

Kontrowersje wokół skuteczności polityki pieniężnej Banku Japonii w latach 1990-2004

Michał Jurek

Wprowadzenie

W minionych dekadach głównym zagrożeniem dla stabilności gospodarczej wielu państw była inflacja. Zrozumienie przez władze monetarne, polityków i zwykłych ludzi, jak wysokie są koszty inflacji, sprawiło, że obniżenie jej stopy stało się priorytetem banków centralnych¹. Uznano przy tym, że podstawowym zadaniem władz monetarnych powinno być utrzymywanie stabilnego poziomu cen, i sformułowany w ten sposób cel zaczęto umieszczać w statutach banków centralnych. Stał się on nie tylko wymogiem ekonomicznym, ale także formalnym². Takie zdefiniowanie podstawowego celu wynikało z doświadczeń praktycznych, a także z licznych badań ekonomicznych, które jednoznacznie wskazywały, że utrzymywanie stabilnego poziomu cen przyczynia się do osiągnięcia trwałego i nieinflacyjnego wzrostu gospodarczego.

Dzięki konsekwentnej realizacji podstawowego celu polityki pieniężnej w drugiej połowie lat 90. XX wieku większości krajów wysoko rozwiniętych udało się sprowadzić stopę inflacji do niskiego poziomu³. Zmniejszyło się również zróżnicowanie stóp inflacji

w poszczególnych państwach⁴. Ukształtowanie się niskich stóp inflacji postawiło jednak przed władzami monetarnymi nowe wyzwania. Okazało się bowiem, że obniżanie inflacji do niskiego poziomu może powodować utratę skuteczności standardowych instrumentów polityki pieniężnej. Bank centralny może być wówczas niezdolny do przewyciężenia negatywnych szoków popytowych, które mogą wepchnąć gospodarkę w spiralę deflacyjną. Dzieje się tak w sytuacji, kiedy podstawowa stopa procentowa banku centralnego jest na tyle niska, że niemożliwe staje się poluzowanie polityki pieniężnej poprzez obniżenie tej stopy. Zjawisko to ściśle wiąże się z zagadnieniem zerowej granicy nominalnej stopy procentowej.

Istnienie granicy nominalnej stopy procentowej oznacza, że nie może ona spaść poniżej pewnego poziomu⁵. Poziom ten jest wyznaczony przez krańcową użyteczność i krańcowy koszt utrzymywania dodatkowej jednostki pieniądza. Zazwyczaj zarówno korzyści krańcowe, jak i koszty krańcowe wynikające z utrzymywania dodatkowej jednostki pieniądza, jako jednego z aktywów, zmierzają do zera⁶. Zerowy poziom granicy no-

¹ B. S. Bernanke: *Deflation: Make Sure „It” Doesn’t Happen Here. Remarks by Governor B. S. Bernanke Before The National Economists Club*. Mimeo, Board of Governors of the Federal Reserve System, www.federalreserve.gov

² Z. Knakiewicz: *Problemy kreacji pieniądza i regulacji obiegu pieniężnego*. „Ruch Prawniczy, Ekonomiczny i Socjologiczny”, z. 3-4/1998 s. 177.

³ Przykładowo, średnia stopa inflacji w krajach OECD wynosiła 10,2% w latach 70. ubiegłego wieku i 9,2% w pierwszej połowie lat 80., natomiast w latach 90. spadła do 2,8% (J. Viñals: *Monetary Policy Issues in a Low Inflation Environment*. Proceedings of Central Banking Conference „Why Price Stability?” EBC, Frankfurt n. Menem 2000, s. 113).

⁴ Jak wynika z danych Międzynarodowego Funduszu Walutowego, w 1998 r. inflacja mierzona indeksem CPI w 23 uprzemysłowionych krajach wynosiła poniżej 3%, w 12 z nich zawierała się w przedziale 1-2%, a w sześciu kształtowała się poniżej 1%. (*Safeguarding Macroeconomic Stability at Low Inflation*. IMF, World Economic Outlook, październik 1999 r., s. 92-93).

⁵ Dla przejrzystości analizy na ogół przyjmuje się, że istnieje tylko jedna nominalna stopa procentowa. Może być ona traktowana jako średnia wszystkich nominalnych stóp procentowych, które występują w danej gospodarce.

⁶ Por. m.in.: D. Amirault, B. O’Reilly: *The Zero bound on Nominal Interest Rates: How Important Is It?* Bank of Canada Working Papers nr 6/2002, s. 1-2; T. Yates: *Monetary Policy and the Zero Bound to Interest Rates: A Review*. EBC Working Papers nr 190/2002, s. 11.

minalnej stopy procentowej wynika także stąd, że stopa zwrotu z zasobów pieniądza, które utrzymuje dany podmiot gospodarczy, nie może być mniejsza od zera⁷. Ponadto, utrzymanie zasobów pieniądza przysparza także pewnych niepieniężnych korzyści. Wynikają one z funkcji miernika wartości i pośredniczenia w wymianie, które pełni pieniądz. Podmiot gospodarczy nie ponosi przy tym znaczących kosztów z tytułu utrzymywania zasobów pieniądza. Istnienie zerowej granicy nominalnej stopy procentowej jest zatem konsekwencją emisji pieniądza będącego powszechnie akceptowanym, prawnym środkiem płatniczym. Nominalne stopy procentowe nie mogą spaść poniżej zera, bo nikt nie chciałby utrzymywać papierów wartościowych cechujących się ujemną pieniężną stopą zwrotu i nie przynoszących zarazem innych korzyści⁸.

Zgodnie ze współczesną interpretacją równania stopy procentowej sformułowanego przez I. Fishera, realna stopa procentowa *ex ante* stanowi różnicę między nominalną stopą procentową a oczekiwaną stopą inflacji⁹. Istnienie zerowej granicy, poniżej której nominalna stopa procentowa nie może spaść, oznacza, że przy niskiej stopie inflacji i zbliżonej do zera nominalnej stopie procentowej obniżenie realnej stopy procentowej poprzez emisję pieniądza i obniżkę stopy referencyjnej banku centralnego jest niemożliwe¹⁰. Tym samym władze monetarne nie mogą efektywnie wpływać na gospodarkę za pomocą tradycyjnego instrumentu, jakim są operacje otwartego rynku, poprzez przejściowe obniżenie realnej stopy procentowej i wywołanie impulsu niezbędnego do dalszego wzrostu gospodarczego¹¹. Brak odpowiedniej reakcji ze strony banku centralnego może na długo „uwięzić” gospodarkę w pułapce niskiej nominalnej stopy procentowej, trwałych oczekiwań deflacyjnych oraz wysokiej i dodatniej realnej stopy procentowej. Taką sytuację określa się w literaturze mianem efektu zerowej granicy.

Zainteresowanie problemem zerowej granicy nominalnej stopy procentowej i wynikającymi z niej ograniczeniami dla prowadzonej polityki pieniężnej niepomiarowo wzrosło w ostatnich latach. Spotęgało je wy-

stępujące w wielu krajach zjawisko jednoczesnego spadku stopy inflacji i krótkoterminowych nominalnych stóp procentowych. Zaobserwowano je m.in. w Szwecji, Australii i Chinach¹². Prawdziwy niepokój wywołał jednak dopiero przypadek Japonii, gdzie stopa inflacji spadła do zera, osiągając przejściowo ujemne wartości. Niemal do zera spadły również krótkoterminowe nominalne stopy procentowe, a gospodarka pogrążyła się w długotrwałej stagnacji gospodarczej mimo licznych działań podejmowanych przez władze monetarne i fiskalne.

Swoiste cechy kryzysu japońskiego

Przebieg kryzysu japońskiego oraz liczne – nieudane – próby jego przezwyciężenia są dobrym przykładem tego, jak poważne mogą być konsekwencje ukształtowania się nominalnych stóp procentowych na poziomie zbliżonym do zera. Ograniczenie skuteczności standardowych instrumentów polityki pieniężnej i niemożność odpowiedniego „poluzowania” polityki pieniężnej spowodowały, że gospodarka japońska na dobre pogrążyła się w stagnacji. Świadczą o tym dane zawarte w tabeli 1. Załamanie gospodarcze było tak poważne, że niektórzy japońscy ekonomiści określili lata 90. XX wieku mianem straconej dekady¹³.

O skali problemu może świadczyć fakt, że podczas gdy w latach 80. ubiegłego wieku średnia stopa wzrostu PKB w Japonii przekraczała 4%, to dekadę później wskaźnik ten wyniósł zaledwie 1%¹⁴. Począwszy od 1997 r. stopa inflacji mierzona indeksem CPI oscyluje wokół poziomu zerowego. Od 1991 r. nieprzerwanie spadają ceny aktywów finansowych, ziemi i dóbr kapitałowych¹⁵. Spada tempo zmian PKB i popytu wewnętrznego, słabnie eksport, natomiast szybko rośnie dług publiczny i stopa bezrobocia (tabela 1).

W literaturze przedmiotu panuje zgodność, że tzw. kryzys japoński rozpoczął się w 1990 r. Jego bezpośrednią przyczyną był spekulacyjny wzrost cen aktywów finansowych i nieruchomości. W latach 1985-1990 ceny te wzrosły nawet kilkakrotnie¹⁶. Tak znaczący wzrost był spowodowany nadmiernym optymizmem, niekiedy

⁷ Stopa ta jest równa zero wówczas, gdy zasoby pieniądza są gromadzone w postaci pieniądza gotówkowego lub - niekiedy - wkładów na żądanie. W przypadku, gdy zasoby pieniądza mają postać wkładów terminowych i oszczędnościowych, stopa ta jest wyższa od zera.

⁸ Granica nominalnej stopy procentowej mogłaby ukształtować się na poziomie różnym od zera tylko teoretycznie. Według M. Goodfrienda, mogłaby być ujemna, gdyby utrzymywanie zasobów pieniądza i zarządzanie nimi wiązało się z jakimiś nadzwyczajnymi kosztami, niedogodnościami lub dyskomfortem psychicznym (M. Goodfriend: *Overcoming the Zero Bound on Interest Rates Policy*. Federal Reserve Bank of Richmond Working Papers 2000, nr 3, s. 41). Można też wyobrazić sobie sytuację, w której granica ta byłaby większa od zera. Miałoby to miejsce wtedy, gdyby utrzymywanie zasobów pieniądza przysparzało znaczących zysków, niemających wraz ze wzrostem utrzymywanych rezerw (T. Yates: *Monetary Policy...*, op.cit., s. 12-13).

⁹ F. S. Mishkin: *Ekonomika pieniądza, bankowości i rynków finansowych*. Warszawa 2002 Wydawnictwo Naukowe PWN, s. 132.

¹⁰ Istotny jest oczywiście poziom realnych stóp procentowych *ex ante*, bo to one wpływają na decyzje podejmowane przez podmioty gospodarcze.

¹¹ Por. m.in.: R. Black, D. Coletti, S. Monnier: *On the Costs and Benefits of Price Stability*. Proceedings of the Conference: Price Stability, Inflation Targets and Monetary Policy, Bank of Canada, Ottawa 1997, s. 320; A. Orphanides, V. Wieland: *Efficient Monetary Policy Design Near Price Stability*. Board of Governors of the Federal Reserve System Working Papers nr 67/1999, s. 5.

¹² *Safeguarding Macroeconomic Stability...*, op.cit., s. 101.

¹³ R. Kato, S. Nishiyama: *Optimal Monetary Policy When Interest Rates are Bounded at Zero*. Bank of Japan, mimeo, s. 19.

¹⁴ Y. Yamaguchi: *Asset Price and Monetary Policy: Japan's Experience*. W: New Challenges for Monetary Policy. A Symposium Sponsored by The Federal Reserve Bank of Kansas City. Jackson Hole, Wyoming 1999, s. 171-172.

¹⁵ Przykładowo, w 1999 r. ceny nieruchomości były średnio aż o 80% niższe niż w szczytowej fazie spekulacji. (K. Jackowicz: *Japonia*. W: *Kryzysy bankowe. Przyczyny i rozwiązania*. Praca pod red. M. Iwanicz-Drozdowskiej. Warszawa 2002 PWE, s. 346).

