

## Czy dojdzie do trzeciego, czwartego i piątego ilościowego poluzowania?

**Autor:** Philipp Bagus ([strona domowa](#))

**Źródło:** [mises.org](#)

**Tłumaczenie:** Monika Sznajder

Niedawno Ben Bernanke zasugerował, że druga runda ilościowego poluzowania (QE2) może pociągnąć za sobą QE3 itd. W wywiadzie z początku grudnia Bernanke usłyszał pytanie: „Czy przewiduje pan scenariusz, w którym wykorzysta się kwotę ponad 600 miliardów dolarów?”.

Odpowiedź Bernankego była niepokojąca: „To z pewnością możliwe. Uzależnione jest to od efektywności programu, inflacji oraz sytuacji ekonomicznej”.

To dość interesująca odpowiedź, biorąc pod uwagę fakt, że nie tylko sugeruje ona możliwość zakupu większej ilości obligacji rządowych przez Fed (System Rezerwy Federalnej USA) ale również oznacza, że według Bernankego inflacja i QE są odmiennymi zjawiskami. W przeciwnym razie jego twierdzenie byłoby pozbawioną znaczenia tautologią: inflacja wynika z inflacji.

Aby zrozumieć wypowiedź Bernankego, należy cofnąć się do początków niesławnego QE, do mrocznego okresu finansowego kryzysu. Podczas boomu wywołanego przez sztucznie niskie oprocentowanie instytucje finansowe ulokowały środki w tzw. błędnych inwestycjach, głównie w sektorze gospodarki mieszkaniowej. Kiedy nadszedł kryzys a ceny nieruchomości zaczęły spadać, owe inwestycje szybko straciły na wartości. Straty poniesione przez banki osiągnęły szczyt, spadły marże a problemy z wypłacalnością nasiliły się. Płynność w systemie finansowym prawie znikła na skutek powszechnego braku zaufania w kwestii wypłacalności.

Kiedy we wrześniu 2008 r. rynki kredytowe przestały istnieć po upadku banku Lehman Brothers, kredyty finansujące błędne inwestycje nie mogły już służyć jako zabezpieczenie pożyczek międzybankowych. Wkroczył wówczas Fed akceptując owe aktywa jako zabezpieczenie kredytów. W marcu 2009 r. Fed rozpoczął szeroko zakrojony program zakupu tych aktywów, który określono

mianem QE1. W rezultacie tego jakościowego i ilościowego poluzowania Fed niemalże potroił swój bilans w przeciągu kilku miesięcy<sup>1</sup>.

Jak długo utrzymane zostaną te wyjątkowe środki pomocnicze? W marcu 2009 r. Ben Bernanke ogłosił, że Fed posiada [strategię wyjścia](#) ze swojej dotychczasowej polityki. Fed mógłby po prostu cofnąć swoją kredytową działalność i zakup aktywów, zmniejszając tym samym bilans do poziomu sprzed kryzysu.

[Podawałem już](#) argumenty za tym, że takie proste rozwiązanie nie istnieje. Zakup kłopotliwych aktywów przez Fed nie rozwiązał prawdziwych problemów w gospodarce: wprowadzanie nowych środków finansowych nie likwiduje błędnych inwestycji. Wspieranie instytucji finansowych tylko opóźnia konieczne likwidacje i zmiany struktury produkcji. QE1 mogłoby doprowadzić do nawet większej ilości błędnych inwestycji i tym samym zwiększyć problem. Wynikiem tego mogłaby być japonizacja systemu bankowego, w którym niewypłacalne banki utrzymywane byłyby przez bank centralny.

Gdyby Fed odstąpił od środków pomocniczych, zredukował swój bilans i zaprzestał akceptowania problematycznych aktywów jako zabezpieczenia pożyczek, wówczas instytucje finansowe wróciłyby do stanu z września 2008 r. Jeżeli ceny nieruchomości nie powrócą do odpowiedniego poziomu, to wiele aktywów będzie nadal kiepskiej jakości i nie posłuży jako dobre zabezpieczenie. Jeżeli ich wartość zostanie oszacowana według cen rynkowych, wówczas banki stracą marżę. Staniemy w obliczu ponownego zamrożenia rynku bankowego i ogólnego braku płynności.

W październiku 2009 r. doszedłem do wniosku, że Fed nie jest w stanie powrócić do początkowego bilansu, nie powodując załamania systemu finansowego. Jednym z możliwych rozwiązań byłaby ponowne doprowadzenie do bańki na rynku nieruchomości. Podniesienie cen aktywów — a zwłaszcza cen nieruchomości — doprowadziłoby do odzyskania wartości przez wiele bankowych aktywów. Fed mógłby podnieść jakość swoich aktywów poprzez inflację na rynku mieszkaniowym.

