenia warunków tradycyjnych operacji przeprowadzanych przez bank centralny w relacjach z bankami komercyjnymi oraz zakupu na znaczną skalę rządowych i prywatnych papierów dłużnych. Bezpośrednie zakupy przez bank centralny obligacji rządowych (wolumen zakupionych papierów jest znaczny) Japonii dają gwarancje finansowania wydatków bez konieczności ich ograniczania lub podnoszenia podatków. W literaturze jest to określane jako monetyzacja długu i oceniane raczej negatywnie. Jednak specyfika japońskiej gospodarki (o czym była mowa w początkowych częściach artykułu) czyni taki rodzaj działania banku centralnego dość bezpiecznym i akceptowalnym. Jednak należy zauważyć, że kolejno uruchamianym programom zakupu aktywów, mimo że powodowały wzrost bazy monetarnej, nie towarzyszył mu wzrost poziomu agregatu M2⁶³. Tym samym nie był generowany impuls dla wzrostu cen.

⁶³ ANDOLFATTO, LI, *Quantitative Easing in Japan*.

Jak się wydaje, najciekawszym doświadczeniem Japonii jest przekonanie się o znaczeniu kształtowania opinii inwestorów. Diagnozowane przez ekonomistów przyczyny długotrwałej deflacji to⁶⁴:

- niskie oczekiwania inflacyjne gospodarstw domowych i przedsiębiorstw,
- ujemna luka dochodowa,
- silny trend aprecjacyjny jena.

Przy czym pierwszy z wymienionych powyżej czynników jest specyficzny dla Japonii. Podejmowane przez władze monetarne począwszy od lat dziewięćdziesiątych XX wieku działania w ramach niestandardowej polityki pieniężnej, nakierowane były przede wszystkim na niwelowanie ujemnej luki dochodowej i deprecjację jena. Jednak można zaryzykować twierdzenie, że największym problemem dla Banku Japonii i kluczowym czynnikiem dla osiągnięcia celu inflacyjnego było oddziaływanie na oczekiwania inflacyjne. Po długim okresie deflacji były one utrwalone w kierunku oczekiwanego spadku cen. Dopiero podniesienie celu inflacyjnego i ścisła współpraca z rządem w realizacji uzdrawiającego gospodarke programu (Abenomiki) pozwala żywić nadzieję na trwałe zakotwiczenie oczekiwań inflacyjnych. Niezbędnym elementem tego trendu jest polityka *forward guidance*⁶⁵.

Właściwym podsumowaniem rozważań na temat polityki pieniężnej Banku Japonii jest stwierdzenie o znaczeniu oddziaływania na oczekiwania inflacyjne na drodze łącznego stosowania standardowych i niestandardowych instrumentów polityki pieniężnej oraz skoordynowanej polityki gospodarczej. Nie bez znaczenia pozostaje prowadzenie *forward guidance*, jako dodatkowego instrumentu oddziaływania na oczekiwania uczestników rynku. Jest to doświadczenie, z którego mogą korzystać inne banki centralne, napotykać na barierę trwale niskiej inflacji.

BIBLIOGRAFIA

- ANDOLFATTO D., LI L., Quantitative Easing in Japan: Past and Present, <http://research.stlouisfed.org/publications/es/article/10024> [dostęp: 10.08.2014].
- BERKMEN S.P., Bank of Japan's Quantitative and Credit Easing: Are They Nom More Effective, IMF Working Paper WP/12/2, Washington, 2012.
- CIŻKOWICZ M., Zmiana strategii Banku Japonii w 2012 r., www.nbp.pl/publikacje/bci/zmiana_strategii_BJ.pdf [dostęp: 08.08.2014].

⁶⁴ K. NISHIZAKI, T. SEKINE, Y. UENO, *Chronic Deflation in Japan*, Bank of Japan Working Paper 12-E-6, Bank of Japan, Tokyo, 2012, s. 13.

⁶⁵ SHIRAI, *Monetary Policy and Forward Guidance in Japan*.