¹⁶ Por. m.in.: K. Jackowicz: *Japonia...*, op.cit., s. 345; P. Sotomska-Krzysztofik: *Japoński system bankowy wobec kryzysu bankowego i gospodarczego*. „Bank i Kredyt” nr 11-12/2003, s. 37-38.

określanym wręcz jako „euforia inwestorów”¹⁷. Optyzm ten nie był nieuzasadniony. W drugiej połowie lat osiemdziesiątych sytuacja gospodarcza w Japonii była bardzo dobra. Stopa inflacji mierzona indeksem CPI była zbliżona do zera, natomiast tempo wzrostu PKB wynosiło od 4% do 5%. Co więcej, zmiany strukturalne na rynku pracy hamowały presję na wzrost płac¹⁸, a niskie oprocentowanie kredytu pozwalało przedsiębiorstwom na podejmowanie wielu nowych

inwestycji stosunkowo niskim kosztem. Utrzymanie tak dobrej sytuacji gospodarczej przez dłuższy czas nie było jednak możliwe. Musiało nastąpić załamanie¹⁹.

Mimo wyraźnego spekulacyjnego wzrostu cen aktywów finansowych i nieruchomości polityka pieniężna Banku Japonii aż do maja 1989 r. miała charakter ekspansywny. Dopiero w listopadzie 1989 r. nastąpiła pierwsza z pięciu podwyżek stopy referencyjnej Banku Japonii. Jak wynika z tabeli 2, stopę tę podniesiono łącznie w ciągu 15 miesięcy z 2,5% do 6%. Tak gwałtowny zwrot w polityce pieniężnej spowodował pęknięcie tzw. bąbla spekulacyjnego, czyli stopniowy spadek cen papierów wartościowych i nieruchomości.

¹⁷ S. Shiratsuka: *Asset Price Bubble in Japan in the 1980s: Lessons for Financial and Macroeconomic Stability*. Bank of Japan, Institute for Monetary and Economic Studies Discussion Papers nr 15/2003, s. 1 I 12-13.

¹⁸ W szczególności presję tę hamował wzrost liczby zatrudnianych kobiet, napływ pracowników z zagranicy oraz korzystanie przez przedsiębiorstwa z bardziej elastycznych form zatrudniania pracowników (Y. Yamaguchi: *Asset Price...*, op.cit., s. 172).

¹⁹ Y. Yamaguchi: *Asset Price...*, op.cit., s. 172.

Tabela 1 Podstawowe wskaźniki charakteryzujące gospodarkę Japonii w latach 1989-2004

Wyszczególnienie	Tempo zmian PKB (w %)	Tempo zmian popytu wewnętrznego (w %)	Stopa bezrobocia (w %)	Stopa inflacji (w %)
1989	7,2	4,5	2,2	2,9
1990	8,5	5,8	2,1	3,1
1991	4,9	1,8	2,1	2,8
1992	2,5	0,7	2,2	1,6
1993	-0,7	-0,9	2,6	1,3
1994	2,2	2,5	2,9	0,4
1995	1,8	3,0	3,2	0,3
1996	2,8	3,7	3,3	0,4
1997	1,3	-0,4	3,5	2,0
1998	-1,6	-1,2	4,3	0,2
1999	-0,9	0,8	4,7	-0,5
2000	1,0	2,8	4,7	-0,6
2001	-2,4	-0,7	5,2	-1,0
2002	-0,7	0,4	5,4	-0,6
2003	0,8	2,4	5,1	-0,2
2004*	3,2	1,3	4,9	0,0
Wyszczególnienie	Realny efektywny kurs jena do dolara (marzec 1973 r. = 100)	Tempo zmian eksportu (w %)	Tempo zmian importu (w %)	Dług publiczny w % PKB
1989	124,1	0,7	-0,9	52,4
1990	114,0	0,5	-0,3	49,7
1991	121,5	0,4	0,0	49,0
1992	124,4	0,3	0,1	51,0
1993	140,5	-0,1	0,0	55,8
1994	147,9	0,4	-0,6	59,5
1995	148,6	0,4	-1,0	62,3
1996	125,1	0,7	-0,8	69,1
1997	118,2	0,8	0,1	75,8
1998	120,6	-0,4	0,5	85,4
1999	135,5	0,6	-0,5	97,0
2000	140,7	1,0	-0,8	104,1
2001	125,4	-0,8	0,3	121,2
2002	118,5	1,3	-0,5	134,4
2003	119,0	1,3	-0,4	140,2
2004*	122,1	0,6	-0,3	b.d.

* dane za I kwartał 2004 r.

Źródło: opracowanie własne na podstawie: Bank of Japan: *Reports and Statistics*, www.boj.or.jp/en/dlong/skeall.pdf

Pęknięcie bąbla spowodowało, że wiele kredytów udzielonych przez banki sektorowi prywatnemu, a w szczególności przedsiębiorstwom budowlanym, nie zostało spłaconych. Wywołało to kryzys japońskiego systemu bankowego, stopniowo rozszerzający się na całą gospodarkę. Pogorszyła się sytuacja finansowa wielu przedsiębiorstw. Spadek cen aktywów finansowych obniżył wartość kapitałów własnych japońskich przedsiębiorstw i wpłynął na pogorszenie warunków uzyskania przez nie kredytu bankowego. Spadła przy tym wartość nieruchomości i papierów wartościowych wykorzystywanych jako zabezpieczenie zaciągniętych kredytów. Zdaniem M. Shirakawy, sprawiło to, że japońskie przedsiębiorstwa stały się nadmiernie zadłużone i zarazem niedokapitalizowane²⁰. Według K. Jackowicza, był to przykład sprzężenia zwrotnego – osłabienie aktywności gospodarczej uniemożliwiało poprawę kondycji finansowej banków, a zła sytuacja banków ograniczała możliwości kredytowania przedsiębiorstw, niezbędnego do powrotu gospodarki na ścieżkę długookresowego wzrostu²¹.

Rozwój kryzysu w Japonii stanowił klasyczny przykład konsekwencji pęknięcia bąbla spekulacyjnego, które zazwyczaj popycha gospodarkę w „błędne koło” pesymistycznych oczekiwań. Mianowicie, spadek cen aktywów finansowych i nieruchomości sprawił, że pogorszyła się struktura bilansów przedsiębiorstw i instytucji finansowych. Przedsiębiorstwa musiały więc ograniczyć swoją działalność inwestycyjną, instytucje finansowe hamowały zaś działalność kredytową. Pogłębiająca się luka popytowa pogorszyła i tak pesymistyczne oczekiwania podmiotów gospodarczych i ludności dotyczące rozwoju sytuacji ekonomicznej. W konsekwencji nastąpiło dalsze ograniczenie działalności kredytowej i inwestycyjnej, co wpłynęło na zahamowanie wzrostu podaży pieniądza i spadek cen. Niekorzystne wskaźniki stopy wzrostu podaży pieniądza powodowały kolejną rewizję oczekiwań – na jeszcze bardziej pesymistyczne. Gospodarka japońska została tym samym niejako uwieczniona w spirali oczekiwań deflacyjnych, powodującej coraz szybszy spadek cen i tempa wzrostu gospodarczego oraz wzrost skłonności do oszczędzania²².

Działania podejmowane przez Bank Japonii w pierwszej fazie kryzysu gospodarczego (lata 1990-1996)

Polityka realizowana przez Bank Japonii w pierwszej połowie lat 90. była przedmiotem rozlicznych kome-

ntarzy i ocen. Podkreślano, że Bank Japonii zbyt długo prowadził politykę pieniężną o charakterze ekspansywnym, mimo „oderwania” wzrostu cen aktywów finansowych i nieruchomości od podstaw o charakterze fundamentalnym. Krytykowano też gwałtowne przejście od ekspansywnej do restrykcyjnej polityki pieniężnej, podkreślając, że uniemożliwiło to gospodarce japońskiej łagodne wyjście z okresu spekulacji²³. Dla pełnej oceny polityki pieniężnej konieczne jest jednak uwzględnienie warunków, w których działał wówczas Bank Japonii.

Jak podkreśla Y. Yamaguchi, szybsze i bardziej zdecydowane zaostrzenie polityki pieniężnej na początku lat 90. nie było możliwe. Stopa inflacji zbliżona była bowiem do zera, stąd też nie było przesłanek do znaczącego podniesienia stóp procentowych²⁴. Działaniom takim przeciwne było także Ministerstwo Finansów, od którego Bank Japonii był formalnie zależny, ponieważ jego bezpośrednią konsekwencją podwyżki stóp byłyby wzrost kosztów obsługi długu publicznego²⁵.

Ponadto, na mocy porozumień dotyczących międzynarodowej koordynacji polityki gospodarczej (Plaza Agreement z dnia 22 września 1985 r. i Louvre Agreement z dnia 22 lutego 1987 r.) Japonia była niejako zobowiązana do stabilizowania kursu jena względem dolara i utrzymywania niskiego poziomu stóp procentowych²⁶. Bank Japonii prowadził więc politykę zgodną z wytycznymi Ministerstwa Finansów, utrzymując niskie stopy procentowe tak, by zahamować aprecjację jena i pobudzać popyt wewnętrzny w celu niwelowania nadwyżek bilansu płatniczego z tytułu bieżących obrotów z zagranicą²⁷. Na zaostrzenie polityki pieniężnej zdecydowano się dopiero wówczas, gdy jen zaczął wyraźnie tracić na wartości²⁸.

Zaostrzenie polityki pieniężnej nie tylko nie poprawiło, ale wręcz pogorszyło sytuację. Narastanie kryzysu wymusiło powrót do ekspansywnej polityki. Jak wynika z tabeli 2, pierwsza z ośmiu obniżek stopy dyskontowej nastąpiła 1 lipca 1991 r. Ostatnie cięcie tej

²³ Por. m.in.: K. Jackowicz: *Japonia...*, op.cit., s. 346; B. T. McCallum: *Japanese Monetary Policy 1991-2001*. Federal Reserve Bank of Richmond, Economic Quarterly nr 1/2003, s. 4.

²⁴ Y. Yamaguchi: *Asset Prices...*, op.cit., s. 173.

²⁵ Bank Japonii zyskał niezależność dopiero na mocy nowelizacji ustawy Prawo o banku centralnym, przeprowadzonej w 1997 r.

²⁶ Japonia była wówczas jednym z największych światowych kredytodawców. Argumentowano, że utrzymywanie niskiego poziomu stóp procentowych – czyli niskiego oprocentowania kredytów udzielanych zagranicznym dłużnikom – jest niezbędne dla zapewnienia stabilnego wzrostu gospodarczego na świecie. (Y. Yamaguchi: *Asset Prices...*, op.cit., s. 172-173).

²⁷ Por. m.in.: K. Jackowicz: *Japonia...* op.cit., s. 347; A. Meltzer: *Monetary Transmission at Low Inflation: Some Clues from Japan in 1990s*. Bank of Japan, Institute for Monetary and Economic Studies Discussion Papers nr 25/2000 s. 29-30; K. Okina, S. Shiratsuka: *Asset Price Bubbles, Price Stability, and Monetary Policy: Japan's Experience*. Bank of Japan, Institute for Monetary Policy and Economic Studies Discussion Papers nr 16/2001, s. 4-5.

²⁸ H. Fujiki, K. Okina, S. Shiratsuka: *Monetary Policy under Zero Interest Rate: Viewpoints of Central Bank Economists*. Bank of Japan, Institute for Monetary and Economic Studies Discussion Papers nr 11/2000, s. 2-3.

²⁰ M. Shirakawa: *Monetary Policy Under the Zero Interest Rate Constraint and the Balance Sheet Adjustment*. Bank of Japan Working Papers nr 6/2001, s. 3.

²¹ K. Jackowicz: *Japonia...*, op.cit., s. 343.

²² Por. m.in.: Y. Morimoto, W. Hirata, R. Kato: *Global Disinflation*. Bank of Japan 2003, mimeo, s. 12 www.boj.or.jp/en/ronbun/ron0306a; J. K. Solarz: *Stabilność systemów finansowych a deflacja*. „Bezpieczny Bank” nr 8/2000, s. 38.

Tabela 2 Stopa dyskontowa Banku Japonii w latach 1989-2003

Wyszczególnienie	Stopa dyskontowa
31 maja 1989 r.	3,25
10 października 1989 r.	3,75
25 grudnia 1989 r.	4,25
20 marca 1990 r.	5,25
30 sierpnia 1990 r.	6,00
1 lipca 1991 r.	5,50
14 listopada 1991 r.	5,00
30 grudnia 1991 r.	4,50
1 kwietnia 1992 r.	3,75
27 lipca 1992 r.	3,25
4 lutego 1993 r.	2,50
21 września 1993 r.	1,75
14 kwietnia 1995 r.	1,00
8 września 1995 r.	0,50
4 stycznia 2001 r.	0,50
13 lutego 2001 r.	0,35
1 marca 2001 r.	0,25
19 września 2001 r.	0,10

Źródło: opracowanie własne na podstawie: Bank of Japan: Reports and Statistics, www.boj.or.jp/en/dlong/skcall.pdf.

stopy przeprowadzono 8 września 1995 r. – obniżono ją wtedy do 0,5%.