Zimą 2010 r. nikt już nie mówi o zredukowaniu bilansu Fedu ani o jego strategiach. Wręcz przeciwnie, Fed obrał drogę większej inflacji i określił tę strategię jako QE2.

Założenia QE2 różnią się nieco od QE1. QE1 bezpośrednio wspierał zmagające się z problemami banki poprzez wykupywanie ich aktywów. QE2 wspiera rząd.

Polityka inflacyjna Fedu połączona została z keynesowską polityką fiskalną amerykańskiego rządu. Rząd ten uruchomił wydatki budżetowe, aby wyciągnąć z kłopotów instytucje finansowe i producentów samochodów, stając na drodze rychłej likwidacji błędnych inwestycji i adaptacji struktury produkcji do oczekiwań konsumenta.

QE2 jest bezpośrednią odpowiedzią na wydatki budżetowe, które zmuszają rząd do wypuszczenia większej ilości obligacji. Kupując te papiery wartościowe w ramach QE2, Fed aktywnie wspiera keynesowską politykę rządu. Podczas gdy QE1 wspierał system finansowy, QE2 wspiera rząd. Różnica ta nie jest istotnym elementem, jako że losy systemu finansowego oraz państwowego przeplatają się. System bankowy finansuje rząd, który w zamian zapewnia immunitet systemowi rezerwy częściowej i pośrednio daje gwarancje na wypadek strat poniesionych przez banki.

Ben Bernanke rzecz jasna nie twierdzi, że chce pomóc opłacić rządowy deficyt za pośrednictwem wykreowania pieniędzy. Oficjalnym usprawiedliwieniem QE2 jest deflacja<sup>2</sup>. Inflacja cen jest zbyt niska. Według Jamesa Bullarda, przewodniczącego Banku Rezerw Federalnych w St. Louis, „ważne jest, aby chronić zarówno przed zbyt niską, jak i zbyt wysoką inflacją”.

Innymi słowy, jeżeli ceny będą wzrastać zbyt wolno, będziemy musieli wydrukować pieniądze, aby doprowadzić do szybkiego wzrostu cen towarów. Bernanke zaprzecza jakoby QE2 miało być inflacyjne: „Kraży mit, że drukujemy pieniądze... podaż pieniądza nie ulega żadnym znaczącym zmianom”.

Bernanke posługuje się semantyczną sztuczką w tej wypowiedzi. Jest oczywiste, że Fed nie zwiększa ilości nowych pieniędzy poprzez ich dosłowne drukowanie. Tworzy je raczej dzięki manipulowaniu cyframi w swoim komputerze. Kiedy Fed kupuje od banku obligacje państwowe za 1000 dolarów, to przelewa do banku 1000 nowych dolarów. Prawdą jest, że Fed nie drukuje pieniędzy i nie wysyła ich fizycznie do banku. Raczej podnosi saldo konta posiadanego przez bank. Łatwiej jest po prostu stworzyć nową sumę pieniędzy w komputerze.

Jednakże fakt, że nowe pieniądze są kreowane drogą elektroniczną nie oznacza, że QE2 nie jest inflacyjne. Jest - i to na kilka sposobów.

Po pierwsze, ilość pieniądza bazowego (rezerw banku) zwiększa się. Z momentem zakupu państwowych obligacji przez Fed tworzone są pieniądze, które Fed przelewa do banku. W końcowym rezultacie tej transakcji bank posiada większe rezerwy, a Fed staje się posiadaczem obligacji.

Po drugie, jakość pieniądza ma tendencję do pogarszania się<sup>3</sup>. Przeciętą jakość aktywów posiadanych przez Fed zmniejsza się w chwili zakupu obligacji. Procent złota, które mogłoby zostać wykorzystane w reformie walutowej, wśród wszystkich aktywów zmniejsza się, podczas gdy udział obligacji państwowych wzrasta. Co więcej, obligacje te są potrzebne wysoce zadłużonemu rządowi.

Po trzecie, ceny będą wyższe niż byłyby w odwrotnej sytuacji. Prawdopodobnie spadłyby znacząco bez QE1 i QE2. Wtłoczenie nowych rezerw bankowych powstrzymało kredytowy regres i spadek cen. Tak naprawdę jednym z założeń QE2 jest licytowanie cen aktywów.

Pieniądze wpływają na giełdę papierów wartościowych podnosząc ceny obligacji. W marcu 2009 r. na początku istnienia QE1 indeks Dow Jones był poniżej 7 000 punktów. Pod koniec QE1 było to już 10 800. Kiedy po raz kolejny Dow Jones zszedł poniżej 10 000 zaczęto spekulować na temat QE2, pociągając za sobą [nowe ożywienie](#).

