

**Dominika Brózda\***

Uniwersytet Łódzki

**STRUKTURALNE UWARUNKOWANIA MECHANIZMU  
TRANSMISJI IMPULSÓW POLITYKI PIENIĘŻNEJ  
W STANACH ZJEDNOCZONYCH AMERYKI PÓŁNOCNEJ  
W LATACH 1984–2013**

**Streszczenie**

Cel – przegląd i identyfikacja podstawowych czynników strukturalnych, które przyczyniły się do zmian w mechanizmie transmisji monetarnej USA w latach 1984–2013.

Metodologia badania – wielopłaszczyznowa jakościowa analiza czynników strukturalnych charakterystycznych dla gospodarki USA.

Wynik – rozwój innowacyjnych instrumentów finansowych, zwiększenie otwartości handlowej oraz deregulacja amerykańskiego systemu finansowego wywarły wpływ na zmianę charakteru procesu transmisji impulsów polityki pieniężnej w USA.

Oryginalność/wartość – mechanizm transmisji monetarnej nie został do końca poznany przez ekonomistów. W polskiej literaturze przedmiotu brakuje badań poświęconych analizie amerykańskiego mechanizmu transmisji polityki pieniężnej.

**Słowa kluczowe:** polityka pieniężna, czynniki strukturalne mechanizm transmisji polityki pieniężnej

---

\* E-mail: dominika.brozda@gmail.com.

## Wprowadzenie

System Rezerwy Federalnej Stanów Zjednoczonych (Fed) jest obecnie najważniejszą instytucją finansową na świecie. Umiędzynarodowienie rynków finansowych sprawiło, że polityka pieniężna Fed-u wywiera bardzo silny wpływ nie tylko na gospodarkę USA, ale również na gospodarkę światową. Skala i siła tego oddziaływania jest jednak wciąż przedmiotem wielu badań, a sam proces transmisji impulsów generowanych przez bank centralny na realną sferę gospodarki jest bardzo skomplikowany i podlega zmianom w czasie.

Wyniki badania przeprowadzonego przez N. Enduta i in. pokazują radykalne zmiany, jakie zaszły w mechanizmie transmisji monetarnej Fed-u w ciągu ostatnich 50 lat. Oszacowany przez nich model ekonometryczny wskazuje, że w latach 1960–1970 kanał kredytów bankowych oraz kanał stopy procentowej odgrywały równie ważną rolę w mechanizmie transmisji polityki pieniężnej. Z kolei od 1980 r. kanał stopy procentowej wywierał znacznie większy wpływ na transmisję szoków monetarnych niż kanał kredytowy<sup>1</sup>.

Rezultaty wspomnianego badania skłaniają do refleksji na temat uwarunkowań mechanizmu transmisji impulsów polityki pieniężnej Fed-u przede wszystkim po 1984 r. Połowa lat 80. XX w. jest szczególnym okresem w historii gospodarki USA, ponieważ wówczas stopa wzrostu realnego PKB i stopa inflacji zmniejszyła swoją zmienność o około 60–70%, w stosunku do lat 70. XX w. Okres ten jest często określane jako czas umiarkowanej zmienności amerykańskiej gospodarki – *the Great Moderation*<sup>2</sup>.

Celem artykułu jest przegląd i identyfikacja podstawowych czynników strukturalnych, które przyczyniły się do zmian w mechanizmie transmisji monetarnej USA w ciągu ostatnich trzech dekad. Analizę przeprowadzono na podstawie danych statystycznych dla amerykańskiej gospodarki za lata 1984–2013, zaczerpniętych z internetowych baz danych OECD, FRED, BEA.

---

<sup>1</sup> N. Endut, J. Morley, P. Tien, *The Changing Transmission Mechanism of U.S. Monetary Policy*, UNSW Busine Endut ss School Research Paper 2015, No. 3, s. 2.

<sup>2</sup> J.H. Stock, M.W. Watson, *Has the Business Cycle Changed and Why?*, w: *NBER Macroeconomics Annual*, red. M. Gertler, K. Rogoff, MIT Press, Cambridge 2002, s. 162.

## 1. Ogólne ujęcie kanałów transmisji monetarnej

Mechanizm transmisji impulsów polityki pieniężnej obrazuje sposób w jaki polityka pieniężna wpływa na działania uczestników życia gospodarczego, a tym samym na wielkość produkcji i poziom cen. Proces ten składa się z kilku kanałów, przez które decyzje banku centralnego oddziałują na sferę realną. J. Boivin i in. wyróżnili dwie główne ścieżki transmisji monetarnej<sup>3</sup>:

- a) kanały neoklasyczne (*neoclassical channels*) – które zakładają doskonały charakter rynku finansowego;
- b) kanały nieneoklasyczne<sup>4</sup> (*non-neoclassical channels*) – które wynikają z niedoskonałego charakteru rynku finansowego.

Szczegółową charakterystykę poszczególnych kanałów uwzględnianych w obrębie tych grup, zaprezentowano w tabeli 1.

Z literatury przedmiotu wynika, że efektywność bezpośredniego kanału stopy procentowej zależy przede wszystkim od struktury popytu krajowego brutto (PKB). Inna jest wrażliwość wydatków inwestycyjnych przedsiębiorstw na zmianę stóp procentowych, inna – wydatków konsumpcyjnych czy inwestycji mieszkaniowych<sup>5</sup>.