Aby zwiększyć skuteczność oddziaływania Banku Japonii na gospodarkę, stopniowo udoskonalano narzędzia polityki pieniężnej. Stworzono warunki do rozwoju operacji otwartego rynku. Zniesiono system aukcji ilościowych, na których bank centralny wcześniej ogłaszał stałą stopę procentową, po której chciał zawierać transakcje. Skracano przy tym okres między dniem ogłoszenia a dniem przeprowadzenia transakcji. Dążąc do zwiększenia płynności rynku pieniężnego, od stycznia 1990 r. w operacjach otwartego rynku oprócz obligacji skarbowych zaczęto wykorzystywać również krótkoterminowe bony skarbowe²⁹. Począwszy od października 1991 r., dzięki wprowadzeniu systemu rozliczeniowego BOJ-NET (Bank of Japan Financial Network System), transakcje z wykorzystaniem bonów skarbowych były zawierane już w dniu zgłoszenia ofert bankowi centralnemu przez instytucje finansowe. W 1995 r. wprowadzono taki sposób rozliczeń operacji otwartego rynku również w odniesieniu do bonów pieniężnych i papierów handlowych³⁰. Zadbano także o wzrost przejrzystości przeprowadzanych transakcji. Od lutego 1995 r. Bank Japonii publikuje informacje o wynikach aukcji, liczbie złożonych i ostatecznie

uwzględnionych ofert. Jednocześnie dążono do tego, by operacje otwartego rynku stopniowo wypierały inne sposoby pozyskiwania funduszy z banku centralnego przez instytucje finansowe. W tym celu w styczniu 1996 r. bank centralny zaprzestał otwierania linii kredytowych, ograniczając przy tym stopniowo pozostałe formy kredytowania banków japońskich³¹.

Początkowo zakres operacji otwartego rynku był ograniczony. Bank Japonii przeprowadzał je z 6 brokerami rynku pieniężnego (tzw. *tanshi companies*) i miały one głównie charakter operacji *outright purchase*. Rozszerzenie operacji stało się możliwe, gdy do transakcji dopuszczono banki i instytucje ubezpieczeniowe. Rozszerzenie to odbywało się stopniowo. W październiku 1995 r. banki i instytucje ubezpieczeniowe dopuszczono do uczestniczenia w operacjach zakupu papierów komercyjnych, natomiast w lutym 1998 r. – do operacji *repo*, podstawą których były bony skarbowe³². Przedmiotem operacji otwartego rynku były przeważnie papiery krótkoterminowe. Obligacje skarbowe wykorzystywano jedynie w tzw. transakcjach *gensaki*, które były niejako prototypem operacji *repo*. Zakres operacji przeprowadzanych przez Bank Japonii był dość ograniczony; w ocenie inwestorów nie stanowiły one narzędzi odpowiednich do zabezpieczania się przed ryzykiem zmiany cen aktywów i niewypłacalności. Konieczne było wprowadzenie nowych typów operacji i rozszerzenie listy papierów wartościowych, które mogły być w nich wykorzystywane. Pierwszym krokiem w tym kierunku było utworzenie w kwietniu 1996 r. rynku operacji *repo*³³.

Wzrost znaczenia operacji otwartego rynku był konsekwencją stopniowej deregulacji rynkowych stóp procentowych. Już w 1991 r. Bank Japonii ostatecznie zaprzestał administracyjnego ustalania dopuszczalnego działania kredytowej sektora finansowego. W 1994 r. władze monetarne zarzuciły również wyznaczanie limitów oprocentowania wkładów w bankach komercyjnych³⁴. Dzięki tym działaniom stopy procentowe banku centralnego stały się instrumentem pośredniego wpływu na instytucje finansowe, dostarczając więcej informacji o realizowanej polityce pieniężnej. Przeprowadzane zmiany umożliwiły stworzenie zupełnie nowego systemu stóp procentowych. Nastąpiło to w dniu 31 marca 1995 r. Uznano wówczas, że stopa *overnight* od kredytów niezabezpieczonych zastawem papierów wartościowych (*uncollateral overnight rate*)³⁵ powinna stać się celem operacyjnym Banku Japonii. Celu tego nie podano jednak do wiadomości publicznej³⁶.

³¹ Ibidem, s. 57.

³² Ibidem, s. 57-58.

³³ N. Baba, Y. Inamura: *The Japanese Repo Market: Theory and Evidence*. Bank of Japan Financial Markets Department Working Papers nr 1/2002, s. 7.

³⁴ Y. Matsushita: *A New Framework...*, op.cit.

³⁵ W dalszej części tekstu stopa ta zwana jest stopą *overnight*.

³⁶ J. Nagayasu: *The Term Structure of Interest Rates and Monetary Policy During a Zero-Interest-Rate Period*. Bank of Japan, Institute for Monetary and Economic Studies Discussion Papers nr 2/2004, s. 4.

²⁹ Por. m.in.: Y. Matsushita: *A New Framework of Monetary Policy under the New Bank of Japan Law*.

A speech given by Yasuo Matsushita, Governor of the Bank of Japan, to the Yomiuri International Economic Society in Tokyo on June 27, 1997. Bank of Japan 1997, mimeo, www.boj.or.jp/en/press/97/press_f.htm; A. Miyanoya: *A Guide to Japan's Market Operations*. Bank of Japan Financial Markets Department Working Paper Series nr 3/2000, s. 57.

³⁰ A. Miyanoya: *A Guide...*, op.cit., s. 57.

Bank centralny poinformował jedynie w dniu 7 czerwca tegoż roku, że oczekuje, by krótkoterminowe rynkowe stopy procentowe kształtowały się na poziomie nieco niższym, niż stopa dyskontowa³⁷.

Aby zwiększyć efekty poluzowania polityki pieniężnej, Bank Japonii – w porozumieniu z Ministerstwem Finansów – przeprowadził w 1995 r. na bardzo dużą skalę interwencje walutowe. Kupiono wówczas ponad 60 mld dolarów, w znacznie mniejszym zakresie przeprowadzając odpowiednie operacje sterylizacyjne na rynku krajowym. Operacje te miały również na celu powstrzymanie aprecjacji jena względem dolara³⁸.

Działania Banku Japonii wsparte były pakietem bodźców fiskalnych o łącznej wartości około 30 bln jenów³⁹. Posunięcia te wywołały nieznaczne ożywienie gospodarcze i poprawę podstawowych wskaźników ekonomicznych (tabela 1). Zmniejszył się również koszt finansowania działalności przedsiębiorstw kapitałem obcym, ponieważ – jak wynika z tabeli 3 – krótkoterminowe rynkowe stopy procentowe spadły poniżej 0,5%. Ożywienie nie było jednak trwałe. Nie wprowadzono bowiem zmian w strukturze gospodarki japońskiej, nie uregulowano powiązań między podmiotami niefinansowymi a bankami, pozwalając na dalsze funkcjonowanie struktur typu zaibatsu oraz tzw. modelu głównego banku⁴⁰. Również nastroje wśród inwestorów nie były optymistyczne, zwłaszcza po negatywnych skutkach trzęsienia ziemi w Kobe w 1995 r.⁴¹

Chwilowa poprawa sytuacji gospodarczej skłoniła rząd japoński do podjęcia decyzji o zdyscyplinowaniu finansów publicznych. W 1996 r. zdecydowano o jednoczesnej redukcji wydatków rządowych i podniesieniu podatków⁴². Moment podjęcia tej decyzji był jednak wyjątkowo niefortunny. W połowie 1997 r. wiele krajów Dalekiego Wschodu zostało dotkniętych kryzysami walutowymi, co wywołało spadek popytu zagra-

nicznego na japońskie towary i usługi⁴³. Zaczęły spadać ceny, nasiliły się napięcia deflacyjne. W tej sytuacji gwałtownie pogorszyła się sytuacja finansowa wielu banków, które nie przezwyciężyły jeszcze skutków kryzysu z początku lat 90. i nie uporały się z problemem złych kredytów.

Jeszcze w marcu 1996 r. 20 największych banków ogłosiło łączne straty netto w wysokości 71,6 trylionów jenów. Były to najgorsze wyniki w historii japońskiej bankowości, tym bardziej że od 1945 r. do 1994 r. żaden japoński bank nigdy nie odnotował straty netto ze swojej działalności⁴⁴. W następnym roku sytuacja jeszcze się pogorszyła. Przeżywające trudności finansowe japońskie przedsiębiorstwa nie były w stanie terminowo spłacać zaciągniętych kredytów, natomiast spadek cen akcji i nieruchomości powodował obniżanie się wartości aktywów posiadanych przez banki⁴⁵. Mimo narastających trudności rząd japoński starał się prowadzić politykę braku upadłości w systemie finansowym – tzw. *no failure, no exit policy*⁴⁶. Politykę tę początkowo realizował Bank Japonii, udzielając nisko oprocentowanych kredytów bankom znajdującym się w złej sytuacji finansowej. Decyzję o ich przyznaniu podejmował jednak minister finansów; Bank Japonii był jedynie wykonawcą jego decyzji⁴⁷. W późniejszym okresie politykę braku upadków wspierała działalność Korporacji ds. Ubezpieczeń Depozytów (*Deposit Insurance Corporation*).

Korporacja ta udzielała silnym bankom kredytów w celu przejmowania przez nie słabszych banków. System ten, noszący nazwę systemu konwoju, gwarantował pełną wypłatę depozytów. Wkrótce okazało się jednak, że jest on niewydolny⁴⁸. W tej sytuacji rząd japoński utworzył dwie agencje (Financial Supervisor Agency i Financial Reconstruction Commission), których zadaniem było dokapitalizowanie wypłacalnych banków znajdujących się w złej sytuacji finansowej. Oprócz tego, agencje te czasowo znacjonalizowały dwa duże banki – Long-Term Credit Bank of Japan i Nippon Credit Bank⁴⁹. Forsowanie braku upadłości miało jednak cha-

³⁷ Por. m.in.: Y. Matsushita: *A New Framework...*, op.cit.; A. Miyayoya: *A Guide...*, op.cit., s. 3.

³⁸ I. Weberpales: *The Liquidity Trap: Evidence from Japan*. Bank of Canada Working Papers nr 4/1997, s. 1.

³⁹ K. Jackowicz: *Japonia...*, op.cit., s. 347.

⁴⁰ *Zaibatsu* stanowią grupy przedsiębiorstw, skupione zazwyczaj wokół jednego banku, który jest organizacją centralną takiej grupy. Bank utrzymuje długookresowe więzi z przedsiębiorstwami stanowiącymi *zaibatsu*, będąc nie tylko kredytodawcą, ale także akcjonariuszem, monitorującym działalność przedsiębiorstw i finansującym działania naprawcze, jeżeli przedsiębiorstwa znajdują się w złej sytuacji finansowej. Takie powiązanie banku z przedsiębiorstwami sprzyja przenoszeniu kryzysów między sektorem bankowym i pozostałą częścią gospodarki (Por. m.in. H. Bilski: *Japonia – walka o odzyskanie silnej pozycji gospodarczej i finansowej*. NBP, Materiały i Studia nr 140, s. 6-7; K. Jackowicz: *Japonia...*, op.cit., s. 349-350).

⁴¹ A. Ahearne, J. Gagnon, J. Haltmaier, S. Kamin, C. Erceg, J. Faust, L. Guerrieri, C. Hemphill, L. Kole, J. Roush, J. Rogers, N. Sheets, J. Wright: *Preventing Deflation: Lessons from Japan's Experience in the 1990s*. Board of Governors of the Federal Reserve System, International Finance Discussion Papers nr 729/2002, s. 17.

⁴² Por. m.in.: K. Jackowicz: *Japonia...*, op.cit., s. 347; J. Majewska: *Japonia – rządowa pomoc dla banków*. „Bezpieczny Bank” nr 1, s. 166.

⁴³ Por. m.in.: N. Mori, S. Shiratsuka, H. Taguchi: *Policy Responses to Post-bubble Adjustments in Japan: A Tentative Review*. Bank of Japan, Institute for Monetary and Economic Studies Discussion Papers 2000, nr 13, s. 7-8; K. Ueda: *The Transmission Mechanism of Monetary Policy Near Zero Interest Rates: The Japanese Experience 1998-2000*. Speech given at a Conference held at Swedish Embassy in Tokyo. Bank of Japan 2000, www.boj.or.jp/en/press/00/press_f.htm

⁴⁴ E.P.M. Gardner, P. Molyneux: *Powrót do doktryny TBTF: Postępowanie wobec banków strategicznych zagrożonych upadłością*. „Bezpieczny Bank” nr 1/1998, s. 31.