W trakcie wpływania pieniędzy na giełdy ceny dóbr konsumpcyjnych niekoniecznie muszą wzrastać. Jednakże wcześniej czy później inwestycje tego typu wydostaną się z giełdy i rozpoczną podnoszenie cen towarów.

Po czwarte, spadnie cena dolara względem innych walut. Uczestnicy rynku walutowego będą wyceniać dolara niżej, jako że podaż pieniądza bazowego wzrośnie a jakość dolara spadnie. [Dewaluacja](#) jest kolejnym celem QE2. Jest sposobem przyniesienia korzyści eksporterom przy równoczesnym zubożeniu konsumentów wynikającym z wyższych cen za towary importowane.

Zatem, QE2 jest - pomimo słów Bernankego - inflacyjne. W rzeczywistości nazywanie takiej polityki mianem QE2 jest eufemizmem. Pojęcie *quantitative easing* ukrywa prawdziwą inflacyjną naturę instrumentu. Dodana cyfra „2” tym bardziej się do tego przyczynia. Ludzie, którzy niewiele wiedzą o ekonomii, zignorują informacje na temat QE2. Nie ma co zadręczać się

technicznymi pojęciami, niech zajmą się tym eksperci. Termin ten zawiera jednakże pozytywne znaczenie pożądanego „poluzowania”.

Walter Block [wielokrotnie wskazywał](#) na fakt, że powinniśmy ostrożnie dobierać słowa. Język jest zasadniczym elementem jasnej komunikacji. Używanie terminu *ilościowe poluzowanie* tworzy mgłę przysłaniającą produkcję nowych pieniędzy. Według Blocka słowa potrafią być potężniejsze od pióra i miecza. To one ukierunkowują nasze myśli i pismo. Stworzenie pojęcia QE uniemożliwia ludziom myślenie o konsekwencjach inflacji. Zakłóca myślenie.

Dlaczego nie nazwiemy QE tym, czym jest? Dlaczego nie nazwiemy go na podstawie efektów, które wywołuje?

Drukowanie pieniędzy nie uczyni ze społeczeństwa bogaczy, nie wytworzy większej ilości dóbr. Redystrybucyjne skutki QE działają na korzyść tych, którzy pierwsi dostają pieniądze a na niekorzyść tych, którzy dostają je jako ostatni. Wprowadzanie pieniędzy w określony dział gospodarki zakłóca produkcję. W wyniku tego QE nie powoduje poluzowania w ekonomii. Wręcz przeciwnie, wydłuża recesję.

Wprowadzenie pieniędzy do gospodarki powoduje ponowny wzrost cen aktywów, które zostały wcześniej przecenione. Co najważniejsze, QE ułatwia rządowi wydatki budżetowe — dodatkowe zakłócenia i niesprawności w gospodarce. Błędne inwestycje są w stanie przetrwać. Czynniki produkcji nie są odsyłane w miejsca, gdzie ich konsument pilnie potrzebuje.

Dlatego też QE2 należałoby nazwać Ilościową Deformacją, Ilościową Destrukcją II albo Przedłużeniem Kryzysu III.

Albo możemy nadać mu nazwę w oparciu o ukryte intencje: Deprecjacja Waluty I, Wsparcie Finansowe Banku I, Wsparcie Finansowe Rządu II albo zwyczajnie Zubożenie Konsumenta. Nazwa może również wynikać z sedna: Drukowanie Pieniędzy I i II. A jeżeli zasugerujemy się Bernankem, że większość pieniędzy kreuje komputer, wówczas możemy go nazwać Tworzeniem Pieniędzy I i II. Byłoby to być może najbardziej neutralne określenie.

Sztuczki retoryczne nie powinny nas odwieść od faktu, że QE jest po prostu tworzeniem pieniędzy. Jego założeniem jest sfinansowanie wydatków rządowych i deprecjacja dolara. Powinniśmy pozbyć się terminu QE, w zamian nazywając tworzenie pieniędzy tym, czym jest: inflacją.

---

<sup>1</sup> [Philipp Bagus and David Howden, "The Federal Reserve and the Eurosystem's Balance Sheet Policies During the Financial Crisis: A Comparative Analysis" w \*Romanian Economic and Business Review\* 4, 3: s. 165-85.](#)

<sup>2</sup> [Philipp Bagus, "Deflation: When Austrians Become Interventionists" w \*Quarterly Journal of Austrian Economics\* 6, no.4: s. 19-35.](#)

<sup>3</sup> [Philipp Bagus, "The Quality of Money," w \*Quarterly Journal of Austrian Economics\* 12, 4: s. 22-45.](#)