- FAWLEY B.W., NEELY C.J., Four Stories of Quantitative Easing, <http://research.stlouisfed.org/publications/review/13/01/Fawley.pdf> [dostęp: 10.08.2014].
- Finanse w rozwoju gospodarczym i społecznym, red. J. Czekaj, S. Owsiak, PWE, Warszawa 2014.
- FUJIWARA I., NAKAZONO Y., UEDA K., Has Abenomics Brought about Monetary Regime Change in Japan?, <http://www.cirje.e.u-tokyo.ac.jp/research/conf/abenomics0307/Fujiwara-Nakazono-Ueda.pdf> [dostęp: 08.08.2014].
- IWATA K., Quantitative and Qualitative Monetary Easing and Japan's Recent Economic and Financial Developments, https://www.boj.or.jp/en/announcements/press/koen_2014/data/ko14026a1.pdf [dostęp: 11.08.2014].
- JUREK M., Kontrowersje wokół skuteczności polityki pieniężnej Banku Japonii w latach 1990–2004, „Bank i Kredyt” 2004, nr 7.
- KOWALIK T., Czy gospodarka japońska się amerykańizuje?, w: Japonia na początku XXI wieku. Polityka, gospodarka, społeczeństwo i stosunki z Polską, red. K. Gawlikowski, M. Ławacz, Wydawnictwo Adam Marszałek, Toruń 2008.
- KOZIÓŁ W., Deflacja a działalność inwestycyjna banków. Przykład Japonii w latach 1993–2008, „Equilibrium” 2010, nr 1(4).
- MICHAELIS H., WATZKA S., Are there Differences in the Effectiveness of Quantitative Easing in Japan over Time?, http://epub.ub.uni-muenchen.de/21087/1/Michaelis_Watzka_TVP-VAR_JP_WP2014.pdf [dostęp: 10.08.2014].
- MŁODAWSKA J., Kryzys system bankowego i finansowego w Japonii – drogi wyjścia, „Bank i Kredyt” 2003, nr 7.
- MORAWSKI W., Zarys powszechnej historii pieniądza i bankowości, Wydawnictwo TRIO, Warszawa 2002.
- NISHIZAKI K., SEKINE T., UENO Y., Chronic Deflation in Japan, Bank of Japan Working Paper 12-E-6, Bank of Japan, Tokyo, 2012.
- ORĘZIAK L., Bank centralny Japonii, w: Bankowość centralna od A do Z, red. R. Kokoszczyński, B. Pietrzak, NBP, Warszawa 2006.
- SAMARYNA H., Deflacja w Japonii, PWE, Warszawa 2010.
- SHIRAI S., Monetary Policy and Forward Guidance in Japan, http://www.boj.or.jp/en/announcements/press/koen_2013/data/ko130921a1.pdf [dostęp: 11.08.2014].
- SKRZESZEWSKA-PACZEK E., Reakcje banków centralnych na wstrząsy naftowe lat 70., „Bank i Kredyt”, 2006, nr 7.
- SOLARZ J.K., System bankowy Japonii, w: Systemy bankowe krajów G-20, red. S. Flejterski, J.K. Solarz, PPH ZAPOL Dmochowski, Sobczyk s.j., Szczecin 2012.
- SOTOMSKA-KRZYSZTOFIK P., Japoński system bankowy wobec kryzysu bankowego i gospodarczego, „Bank i Kredyt” 2003, nr 11-12.
- TAKEDA Y., YAJIMA Y., Searching for the Effects of Unconventional Monetary Policy: The Case of the Bank of Japan, http://www.jsmeweb.org/jjmfe/pdf/2014feb/jjmfe_2014february_1.pdf [dostęp: 08.08.2014].

POLITYKA PIENIĘŻNA BANKU JAPONII PROWADZONA W REAKCJI
NA DŁUGOTRWAŁY KRYZYS GOSPODARCZY
– PRÓBA UOGÓLNIENIA DOŚWIADCZEŃ

Streszczenie

W artykule przedstawiono politykę pieniężną prowadzoną przez Bank Japonii w reakcji na kryzys gospodarczy. Zaburzenia rynkowe dotknęły Japonię już w latach dziewięćdziesiątych XX wieku. Wywołały one kolejno kryzys bankowy i gospodarczy oraz długotrwałą deflację. Od tego czasu bank centralny uruchamia różne programy mające na celu ustabilizowanie sytuacji i stymu-

lowanie gospodarki. Różnorodność zastosowanych narzędzi komponowanych w kompleksowe programy stanowi szerokie spektrum możliwych aktywności władz monetarnych. Analiza skuteczności podejmowanych działań pozwala na wysnucie ogólniejszych wniosków dotyczących polityki pieniężnej w warunkach kryzysu. W artykule została podjęta próba wskazania działań, jakie może podjąć bank centralny, aby zminimalizować skutki kryzysu na rynku finansowym i efektywnie wesprzeć zagrożone podmioty.

Słowa kluczowe: Bank Japonii, kryzys, polityka pieniężna

BANK OF JAPAN MONETARY POLICY CONDUCTED IN RESPONSE
TO THE PROLONGED ECONOMIC CRISIS
– AN ATTEMPT TO GENERALIZE THE EXPERIENCES

S u m m a r y

In the article monetary policy of the Bank of Japan in the reaction to an economic crisis was described. Market disorders afflicted Japan already in years 90. of the 20th century. They triggered the bank and economic crisis and the long-term deflation as their result. Since then the central bank is starting various programs being aimed at stabilizing the situation and stimulating the economy. The diversity of measures composed into comprehensive programs constitutes the widest spectrum of possible activities of monetary authorities. The effectiveness analysis of taken action allows for pulling the general conclusions concerning the monetary policy out in conditions of the crisis. A made attempt to show action the central bank can take which stayed in the article so that minimize effects of crisis on the financial market and effectively support endangered entities.

Key words: Bank of Japan, crisis, monetary policy

Translated by Ilona Skibińska-Fabrowska