⁴⁵ J. Majewska: *Japonia...*, op.cit., s. 166.

⁴⁶ K. Jackowicz: *Japonia...*, op.cit., s. 355.

⁴⁷ B. Zdanowicz: *Japoński system gwarantowania depozytów*. „Bezpieczny Bank” nr 2/2003, s. 57.

⁴⁸ System konwoju szybko stracił wiarygodność, nie był bowiem w stanie uchronić przed upadłością największych nawet banków. Załamał się on ostatecznie w latach 1997-1998. Zmusiło to rząd japoński do objęcia gwarancją pełnej wypłaty wszystkich depozytów do marca 2001 r. Zmiany w sposobie działania Korporacji ds. Ubezpieczeń Depozytów wprowadzono dopiero ustawą z 1998 r. (K. Jackowicz: *Japonia...* op.cit., s. 359-360; B. Zdanowicz: *Japoński system...*, op.cit., s. 57).

Tabela 3 *Kształtowanie się wybranych stóp procentowych na japońskim rynku pieniężnym według stanu na koniec roku w latach 1989-2004 (w %)*

Lata	Stopa overnight	Oprocentowanie 6-miesięcznych bonów skarbowych	Oprocentowanie nowo emitowanych skarbowych 10-letnich obligacji	Oprocentowanie wkładów na żądanie	Oprocentowanie kredytów krótkoterminowych
1989	6,50000	–	–	–	5,750
1990	8,25000	–	–	–	8,250
1991	5,50000	–	5,510	–	6,625
1992	3,84375	3,465	4,775	–	4,500
1993	2,37500	1,704	3,325	–	3,000
1994	2,21875	2,275	4,570	0,250	3,000
1995	0,40000	0,345	3,190	0,100	1,625
1996	0,38000	0,300	2,760	0,100	1,625
1997	0,44000	0,335	1,910	0,100	1,625
1998	0,34000	0,380	1,970	0,100	1,500
1999	0,01000	0,095	1,645	0,005	1,375
2000	0,22000	0,450	1,640	0,100	1,500
2001	0,00100	0,007	1,365	0,020	1,375
2002	0,00100	0,003	0,900	0,003	1,375
2003	0,00100	0,010	1,360	0,001	1,375
2004*	0,00100	0,019	1,435	0,001	1,375

* dane za I kwartał 2004 r.

Źródło: opracowanie własne na podstawie: Bank of Japan: Reports and Statistics, www.boj.or.jp/en/dlong/skeall.pdf.

rakter doraźny. Nie doprowadziło ono do restrukturyzacji banków japońskich i w dużym stopniu ograniczyło, i nadal ogranicza, skuteczność polityki realizowanej przez Bank Japonii.

Oceniając skuteczność działań Banku Japonii w przewyżczeniu kryzysu bankowego wypada podkreślić, że aż do drugiej połowy 1997 r. bank ten był w zasadzie wykonawcą decyzji Ministra Finansów. Wszelkie zmiany polityki pieniężnej musiały być konsultowane i aprobowane przez Ministerstwo Finansów, a działania banku centralnego miały pełnić jedynie funkcję wspomagającą w stosunku do polityki gospodarczej realizowanej przez rząd. Za jedną z ważniejszych funkcji banku centralnego uznawano finansowanie deficytu budżetowego, stąd też Bank Japonii był niejako zmuszony do nabywania coraz większych ilości skarbowych papierów wartościowych, których nie chcieli kupować inwestorzy prywatni. Dążono zarazem do ograniczania wykorzystania w operacjach otwartego rynku prywatnych papierów wartościowych, uznając że ich zakup ogranicza zdolności banku centralnego do nabywania papierów skarbowych⁵⁰.

Polityka Banku Japonii po uzyskaniu niezależności (lata 1997-1998)

Działania Banku Japonii, zmierzające do zasilania instytucji finansowych płynnością i poprawy struktury ich bilansów, nie wywołały pożądaných skutków. W szczególności nie nastąpiły oczekiwane przystosowania w strukturze portfeli instytucji finansowych. Instytucje te dokonały jedynie zamiany posiadanych papierów wartościowych na pieniądź banku centralnego, nie zwiększając wyraźnie działalności kredytowej. Jedną z przyczyn tego zjawiska była bardzo zła sytuacja finansowa całego japońskiego systemu bankowego.

Jak informuje H. Bilski, w latach 1997-1998 w Japonii istniały dwa rodzaje banków – te które już zbankrutowały, i te, które były bliskie bankructwa⁵¹. Upadek kilku japońskich instytucji finansowych spowodował panikę na rynku i doprowadził do gwałtownego wzrostu premii za ryzyko i wzrostu popytu na płynne aktywa. Utrudniło to bankom japońskim pozyskiwanie wkładów, dlatego zaczęły ograniczać udzielanie kredytów, w szczególności małym i średnim przedsiębiorstwom⁵².

⁴⁹ Por. m.in.: T. Hoshi: *What Happened to Japanese Banks?* Bank of Japan, Institute for Monetary and Economic Studies Discussion Papers nr 7/2000, s. 1-2; K. Jackowicz: *Japonia...*, op.cit., s. 359-360; B. Zdanowicz: *Japoński system...*, op.cit., s. 57.

⁵⁰ M. Hayami: *Recent Economic Conditions in Japan - The Role of a Central Bank and Its Balance Sheet*. Bank of Japan 1999, mimeo, www.boj.or.jp/en/press/99/press_f.htm

⁵¹ Sytuacja była tak poważna, że w październiku 1998 r. Japończycy powiadomili swych amerykańskich partnerów, że cały japoński system bankowy jest praktycznie bez kapitału, a 19 największych banków przeżywa bardzo duże kłopoty. Ówczesny prezes Banku Japonii, M. Hayami, stwierdził nawet, że gdyby zaczęto egzekwować przepisy dotyczące wysokości rezerw obowiązkowych, to banki japońskie powinny zostać wykluczone z prowadzenia operacji międzynarodowych. (H. Bilski: *Japonia...* op.cit., s. 36-37).

⁵² K. Ueda: *The Transmission Mechanism...*, op.cit.

Tabela 4 Cele operacyjne Banku Japonii w latach 1998-2004

Wyszczególnienie	Stopa <i>overnight</i> od kredytów niezabezpieczonych zastawem	Saldo rezerw utrzymywanych przez banki na rachunku bieżącym w banku centralnym (w bln JPY)
31 marca 1995 r.	0,500	
9 września 1998 r.	0,250	-
12 lutego 1999 r.	0,010	
28 lutego 2000 r.	0,125	-
11 sierpnia 2000 r.	0,250	
28 lutego 2001 r.	0,150	
16 marca 2001 r.	-	5
14 kwietnia 2001 r.	-	6
18 września 2001 r.	-	powyżej 6
19 grudnia 2001 r.	-	10 - 15
30 października 2002 r.	-	15 - 20
1 kwietnia 2003 r.	-	17 - 22
30 kwietnia 2003 r.	-	22 - 27
20 maja 2003 r.	-	27 - 30
10 października 2003 r.	-	27 - 32
20 stycznia 2004 r.	-	30 - 35

Źródło: opracowanie własne na podstawie: *Bank of Japan: Reports and Statistics*, www.boj.or.jp/en/dlong/skeall.pdf; T. Kimura, H. Kobayashi, J. Muranaga, H. Ugai: *The Effect of the Increase in Monetary base on Japan's Economy at Zero Interest Rates: an Empirical Analysis*. Bank of Japan, Institute for Monetary and Economic Studies Discussion Papers nr 22/2002, s. 2-3; J. Nagayasu: *The Term Structure of Interest Rates ...*, op. cit., s. 3-4.

Uznano, że aby poprawić skuteczność działań podejmowanych przez Bank Japonii, niezbędna jest poprawa jakości prowadzonej przezeń polityki pieniężnej. W tym celu w końcu 1997 r. znowelizowano Prawo o banku centralnym. Nowe prawo zobowiązało Bank Japonii do podejmowania działań na rzecz zapewnienia stabilizacji cen oraz utrzymania sprawnego systemu finansowego i znacząco rozszerzyło jego kompetencje⁵³.

W szczególności stworzono prawną podstawę do przeprowadzania operacji otwartego rynku, uznając, że właśnie poprzez operacje sprzedaży i zakupu papierów wartościowych Bank Japonii powinien oddziaływać na poziom rynkowych stóp procentowych. Podkreślono przy tym, że decyzje dotyczące zmian wysokości stóp procentowych banku centralnego i poziomu minimalnej rezerwy obowiązkowej, a także zasad przeprowadzania operacji otwartego rynku pozostają tylko i wyłącznie w gestii Rady Polityki⁵⁴. Zniesiono obowiązek przedstawiania planowanych zmian do aprobaty przez Ministra Finansów. Przedstawiciele Ministerstwa Finansów mogą jedynie uczestniczyć w posiedzeniach Rady Polityki i przedstawiać wnioski dotyczące realizacji polityki pieniężnej. Są również uprawnieni do składania wniosków o odłożenie głosowania w sprawie zmian w prowadzeniu tej polityki. Ostateczne decyzje w sprawach polityki pieniężnej oraz innej działalności banku pozostawiono jednak Radzie Polityki⁵⁵. Tym samym Bank Japonii uzyskał niezależność, przestając być wykonawcą zaleceń Ministra Finansów⁵⁶.

Ograniczono przy tym możliwości bezpośredniego udzielania przez Bank Japonii kredytów instytucjom finansowym. Zgodnie z art. 37 Prawa o banku centralnym, kredyty takie mogły otrzymać jedynie te instytucje finansowe, które odczuły nagły brak funduszy w wyniku niespodziewanych przyczyn (np. systemów wyniku awarii systemów komputerowych). Udzielenie takiego kredytu pozostaje tylko i wyłącznie w gestii Banku Japonii, nie jest natomiast – jak do tej pory – rezultatem realizacji wytycznych Ministerstwa Finansów. Takiej swobody nie uzyskał jednak Bank Japonii w zakresie interwencji na rynku walutowym. W ustawie wyraźnie stwierdzono, że operacje sprzedaży i zakupu walut obcych przez bank centralny powinny odbywać się za wiedzą i aprobatą Ministra Finansów, który ma również prawo żądania podjęcia interwencji walutowych, jeśli jest to niezbędne do stabilizowania jena⁵⁷.

Zgodnie z wymogami nowej ustawy, w dniu 9 września 1998 r. po raz pierwszy publicznie został ogłoszony cel operacyjny Banku Japonii. Poinformowano wówczas, że celem tym jest utrzymanie stopy *overnight* na poziomie 0,25%. Od tej pory cele operacyjne Banku Japonii są systematycznie podawane do wiadomości publicznej. Szczegółowo przedstawia je tabela 4.

Działania podjęte przez Bank Japonii, mające na celu przezwyciężenie kryzysu, okazały się niewystarczające. Konieczne było podjęcie działań dających impuls do przezwyciężenia skutków szoku popytowego. Impulsów tych nie można było jednak wywołać przez obniżkę i tak bardzo niskiej stopy procentowej Banku Japonii. Możliwości stymulowania gospodarki za pomocą cięć stóp procentowych wykorzystano bowiem

⁵³ *The Bank of Japan Law (Preliminary translation by the Bank of Japan)*, Bank of Japan 2003, art. 1, pkt 1 i art. 2, www.Boj.or.jp/en/about/law.htm

⁵⁴ *Ibidem*, art. 15, pkt. 1-4.

⁵⁵ Odpowiednik polskiej Rady Polityki Pieniężnej.

⁵⁶ Por. m.in.: H. Bilski: *Japonia...*, op.cit., s. 30-32; Y. Matsushita: *A New Framework...*, op.cit.

⁵⁷ *The Bank of Japan...*, op.cit., art. 40, pkt. 1-3.

Tabela 5 Salda bezwarunkowych operacji otwartego rynku przeprowadzane przez Bank Japonii według stanu na koniec roku w latach 1996-2003 (w bln JPY)

Lata	Operacje			
	zakup obligacji skarbowych	zakup bonów skarbowych	subskrypcja bonów skarbowych	zakup weksli
1996	33,5708	-	26,4680	8,4587
1997	34,9559	-	27,9920	4,9132
1998	40,4536	-	32,5720	6,0787
1999	43,6259	1,8742	14,2738	3,0816
2000	45,0694	0	5,2114	4,0093
2001	48,4700	21,3700	5,5333	20,7143
2002	55,6347	21,0207	6,0482	28,0422
2003	63,9926	18,0343	11,0680	23,8429

Źródło: opracowanie własne na podstawie: Bank of Japan: Reports and Statistics, www.boj.or.jp/en/dlong/skeall.pdf.

Tabela 6 Salda operacji repo przeprowadzanych przez Bank Japonii według stanu na koniec roku w latach 1996-2003 (w bln JPY)

Lata	Operacje repo			
	pożyczanie obligacji skarbowych pod zastaw gotówki	zakup bonów skarbowych z przyrzeczeniem odkupu	zakup skarbowych papierów wartościowych z przyrzeczeniem odkupu	zakup papierów komercyjnych z przyrzeczeniem odkupu
1996	-	2,8308	1,7759	0,5820
1997	2,5722	2,4152	3,4923	4,5876
1998	5,4833	0	-	7,6442
1999	9,9553	21,5353	-	9,4911
2000	18,3778	24,7794	-	3,5743
2001	10,9784	0,5000	-	3,5707
2002	0	-	3,7098	3,7996
2003	-	-	3,2921	2,7682

Źródło: opracowanie własne na podstawie: Bank of Japan: Reports and Statistics, www.boj.or.jp/en/dlong/skeall.pdf.

niemal całkowicie⁵⁸. Drastycznie ujawnił się efekt zerowej granicy, który zmniejszył skuteczność oddziaływania na gospodarkę standardowych instrumentów polityki pieniężnej.

W tej sytuacji zaczęto szukać innych kanałów oddziaływania na gospodarkę. Bank Japonii zaczął na szeroką skalę przeprowadzać z bankami operacje otwartego rynku (*repo i outright purchase*). Jak pokazują dane z tabeli 5, początkowo przedmiotem tych operacji były przede wszystkim obligacje skarbowe. Papiery te były jednak bardzo bliskimi substytutami pieniądza, stąd też ich zakup w ramach operacji *outright purchase i repo* nie przyniósł znaczących efektów. Aby bardziej zróżnicować przeprowadzone operacje i zwiększyć siłę ich oddziaływania, Bank Japonii zaczął wykorzystywać w transakcjach także inne rodzaje operacji. W listopadzie 1997 r. w miejsce transakcji *gensaki* wprowadzono operacje pożyczania japońskich obligacji skarbowych pod zastaw gotówki (*borrowing of Japanese government bonds against cash collateral*), które – jak wynika z tabeli 6 – wkrótce stały się podstawowym instrumentem wpływającym Banku Japonii na poziom długoterminowych stóp procentowych na rynku pieniężnym. Początkowo w operacjach tych wykorzystywano tylko

obligacje 10- i 20-letnie, później – w styczniu 1999 r. – dopuszczono również zakup przez bank centralny obligacji 4- i 6-letnich. Bank Japonii stopniowo wydłużał także okres wymagalności pozostałych papierów wartościowych, które mogły być wykorzystywane w operacjach otwartego rynku⁵⁹.

Szczególnym rodzajem operacji otwartego rynku były tzw. dwukierunkowe operacje *repo*. Bank Japonii przeprowadzał je w dwóch okresach – od października do grudnia 1998 r. i od stycznia do marca 1999 r. Polegały one na sprzedaży papierów krótkoterminowych z przyrzeczeniem odsprzedaży i zakupie papierów długoterminowych z przyrzeczeniem odkupu. Celem tych operacji było zniwelowanie presji na spadek cen długoterminowych papierów wartościowych i zapobieżenie spadkowi stopy *overnight* poniżej planowanego poziomu. Przyjęte założenia udało się zrealizować, jednak rezultatem przeprowadzonych operacji były znaczące zmiany w strukturze bilansu banku centralnego. Aktywa i pasywa Banku Japonii wzrosły aż o 27,7% w porównaniu z 1997 r. Szczególnie silnie wzrosły zasoby posiadanych przez Bank obligacji skarbowych⁶⁰.

Aby dodatkowo wzmocnić ekspansywny charakter polityki pieniężnej, Bank Japonii stworzył w pierw-

⁵⁸ Y. Yamaguchi: *Monetary Policy in a Changing Economic Environment*, W: *Rethinking Stabilization Policy*. A Symposium sponsored by the Federal Reserve Bank of Kansas City, Jackson Hole, Wyoming 2002, s. 2.

⁵⁹ A. Miyano: *A Guide...*, op.cit., s. 57-58.

⁶⁰ Bank of Japan, *Annual Report 1999*. Tokyo 1999, s. 68.

szym kwartale 1999 r. możliwość zaciągania pożyczek przez banki. Pożyczki te mogły wynosić maksymalnie 50% kredytów udzielonych przez banki w czwartym kwartale 1998 r. Ich zabezpieczeniem musiały być w co najmniej 50% prywatne papiery wartościowe – obligacje przedsiębiorstw lub papiery handlowe. Pożyczek takich udzielono czterokrotnie – w grudniu 1998 r. oraz w styczniu, lutym i marcu 1999 r. – na łączną sumę około 4 bln jenów. Ich oprocentowanie wynosiło początkowo 0,5%, w lutym 1999 r. obniżono je do 0,25%⁶¹.

Poluzowanie polityki pieniężnej wspierały kolejne pakiety fiskalne o łącznej wartości około 40 bln jenów⁶². Mimo tych działań nie nastąpiła oczekiwana poprawa. W tej sytuacji, w dniu 12 lutego 1999 r. Rada Polityki wprowadziła tzw. politykę zerowej stopy procentowej (ZIRP – Zero Interest Rate Policy), dążąc do utrzymywania stopy *overnight* na poziomie zbliżonym do zera⁶³. Docelowy poziom tej stopy ustalono na poziomie 0,01%. Osiągnięcie tak określonego celu miało zmniejszyć koszty finansowania działalności podmiotów gospodarczych, a także stworzyć warunki do wzrostu produkcji⁶⁴.

Polityka zerowej stopy procentowej – założenia i ich realizacja (lata 1999-2000)

Oficjalnym celem polityki zerowej stopy procentowej stało się uzupełnianie płynności japońskich instytucji finansowych odpowiednio do ich zapotrzebowania oraz obniżenie stopy *overnight* tak bardzo, jak to możliwe, i utrzymywanie jej na tym poziomie, dopóki nie wygasną napięcia deflacyjne. Wypada podkreślić, że to ostatnie zobowiązanie podjęto dopiero 1 kwietnia 1999 r.⁶⁵ Uznano bowiem, że podmioty gospodarcze mogą uznać politykę zerowej stopy procentowej za rozwiązanie tymczasowe i nie wezmą jej założeń pod uwagę podczas formułowania swoich oczekiwań.

Nowa polityka Banku Japonii składała się więc z dwóch elementów: ze zobowiązania do sprowadzenia do zera stopy *overnight*, wyznaczającej koszt pozyskania kapitału na rynku międzybankowym, oraz ze zobowiązania do utrzymywania jej na tym poziomie tak długo, jak to będzie konieczne⁶⁶. Wypada zaznaczyć, że

nie sformułowano jednoznacznie, jakie warunki muszą zostać spełnione, aby zakończyć prowadzenie tej polityki. Stąd też różnorodnie interpretowano wypowiedzi członków Rady Polityki Pieniężnej, rozumiejąc je jako zobowiązanie do utrzymywania zerowej stopy *overnight* dopóty, dopóki „ryzyko osiągnięcia przez stopę inflacji bardzo niskiego, ujemnego poziomu, będzie wystarczająco niskie” lub dopóki „popyt wewnętrzny znajdzie się na ścieżce wzrostu”⁶⁷.

Przyjęty cel operacyjny udało się zrealizować. Stopa *overnight* obniżyła się w grudniu 1999 r. do zakładanego poziomu 0,01% (tabela 4). Spadek ten zmniejszył koszt pozyskania kapitału przez banki. Nastąpiło znaczne wygładzenie krzywej dochodowości – stopa procentowa dla papierów skarbowych o terminie wykupu poniżej 1 roku rzeczywiście wynosiła niemal zero, natomiast oprocentowanie dziesięcioletnich obligacji rządowych wynosiło od 1,6% do 2,0%. Tak znaczący spadek długoterminowych stóp procentowych umożliwił zahamowanie spadku cen obligacji skarbowych i skłonił banki do zwiększenia ich zakupów⁶⁸.

Przeprowadzone przez Bank Japonii operacje otwartego rynku wywołały korzystne zmiany w strukturze bilansów banków. Aby móc uczestniczyć w tych operacjach, japońskie banki zwiększyły w latach 1998-2000 zasoby obligacji skarbowych i bonów skarbowych znajdujące się w ich posiadaniu o około 180%⁶⁹. Na tak duży wzrost złożyło się kilka przyczyn. Rosnący deficyt budżetowy wymusił ustalenie oprocentowania bonów skarbowych na poziomie przewyższającym rynkowe stopy procentowe⁷⁰. Ponadto, w kwietniu 1999 r. zniesiono opodatkowanie dochodów z obligacji i bonów skarbowych⁷¹. Obniżenie podatków spowodowało, że inwestorzy stopniowo rezygnowali z pożyczania obligacji skarbowych pod zastaw gotówki, wykorzystując w szerszym zakresie korzystniejsze dla nich operacje bezpośredniego zakupu bonów skarbowych i obligacji (tabele 5 i 6). Zwiększone zainteresowanie prywatnych inwestorów skarbowymi papierami wartościowymi umożliwiło Bankowi Japonii ograniczenie finansowania deficytu budżetowego poprzez subskrypcję bonów skarbowych (tabela 5).

Rozwój operacji otwartego rynku i zwiększenie listy papierów wartościowych – skarbowych i prywatnych – dopuszczonych do wykorzystywania w tych

⁶¹ Ibidem, s. 67.

⁶² K. Jackowicz: *Japonia...*, op.cit., s. 347.

⁶³ Por. m. in.: R. Kato, S. Nishiyama: *Optimal Monetary Policy...* op. cit., s. 4; K. Ueda, *The Transmission Mechanism...*, op.cit.

⁶⁴ K. Okina: *Monetary Policy Under Zero Inflation: A Response to Criticisms and Questions Regarding Monetary Policy*. Bank of Japan, Institute for Monetary Policy and Economic Studies Discussion Papers 1999, nr 20.

⁶⁵ Por. m. in.: H. Fujiki, K. Okina, S. Shiratsuka: *Monetary Policy...*, op. cit., s. 2-3; K. Ueda: *The Transmission Mechanism...*, op.cit.

⁶⁶ H. Fujiki, S. Shiratsuka: *Policy Duration Effect under the Zero Interest Rate Policy in 1999-2000: Evidence from Japan's Money Market Data*. Bank of Japan, Institute for Monetary and Economic Studies, Discussion Papers nr 10/2001 s. 2.

⁶⁷ K. Ueda: *The Transmission Mechanism...*, op.cit.

⁶⁸ H. Bilski: *Japonia...*, op.cit., s. 33.

⁶⁹ M. Shirakawa: *One Year Under „Quantitative Easing”*. Bank of Japan, Institute for Monetary and Economic Studies, Discussion Papers nr 3/2002, s. 52.

⁷⁰ Aż do kwietnia 1999 r. oprocentowanie weksli skarbowych było niższe od krótkoterminowych stóp procentowych na rynku pieniężnym, więc niemal całą ich emisję kupował Bank Japonii. (A. Miyanoya: *A Guide...*, op.cit., s. 18).

⁷¹ Por. m.in.: M. Shirakawa: *The reforms in Japanese government securities market*. Bank of Japan 2000, mimeo, www.boj.or.jp/en/press/00/press_f.htm; T. Tanemura, Y. Inamura, S. Nishioka, H. Hirata, T. Shimizu: *Liquidity in JGB markets – Analysis on the Intraday Bid-Ask Spreads*. Bank of Japan Market Review nr 1/2004, s. 5.

operacjach sprawiły, że japońskie banki ograniczyły wysokość nadwyżkowych rezerw utrzymywanych ze względów ostrożnościowych na rachunku bieżącym w Banku Japonii. Uczestnicy rynku pieniężnego uznali, że bank centralny jest w stanie zasilać banki płynnością odpowiednio do ich zapotrzebowania⁷². Spadek rezerw nie wywołał jednak przystosowań w strukturze portfeli banków. Uczestnicząc w operacjach otwartego rynku, banki jedynie zamieniały papiery wartościowe na pieniądź bezgotówkowy. Co więcej, często popyt na pieniądź banku centralnego ze strony banków był tak niski, że oferty przez nie składane nie wyczerpywały wolumenu bonów i obligacji skarbowych oferowanych na aukcjach przez Bank Japonii. Działalności kredytowej banków nie udało się zwiększyć z trzech powodów. Po pierwsze, w portfelach banków znajdowało się wiele tzw. złych kredytów, stąd też udzielanie nowych kredytów wiązało się z dużym ryzykiem. Po drugie, recesja w gospodarce japońskiej sprawiła że nie było opłacalnych projektów inwestycyjnych, które banki chciałyby kredytować. Po trzecie – wiele przedsiębiorstw, które chciały zaciągnąć kredyt, nie mogło się wykazać zdolnością do jego terminowej spłaty.

W literaturze uznaje się, że działania podjęte przez Bank Japonii podczas realizowania polityki zerowej stopy były krokiem w dobrym kierunku. Bank centralny nie otrzymał jednak niezbędnego wsparcia ze strony rządu. Stąd też kanał transmisji impulsów od sektora bankowego do sektora pozabankowego był jednak zablokowany i niemożliwe było przełożenie efektów poluzowania polityki pieniężnej na sferę realną gospodarki⁷³. Nie udało się więc zwiększyć popytu wewnętrznego i ograniczyć spadku cen (tabela 1). Trudno zatem podzielać optymistyczny pogląd jednego z członków Rady Polityki Pieniężnej, K. Uedy, którego zdaniem: „polityka zerowej stopy procentowej doprowadziła do wzrostu eksportu i wzrostu inwestycji, szczególnie w dziedzinie nowoczesnych technologii, i wprowadziła gospodarke japońską na ścieżkę wzrostu⁷⁴”.

Realizacja tzw. łagodnej ilościowej polityki pieniężnej (lata 2001-2003)

Na początku 2000 r. uznano, że polityka zerowej stopy procentowej spełniła swoje zadania i nie da się już bardziej obniżyć rynkowych stóp procentowych. Podkreślano, że dalszy spadek stóp byłby możliwy tylko wówczas, gdyby bank centralny formalnie zobowiązał się do utrzymywania stopy *overnight* na zerowym poziomie przez nieskończenie długi okres⁷⁵. Zwolennicy podwyższenia stóp procentowych argumentowali, że go-

spodarka wkracza na ścieżkę wzrostu i utrzymywanie niskich stóp procentowych nie jest dłużej konieczne, natomiast ich podwyższenie może przekonać potencjalnych inwestorów, iż sytuacja gospodarcza Japonii powraca do normy. Przeciwnicy, w tym także członkowie rządu, uważali, że wyższe stopy procentowe spowodują podwyższenie kosztów działania przedsiębiorstw, co wpłynie na wzrost bezrobocia, oraz wzrost kosztów obsługi olbrzymiego długu publicznego⁷⁶. Zmianie polityki Banku Japonii nie sprzyjał także fakt, że od wielu już lat największe spekulacje dotyczące działalności japońskiego banku centralnego koncentrowały się wokół przewidywanej zmiany polityki stóp procentowych. Spekulacje te były podsycane dodatkowo wielokrotne zapowiedzi prezesa Banku Japonii, M. Hayamiego, dotyczące zmiany wysokości stóp procentowych⁷⁷.

Zapowiedzi te zrealizowano w dniach 28 lutego i 11 sierpnia 2000 r. (tabela 4). Rada Polityki podjęła decyzję o zmianie celu operacyjnego. Nowy, docelowy poziom stopy *overnight* ustalono w wysokości 0,25%, mimo zdecydowanie niechętnego podwyżce stanowiska rządu japońskiego. Naciski rządu na wstrzymanie podwyżki doprowadziły do ostrego konfliktu z bankiem centralnym. Po ogłoszeniu komunikatu o podwyżce niektóre banki komercyjne podniosły oprocentowanie depozytów z 0,05 do 0,10%. Nieznacznie zyskała także na wartości waluta japońska. W ocenie ekspertów międzynarodowych instytucji finansowych, rezygnacja z zerowej stawki procentowej była jednak przedwczesna i doprowadziła do osłabienia sytuacji gospodarczej Japonii⁷⁸.

Rezygnacja z polityki zerowej stopy procentowej wywołała pogorszenie sytuacji gospodarczej (tabela 2). Nasiliły się oczekiwania deflacyjne, co spowodowało spadek poziomu cen mierzonego indeksem CPI. Znacząco osłabił popyt wewnętrzny i eksport. W tej sytuacji w lutym 2001 r. obniżono docelowy poziom stopy *overnight* do 0,15% (tab. 4). W rezultacie w marcu tego roku krótkoterminowe stopy procentowe na rynku pieniężnym ponownie osiągnęły poziom zbliżony do zera⁷⁹. Sytuacja została ustabilizowana, konieczne było jednak przewyższenie pesymistycznych oczekiwań podmiotów gospodarczych.

W tym celu 16 marca 2001 r. Rada Polityki zdecydowała o powrocie do polityki zerowej stopy procentowej. Zmieniono jednak cel operacyjny. Zamiast utrzymywania stopy *overnight* na wybranym poziomie, zdecydowano się przyjąć za punkt odniesienia saldo rezerw utrzymywanych przez banki na rachunku bieżą-

⁷⁶ H. Bilski: *Japonia...*, op.cit., s. 33-34.

⁷⁷ Zdaniem niektórych analityków, wystąpienia te miały na celu wcześniejsze wysondowanie opinii publicznej i rynku na temat możliwości zaostrzenia polityki pieniężnej (H. Bilski: *Japonia...*, op.cit., s. 34).

⁷⁸ H. Bilski: *Japonia...*, op.cit., s. 34.

⁷⁹ M. Shirakawa: *One Year...*, op.cit., s. 8.

⁷² H. Fujiki, S. Shiratsuka: *Policy Duration Effect...*, op.cit., s. 28.

⁷³ H. Fujiki, S. Shiratsuka: *Policy Duration Effect...*, op.cit., s. 34.

⁷⁴ K. Ueda: *The Transmission Mechanism...*, op.cit.

⁷⁵ H. Fujiki, S. Shiratsuka: *Policy Duration Effect...*, op.cit., s. 7.

Tabela 7 Struktura bazy monetarnej według stanu na koniec roku w latach 1994-2003

Lata	Banknoty i monety w obiegu		Rezerwy utrzymywane na rachunku bieżącym w Banku Japonii						Baza monetarna w bln JPY
	w bln JPY	w %	minimalne rezerwy obowiązkowe		rezerwy nadwyżkowe		rezerwy ogółem		
			w bln JPY	w %	w bln JPY	w %	w bln JPY	w %	
1996	54,5888	94,04	3,4318	5,91	0,0308	0,05	3,4626	5,96	58,0514
1997	58,7154	94,38	3,4861	5,60	0,0131	0,02	3,4992	5,62	62,2146
1998	59,9864	93,20	4,3498	6,76	0,0282	0,04	4,3780	6,80	64,3644
1999	69,5920	74,85	18,9968	20,43	4,3892	4,72	23,3860	25,15	92,9780
2000	67,6197	90,83	5,4713	7,35	1,3557	1,82	6,8270	9,17	74,4467
2001	73,2980	82,44	11,7289	13,19	3,8865	4,37	15,6154	17,56	88,9134
2002	79,8383	80,32	17,6956	17,80	1,8670	1,88	19,5626	19,68	99,4009
2003	81,3323	73,03	24,9122	22,37	5,1185	4,60	30,0307	26,97	111,3630

Źródło: opracowanie własne na podstawie: Bank of Japan: Reports and Statistics, www.boj.or.jp/en/dlong/skeall.pdf.

cym w banku centralnym. Ustalono, że docelowy stan tych rezerw wyniesie 5 bln jenów. Jak wynika z tabeli 7, suma ta o 1 bln jenów przewyższała stan rezerw obowiązkowych utrzymywanych przez banki na rachunku bieżącym. Rada Polityki ogłosiła przy tym, że taka polityka będzie stosowana dopóty, dopóki stopa inflacji mierzona wskaźnikiem CPI nie osiągnie poziomu zerowego lub dodatniego⁸⁰. Nową politykę Banku Japonii nazwano łagodną ilościową polityką pieniężną – *quantitative monetary easing policy*⁸¹.

Bank Japonii zapowiedział, że w operacjach otwartego rynku będzie wykorzystywał cztery rodzaje papierów wartościowych, a mianowicie bony skarbowe (z terminem wykupu wynoszącym 1 rok lub mniej) oraz obligacje skarbowe: średnioterminowe (z terminem wykupu od 2 do 5 lat), długoterminowe (z terminem wykupu od 6 do 10 lat) oraz superdługoterminowe (z terminem wykupu powyżej 10 lat). Głównym rodzajem operacji otwartego rynku stały się operacje typu *outright purchase* (tabela 5). Bank Japonii przeprowadza je 2 razy w miesiącu, a ich przedmiotem są skarbowe papiery wartościowe. Łączny wolumen tych operacji wynosił początkowo 400 mld jenów miesięcznie⁸². Ponadto, Bank Japonii zobowiązał się dodatkowo do kupowania obligacji długoterminowych zawsze wtedy, gdy niezbędne będzie zasilenie danego banku płynnością⁸³.

Zmienił się sposób przeprowadzania operacji otwartego rynku przez Bank Japonii. W dniu 11 listopada 2002 r. nastąpiła konsolidacja operacji repo, w których wykorzystywane były obligacje i bony skarbowe.

W ich miejsce wprowadzono operacje zakupu skarbowych papierów wartościowych z przyrzeczeniem odkupu (tabela 6). Było to następstwem sygnalizowanego wcześniej zjawiska rezygnacji inwestorów z operacji pożyczania obligacji pod zastaw gotówki.

Bank Japonii udostępnił bankom również kredyt lombardowy (*lombard-type lending facility*). Mogły one pozyskiwać fundusze z banku centralnego według zerowej stopy procentowej, przedstawiając jako zabezpieczenie skarbowe papiery wartościowe. Granicę łącznej sumy zadłużenia z tytułu tego kredytu ustalono na 16 bln jenów⁸⁴. Tym samym wyznaczono dolną granicę pozyskiwania funduszy na rynku międzybankowym. Górną granicę stanowiła stopa dyskontowa. Dzięki temu ograniczono przedział możliwych wahań krótkoterminowych stóp procentowych⁸⁵.

Wprowadzenie łagodnej ilościowej polityki pieniężnej miało na celu w pierwszej kolejności wywołanie obniżki stóp procentowych. Stąd też Bank Japonii konsekwentnie kupował papiery wartościowe od banków, podnosząc przy tym cel operacyjny (tabele 4 i 5). W styczniu 2004 r. cel ten wynosił już 30-35 bln jenów. W dalszej perspektywie realizacja łagodnej ilościowej polityki pieniężnej ma wywołać „nasylenie” banków pieniądzem banku centralnego i niejako wymusić na nich przystosowanie struktury portfeli. Konsekwencją tych przystosowań ma być zwiększenie działalności kredytowej⁸⁶.

Bank Japonii nadal stosuje łagodną ilościową politykę pieniężną, nie zostały bowiem spełnione warunki określone przez Radę Polityki w marcu 2001 r. Jak wynika z publikacji Banku Japonii, długookresowy trend stopy inflacji cały czas cechuje się tendencją spadkową

⁸⁰ Ibidem, s. 11.

⁸¹ K. Marumo, T. Nakayama, S. Nishioka, T. Yoshida: *Extracting Market Expectations on the Duration of the Zero Interest Rate Policy from Japan's Bond Prices*. Bank of Japan, Financial Markets Department Working Papers nr 2/2003, s. 1.

⁸² Kwotę tę kilkakrotnie zwiększono. I tak, 14 sierpnia 2001 r. Rada Polityki zdecydowała o zwiększeniu wolumenu operacji otwartego rynku do 600 mld jenów miesięcznie, 10 grudnia tego roku – do 900 mld jenów miesięcznie, 28 lutego 2002 roku – do 1 bln jenów miesięcznie i wreszcie 30 października 2002 r. – do 1,2 bln jenów miesięcznie (Bank of Japan: *Money Market Operations in FY 2001*. „Market Review” nr 3/2002, s. 4; Bank of Japan: *Money Market Operations in FY 2002*. Market Review nr 2/2003, s. 4).

⁸³ M. Shirakawa: *One Year ...*, op.cit., s. 5-7 i 36.

⁸⁴ Por. m.in.: M. Shirakawa: *One Year ...* op.cit., s. 6 i 36; M. Suda: *The Effect of „Quantitative Monetary Easing” When the Nominal Short-Term Interest Rate Is Zero*. Bank of Japan, mimeo, s. 2, www.boj.or.jp/en/ronbun/ko0304a.pdf

⁸⁵ M. Shirakawa: *One Year...*, op.cit., s. 7

⁸⁶ T. Kimura, H. Kobayashi, J. Murunga, H. Ugai: *The Effect of the Increase in Monetary Base on Japanese Economy at Zero Rates: An Empirical Analysis*. Bank of Japan Institute for Monetary and Economic Studies Discussion Paper Series nr 22/2002, s. 1-3.

Tabela 8 *Tempo zmian bazy monetarnej i podaży pieniądza w Japonii w latach 1989-2003*

Lata	Tempo zmian bazy monetarnej	Tempo zmian agregatu M ₁ ^a	Tempo zmian agregatu M ₂ + CD ^b
1996	b.d.	13,7	3,3
1997	7,17	8,8	3,1
1998	3,46	8,1	4,0
1999	44,46	10,5	3,6
2000	-19,93	8,2	2,1
2001	19,43	8,5	2,8
2002	11,80	27,6	3,3
2003	12,03	8,2	1,7

^a agregat M₁ obejmuje zasób pieniądza gotówkowego w obiegu i bieżące wkłady bankowe pomniejszone o zasoby czeków i weksli utrzymywanych przez instytucje finansowe.

^b agregat M₂ + CD obejmuje agregat M₁ powiększony o tzw. quasi-pieniądz, czyli różnego rodzaju wkłady terminowe, oraz o certyfikaty depozytowe.

Źródło: opracowanie własne na podstawie: tabeli 7 i publikacji: Bank of Japan: Reports and Statistics, www.boj.or.jp/en/dlong/skeall.pdf.

wą⁸⁷. Ocena skuteczności tej polityki nie jest łatwa. W literaturze podkreśla się, że jej zaletą jest utrzymywanie stabilnych oczekiwań inwestorów i instytucji finansowych. Sprzyja to zahamowaniu spadku aktywów finansowych, obniżeniu premii za ryzyko i długoterminowych stóp procentowych⁸⁸. Polityka ta odwołuje się jednak do monetarystycznej, mechanistycznej koncepcji kreacji pieniądza. Jak na ogół wiadomo, koncepcja ta zakłada stałość dochodowej szybkości obiegu pieniężnego i występowanie tzw. efektów mnożnikowych, zgodnie z którymi wzrost bazy monetarnej powoduje proporcjonalny wzrost podaży pieniądza. Kwestia ta jest wysoce dyskusyjna, ponieważ dochodowa szybkość pieniądza nie jest zmienną egzogeniczną układu gospodarczego i rzadko jest stała. Nawet znaczący wzrost bazy monetarnej wcale nie musi się zatem przełożyć na odpowiednio wysoki wzrost podaży pieniądza. Potwierdzeniem tych wniosków są dane empiryczne zawarte w tabeli 8. Wynika z nich, że w 2002 r. tempo wzrostu bazy monetarnej wyniosło +11,08%, a tempo wzrostu agregatu M1 wyniosło 27,6%, podaż pieniądza wzrosła zaledwie o 3,3%. W literaturze japońskiej zjawisko to interpretuje się jako świadectwo braku oddziaływania łagodnej ilościowej polityki pieniężnej na zachowanie instytucji finansowych⁸⁹.

Ponadto, w literaturze podkreśla się, że w sytuacji gdy rynkowe stopy procentowe są zbliżone do zera, banki są skłonne utrzymywać bardzo wysokie rezerwy na rachunku bieżącym w banku centralnym. Dzieje się tak, ponieważ koszt alternatywny ponoszony przez banki z tytułu pozostawienia nadwyżkowych funduszy na ra-

chunku bieżącym banku centralnego jest bliski zera. Banki nie mają zatem impulsu do aktywnego inwestowania i dążenia do czerpania zysku z najmniejszych nawet zmian stóp procentowych. Bardzo trudno będzie więc skłonić je do zwiększania działalności kredytowej, nawet gdy nadwyżkowe rezerwy utrzymywane przez nie na rachunku bieżącym w banku centralnym będą bardzo wysokie⁹⁰. Bez odpowiednich działań ze strony władz fiskalnych nie da się znieść blokady w kanale transmisji impulsów monetarnych od sektora bankowego do sektora niebankowego⁹¹.

Uwagi końcowe

Oceny polityki pieniężnej realizowanej przez Bank Japonii w badanym okresie są bardzo zróżnicowane. Po wszechnie jednak uznaje się, że warunki działania japońskich władz monetarnych były i są bardzo trudne, zwłaszcza na skutek braku wsparcia ze strony władz fiskalnych i zbyt powolnego wprowadzenia odpowiednich reform strukturalnych. Reformy te powinny przede wszystkim uzdrowić zasady funkcjonowania japońskich banków, tak by uniemożliwić im ukrywanie złej sytuacji finansowej za pomocą kreatywnej księgowości, oraz poprawić jakość aktywów banków i ich rentowność. Działania restrukturyzacyjne w tym zakresie są wciąż niewystarczające. Mimo wielu prób nie rozwiązano do końca problemu złych kredytów⁹². Trudno uznać za dobrą metodę jego rozwiązania zgłoszony przez rząd projekt wykupu złych kredytów po

⁸⁷ Wprawdzie w październiku 2003 r. nastąpił pierwszy od pięciu lat wzrost stopy inflacji mierzonej wskaźnikiem CPI do 0,1%, jednak zdaniem ekspertów Banku Japonii wzrost ten został spowodowany czynnikami o charakterze tymczasowym. Sądzą oni, że w dłuższej perspektywie stopa inflacji mierzona wskaźnikiem CPI będzie nadal spadała (M. Minegishi: *Has Consumer Price Index Stopped Declining? The background against the first increase in five and a half years*. Bank of Japan, Economic Commentary nr 4/2003, s. 1.

⁸⁸ M. Suda: *The Effect...*, op.cit., s. 2-3.

⁸⁹ *Ibidem*, s. 6.

⁹⁰ Bank of Japan: *Money Market Operations...*, op.cit., s. 3.

⁹¹ K. Okina, S. Shiratsuka: *Policy Commitment and Expect Formations: Japan's Experience under Zero Interest Rates*. Bank of Japan, Institute for Monetary and Economic Studies Discussion Papers nr 5/2003, s. 21.

⁹² Ocenia się, że w latach 1992-2002 banki japońskie odpisały ze swoich rachunków złe kredyty na ogólną kwotę 72 bln jenów. Według japońskich danych oficjalnych w lutym 2002 r. łączna suma tych kredytów wynosiła 43 bln jenów (320 mld USD), czyli ok. 8% PKB. W ocenie ekspertów amerykańskich kwota ta jest znacznie wyższa, a Japończycy nie chcą jej ujawniać z obawy przed możliwością wystąpienia gwałtownego kryzysu (H. Bilski: *Japonia...*, op.cit., s. 16).

cenie księgowej przez budżet państwa za środki pozyskane ze sprzedaży obligacji Bankowi Japonii⁹³.

Ekspansywna polityka fiskalna rządu, wyrażająca się w finansowaniu na olbrzymią skalę inwestycji publicznych, nie stanowiła dotąd wsparcia dla polityki pieniężnej realizowanej przez Bank Japonii⁹⁴. Tymczasem dla osiągnięcia i utrzymania stabilności japońskiego systemu finansowego niezbędna jest likwidacja horrendalnego długu publicznego i prowadzenie bardziej zdyscyplinowanej polityki fiskalnej⁹⁵. Nadmierny deficyt budżetowy ogranicza skuteczność instrumentów polityki pieniężnej, wpływa bowiem na kształtowanie się pesymistycznych oczekiwań podmiotów gospodarczych co do przyszłej sytuacji ekonomicznej podmiotów gospodarczych. Co więcej, narastanie długu publicznego sprawia, że realne staje się zagrożenie obniżenia ratingu japońskich długoterminowych obligacji skarbowych do poziomu papierów spekulacyjnych. Może to zmusić rząd do finansowania deficytu budżetowego papierami wartościowymi o krótszym terminie zapadalności i utrudnić przeprowadzanie operacji otwartego rynku przez Bank Japonii⁹⁶.

Brak poprawy sytuacji mimo stosowania różnorodnych instrumentów przez Bank Japonii skłonił wielu ekonomistów do zgłoszenia propozycji instrumentów, które mogłyby być skuteczne. Postulowano na przykład ustalenie i publiczne ogłoszenie przez Bank Japonii od-

powiednio wysokiego celu inflacyjnego⁹⁷, ustalanie długookresowej ścieżki wzrostu cen połączone z utrzymywaniem podwartościowego kursu waluty⁹⁸, deprecjację jena poprzez stosowanie interwencji walutowych⁹⁹, opodatkowanie wkładów bankowych i sald gotówkowych utrzymywanych przez podmioty gospodarcze¹⁰⁰, agresywne operacje otwartego rynku¹⁰¹, czy emisję pustego pieniądza w postaci tzw. zastrzyków pieniężnych¹⁰². Każda z przedstawionych propozycji ma swoje silne i słabe strony, szeroko dyskutowane w literaturze. Nie ulega jednak wątpliwości, że żaden instrument nie będzie w pełni skuteczny bez koordynacji działań podejmowanych przez władze Banku Japonii i rząd.

⁹⁷ Por. m.in.: M. Fukao: *Financial Strains...*, op.cit., s. 2; P. R. Krugman: *It's Back: Japan's Slump and the Return of the Liquidity Trap*. 1998, mimeo, s. 47-48, www.mit.edu/krugman/www/bpea_jp.pdf

⁹⁸ Por. m.in.: L.E.O. Svensson: *Monetary Policy and Real Stabilization*. W: *Re-thinking Stabilization Policy*. A Symposium sponsored by the Federal Reserve Bank of Kansas City, Jackson Hole, Wyoming 2002, s. 30-34; L. E. O. Svensson: *The Zero Bound in an Open Economy: A Woolproof Way of Escaping from a Liquidity Trap*. Monetary and Economic Studies (Special Edition) 2001, luty, s. 295-303.

⁹⁹ Por. m.in.: R. I. McKinnon: *Comment on Kunio Okina's „Monetary Policy Under Zero Inflation”*. W: *Monetary Policy Under Zero Inflation*. A Response to Criticisms and Questions Regarding Monetary Policy. Comments and Rejoinder. Comments: R.I. McKinnon, A.H. Meltzer, Rejoinder: Kunio Okina. Bank of Japan, Institute for Monetary and Economic Studies Discussion Papers nr 28/1999, s. 7-8; R.I. McKinnon, K. Ohno: *The Foreign Exchange Origins of Japan's Economic Slump and Low Interest Liquidity Trap*, Bank of Japan, Institute for Monetary and Economic Studies Discussion Papers nr 19/2000, s. 19-20; A. Meltzer: *Response: What More Central Bank Can Do?* W: *Monetary Policy...* op.cit. s. 9-12.

¹⁰⁰ Por. m.in.: M. Fukao: *Financial Strains...* op.cit., s. 15; M. Goodfriend: *Financial Stability, Deflation and Monetary Policy*. Federal Reserve Bank of Richmond Working Papers 2001, nr 1, s. 20-21.

¹⁰¹ Por. m.in.: M. Fukao: *Financial Strains...* op.cit., s. 2; M. Goodfriend: *Financial Stability...* op.cit., s. 19-20; N. Oda, K. Okina: *Further Monetary Easing Policies under the Non-negativity Constraints of Nominal Interest Rates: Summary of the Discussion Based on Japan's Experience*. Bank of Japan, Institute for Monetary and Economic Studies Discussion Papers nr 24/2000, s. 35

¹⁰² M. Suda: *The Effect...* op.cit., s. 11-12.

⁹³ T. Obal: *Jak uzdrawiać banki japońskie?* (The Banker, sierpień 2002). „Bezpieczny Bank” nr 2-3/2002, s. 168.

⁹⁴ Jak wynika z literatury, łączna wartość pakietów fiskalnych wprowadzonych przez rząd w latach 1992-2000 wyniosła 132,4 bln jenów (Aeharne et al., 2002).

⁹⁵ Y. Morimoto, W. Hirata, R. Kato: *Global Disinflation...*, op.cit., s. 22-23.

⁹⁶ M. Fukao: *Financial Strains and the Zero Lower Bound: the Japanese Experience*. Bank for International Settlements Working Papers nr 141/2003, s. 1.

Literatura

1. D. Amirault, B. O'Reilly: *The Zero bound on Nominal Interest Rates: How Important Is It?* Bank of Canada Working Papers nr 6/2002.
2. A. Ahearne, J. Gagnon, J. Haltmaier, S. Kamin, C. Erceg, J. Faust, L. Guerrieri, C. Hemphill, L. Kole, J. Roush, J. Rogers, N. Sheets, J. Wright: *Preventing Deflation: Lessons from Japan's Experience in the 1990s*. Board of Governors of the Federal Reserve System, International Finance Discussion Papers nr 729/2002.
3. N. Baba, Y. Inamura: *The Japanese Repo Market: Theory and Evidence*. Bank of Japan Financial Markets Department Working Papers nr 1/2002.
4. Bank of Japan, *Annual Report 1999*. Tokyo 1999.
5. Bank of Japan: *Money Market Operations in FY 2001*. „Market Review” nr 3/2002.
6. Bank of Japan: *Money Market Operations in FY 2002*. „Market Review” nr 2/2003.
7. B. S. Bernanke: *Deflation: Make Sure „It” Doesn't Happen Here*. Remarks by Governor B. S. Bernanke Before The National Economists Club. mimeo, Board of Governors of the Federal Reserve System, www.federalreserve.gov.
8. R. Black, D. Coletti, S. Monnier: *On the Costs and Benefits of Price Stability*. Proceedings of the Conference: Price Stability, Inflation Targets and Monetary Policy, Bank of Canada, Ottawa 1997.
9. H. Bilski: *Japonia – walka o odzyskanie silnej pozycji gospodarczej i finansowej*. NBP, Materiały i Studia, zeszyt 140.

10. H. Fujiki, S. Shiratsuka: *Policy Duration Effect under the Zero Interest Rate Policy in 1999-2000: Evidence from Japan's Money Market Data*. Bank of Japan, Institute for Monetary and Economic Studies Discussion Papers, nr 10/2001.
11. H. Fujiki, K. Okina, S. Shiratsuka: *Monetary Policy under Zero Interest Rate: Viewpoints of Central Bank Economists*. Bank of Japan, Institute for Monetary and Economic Studies Discussion Papers nr 11/2000.
12. M. Fukao: *Financial Strains and the Zero Lower Bound: the Japanese Experience*. Bank for International Settlements Working Papers nr 141/2003.
13. E. P. M. Gardner, P. Molyneux: *Powrót do doktryny TBTF: Postępowanie wobec banków strategicznych zagrożonych upadłością*. „Bezpieczny Bank” nr 1/1998.
14. M. Goodfriend: *Financial Stability, Deflation and Monetary Policy*. Federal Reserve Bank of Richmond Working Papers nr 1/2001.
15. M. Goodfriend: *Overcoming the Zero Bound on Interest Rates Policy*. Federal Reserve Bank of Richmond Working Papers nr 3/2000.
16. M. Hayami: *Recent Economic Conditions in Japan – The Role of a Central Bank and Its Balance Sheet*. Bank of Japan 1999, mimeo, www.boj.or.jp/en/press/99/press_f.htm.
17. T. Hoshi: *What Happened to Japanese Banks?* Bank of Japan, Institute for Monetary and Economic Studies Discussion Papers nr 7/2000.
18. K. Jackowicz: *Japonia. W: Kryzysy bankowe. Przyczyny i rozwiązania*. Praca pod red. M. Iwanicz-Drozdowskiej, Warszawa 2002 PWE.
19. R. Kato, S. Nishiyama: *Optimal Monetary Policy When Interest Rates are Bounded at Zero*. Bank of Japan, mimeo.
20. T. Kimura, H. Kobayashi, J. Murunga, H. Ugai: *The Effect of the Increase in Monetary Base on Japanese Economy at Zero Rates: An Empirical Analysis*. Bank of Japan Institute for Monetary and Economic Studies Discussion Paper Series nr 22/2002.
21. Z. Knakiewicz: *Problemy kreacji pieniądza i regulacji obiegu pieniężnego*. „Ruch Prawniczy, Ekonomiczny i Socjologiczny” z. 3-4/1998.
22. R. Krugman: *It's Baack: Japan's Slump and the Return of the Liquidity Trap*. 1998, mimeo, www.mit.edu/krugman/wwwbpea_jp.pdf
23. J. Majewska: *Japonia – rządowa pomoc dla banków*. „Bezpieczny Bank” nr 1.
24. K. Marumo, T. Nakayama, S. Nishioka, T. Yoshida: *Extracting Market Expectations on the Duration of the Zero Interest Rate Policy from Japan's Bond Prices*. Bank of Japan, Financial Markets Department Working Papers nr 2/2003.
25. Y. Matsushita: *A New Framework of Monetary Policy under the New Bank of Japan Law*. A speech given by Yasuo Matsushita, Governor of the Bank of Japan, to the Yomiuri International Economic Society in Tokyo on June 27, 1997. Bank of Japan 1997, mimeo, www.boj.or.jp/en/press/97/press_f.htm.
26. B. T. McCallum: *Japanese Monetary Policy 1991-2001*. Federal Reserve Bank of Richmond, „Economic Quarterly” nr 1/2003, s. 4.
27. R. I. McKinnon: *Comment on Kunio Okina's „Monetary Policy Under Zero Inflation”*. W: *Monetary Policy Under Zero Inflation. A Response to Criticisms and Questions Regarding Monetary Policy*. Comments and Rejoinder. Comments: Ronald I. McKinnon, Allan H. Meltzer, Rejoinder: *Kunio Okina*, Bank of Japan, Institute for Monetary and Economic Studies Discussion Papers nr 28/1999.
28. R. I. McKinnon, K. Ohno: *The Foreign Exchange Origins of Japan's Economic Slump and Low Interest Liquidity Trap*. Bank of Japan, Institute for Monetary and Economic Studies Discussion Papers nr 19/2000.
29. A. Meltzer: *Response: What More Central Bank Can Do? W: Monetary Policy Under Zero Inflation. A Response to Criticisms and Questions Regarding Monetary Policy*. Comments and Rejoinder. Comments: Ronald I. McKinnon, Allan H. Meltzer, Rejoinder: *Kunio Okina*, Bank of Japan, Institute for Monetary and Economic Studies Discussion Papers nr 28/1999.
30. A. Meltzer: *Monetary Transmission at Low Inflation: Some Clues from Japan in 1990s*. Bank of Japan, Institute for Monetary and Economic Studies Discussion Papers nr 25/2000.
31. F. S. Mishkin: *Ekonomia pieniądza, bankowości i rynków finansowych*. Warszawa 2002 Wydawnictwo Naukowe PWN.
32. M. Minegishi: *Has Consumer Price Index Stopped Declining? The background against the first increase in five and a half years*. Bank of Japan, Economic Commentary nr 4/2003.
33. A. Miyano: *A Guide to Japan's Market Operations*. Bank of Japan Financial Markets Department Working Paper Series nr 3/2000.
34. N. Mori, S. Shiratsuka, H. Taguchi: *Policy Responses to Post-bubble Adjustments in Japan: A Tentative Review*. Bank of Japan, Institute for Monetary and Economic Studies Discussion Papers nr 13/2000.

35. Y. Morimoto, W. Hirata, R. Kato: *Global Disinflation*. Bank of Japan 2003, mimeo, s. 12 www.boj.or.jp/en/ronbun/ron0306a.
36. J. Nagayasu: *The Term Structure of Interest Rates and Monetary Policy During a Zero-Interest-Rate Period*, Bank of Japan, Institute for Monetary and Economic Studies, Discussion Papers nr 2/2004.
37. T. Obal: *Jak uzdrowić banki japońskie?* (The Banker, sierpień 2002). „Bezpieczny Bank” nr 2-3/2002.
38. N. Oda, K. Okina: *Further Monetary Easing Policies under the Non-negativity Constraints of Nominal Interest Rates: Summary of the Discussion Based on Japan's Experience*. Bank of Japan, Institute for Monetary and Economic Studies Discussion Papers nr 24/2000.
39. K. Okina: *Monetary Policy Under Zero Inflation: A Response to Criticisms and Questions Regarding Monetary Policy*. Bank of Japan, Institute for Monetary Policy and Economic Studies Discussion Papers nr 20/1999.
40. K. Okina, S. Shiratsuka: *Asset Price Bubbles, Price Stability, and Monetary Policy: Japan's Experience*. Bank of Japan, Institute for Monetary Policy and Economic Studies Discussion Papers nr 16/2001.
41. K. Okina, S. Shiratsuka: *Policy Commitment and Expect Formations: Japan's Experience under Zero Interest Rates*. Bank of Japan, Institute for Monetary and Economic Studies Discussion Papers nr 5/2003.
42. A. Orphanides, V. Wieland: *Efficient Monetary Policy Design Near Price Stability*. Board of Governors of the Federal Reserve System Working Papers nr 67/1999.
43. *Safeguarding Macroeconomic Stability at Low Inflation*. IMF, World Economic Outlook, październik 1999.
44. M. Shirakawa: *Monetary Policy Under the Zero Interest Rate Constraint and the Balance Sheet Adjustment*. Bank of Japan Working Papers nr 6/2001.
45. M. Shirakawa: *One Year Under „Quantitative Easing”*. Bank of Japan, Institute for Monetary and Economic Studies Discussion Papers nr 3/2002.
46. M. Shirakawa, *The reforms in Japanese government securities market*. Bank of Japan 2000, mimeo, www.boj.or.jp/en/press/00/press_f.htm
47. S. Shiratsuka: *Asset Price Bubble in Japan in the 1980s: Lessons for Financial and Macroeconomic Stability*. Bank of Japan, Institute for Monetary and Economic Studies Discussion Papers nr 15/2003.
48. J. K. Solarz: *Stabilność systemów finansowych a deflacja*. „Bezpieczny Bank” nr 8/2000.
49. P. Sotomska-Krzysztofik: *Japoński system bankowy wobec kryzysu bankowego i gospodarczego*. „Bank i Kredyt” nr 11-12/2003.
50. M. Suda: *The Effect of „Quantitative Monetary Easing” When the Nominal Short-Term Interest Rate Is Zero*, Bank of Japan, mimeo, www.boj.or.jp/en/ronbun/ko0304a.pdf.
51. L. E. O. Svensson: *Monetary Policy and Real Stabilization*. W: *Rethinking Stabilization Policy*. A Symposium sponsored by the Federal Reserve Bank of Kansas City, Jackson Hole, Wyoming 2002.
52. L. E. O. Svensson: *The Zero Bound in an Open Economy: A Woolproof Way of Escaping from a Liquidity Trap*. Monetary and Economic Studies (Special Edition) 2001, luty.
53. T. Tanemura, Y. Inamura, S. Nishioka, H. Hirata, T. Shimizu: *Liquidity in JGB markets – Analysis on the Intraday Bid-Ask Spreads*. Bank of Japan „Market Review” nr 1/2004.
54. *The Bank of Japan Law (Preliminary translation by the Bank of Japan)*. Bank of Japan 2003, art. 1, pkt 1 i art. 2, www.Boj.or.jp/en/about/law.htm
55. K. Ueda: *The Transmission Mechanism of Monetary Policy Near Zero Interest Rates: The Japanese Experience 1998-2000*, Speech given at a Conference held at Swedish Embassy in Tokyo. Bank of Japan 2000, www.boj.or.jp/en/press/00/press_f.htm
56. J. Viñals: *Monetary Policy Issues in a Low Inflation Environment*. Proceedings of Central Banking Conference „Why Price Stability?” Frankfurt n. Menem 2000 ECB.
57. I. Weberpales: *The Liquidity Trap: Evidence from Japan*. Bank of Canada Working Papers nr 4/1997.
58. Y. Yamaguchi: *Asset Price and Monetary Policy: Japan's Experience*. W: *New Challenges for Monetary Policy. A Symposium Sponsored by The Federal Reserve Bank of Kansas City*, Jackson Hole, Wyoming 1999.
59. Y. Yamaguchi: *Monetary Policy in a Changing Economic Environment*. W: *Rethinking Stabilization Policy. A Symposium sponsored by the Federal Reserve Bank of Kansas City*, Jackson Hole, Wyoming 2002.
60. T. Yates: *Monetary Policy and the Zero Bound to Interest Rates: A Review*. ECB Working Papers nr 190/2002.
61. B. Zdanowicz: *Japoński system gwarantowania depozytów*. „Bezpieczny Bank” nr 2/2003.