Kolejnym ważnym czynnikiem, wpływającym na funkcjonowanie tego kanału, jest lepkość cen i płac. Sztywność cen i płac oddziałuje na poziom realnych stóp procentowych, od których zależą decyzje konsumpcyjne i inwestycyjne. Ogólnie im ceny w gospodarce są bardziej sztywne, tym w większym stopniu impuls polityki pieniężnej powinien wpływać na wielkość produkcji i zatrudnienia, a w mniejszym stopniu na inflację<sup>6</sup>. Ponadto istotnym czynnikiem oddziałującym na tempo oraz stopień dostosowania stóp procentowych w systemie bankowym do zmian oficjalnych stóp procentowych jest poziom konkurencji w systemie finansowym. Niższej koncentracji systemu bankowego towarzyszy zazwyczaj wyższa konkurencja, która

---

<sup>3</sup> J. Boivin, M.T. Kiley, F.S. Mishkin, *How Has the Monetary Transmission Mechanism Evolved Over Time?*, NBER Working Paper 2010, No. 15879, s. 5.

<sup>4</sup> Kanały nieneoklasyczne są też określane jako podejście kredytowe do mechanizmu transmisji monetarnej.

<sup>5</sup> R. Kokoszcyński, T. Łyziak, E. Wróbel, *Czynniki strukturalne we współczesnych teoriach mechanizmów transmisji polityki pieniężnej*, „Bank i Kredyt” 2002, nr 11–12, s. 41.

<sup>6</sup> M. Kapuściński, T. Łyziak, J. Przystupa, E. Stanisławska, A. Sznajderska, E. Dzwonik-Wróbel, *Mechanizm transmisji polityki pieniężnej w Polsce. Co wiemy w 2013 roku?*, Materiały i Studia nr 306, NBP, Warszawa 2014, s. 16.

może być czynnikiem wzmacniającym mechanizm transmisji impulsów polityki pieniężnej<sup>7</sup>.

Tabela 1. Klasyfikacja kanałów transmisji polityki pieniężnej

	Nazwa kanału	Opis kanału
<b>Kanały neoklasyczne</b>		
Kanały oparte na wydatkach inwestycyjnych	Bezpośredni kanał stopy procentowej	Zmiana krótkoterminowych stóp procentowych wpływa na koszt użytkowania kapitału przez przedsiębiorstwa oraz gospodarstwa domowe
	Kanał q-Tobina	
Kanały oparte na wydatkach konsumpcyjnych	Kanał cen aktywów (kanał majątkowy)	Zmiana krótkoterminowych stóp procentowych wpływa na zdyskontowaną wartość aktywów, np. akcji i nieruchomości. Następnie zmiana rynkowej wartości aktywów wywołuje zmianę wielkości konsumpcji
	Efekt międzyokresowej substytucji konsumpcji	Zmiana krótkoterminowych stóp procentowych wpływa na nachylenie profilu konsumpcji (skłonność do konsumpcji)
Kanał oparty na handlu międzynarodowym	Kanał kursu walutowego	Zmiana krótkoterminowych stóp procentowych wpływa na poziom kursu walutowego poprzez niezabezpieczony parytet stóp procentowych i (lub) efekt bilansowy
<b>Kanały nieneoklasyczne</b>		
Kanały bankowe	Kanał kredytów bankowych	Banki odgrywają szczególną rolę w rozwiązywaniu problemów asymetrii informacji na rynku kredytowym. Tym samym, spadek zdolności banku do udzielania kredytów wpływa na wielkość wydatków w gospodarce
	Kanał wyposażenia kapitałowego banków	
Kanał bilansowy		Zmiana wartości majątku netto podmiotów gospodarczych, wynikająca z działań podjętych w ramach polityki pieniężnej, wpływa na premię finansowania zewnętrznego przedsiębiorstw i gospodarstw domowych

Źródło: opracowanie własne na podstawie J. Boivin, M.T. Kiley, F.S. Mishkin, *op.cit.*

W literaturze przedmiotu często w ramach kanału stopy procentowej wyróżniano jest kanał cen aktywów. Ekonomiści podkreślają, że rola kanału majątkowego w procesie transmisji impulsów polityki monetarnej znacznie wzrasta wraz z rozwojem rynku finansowego. Istotnym czynnikiem determinującym znaczenie tego

<sup>7</sup> O. Demchuk, T. Łyziak, J. Przystupa, A. Sznajderska, E. Wróbel, *Mechanizm transmisji polityki pieniężnej w Polsce. Co wiemy w 2011 roku?*, Raport NBP, Warszawa 2011, s. 15.

kanału jest zatem wielkość rynku kapitałowego. Wskaźnik ten daje wyobrażenie o dostępności alternatywnych źródeł finansowania zewnętrznego w stosunku do kredytu bankowego<sup>8</sup>

Kanał kursu walutowego jest rozszerzeniem koncepcji kanału stopy procentowej. Siła i sposób oddziaływania kursu walutowego na produkcję krajową i inflację jest uzależniona od stopnia otwartości gospodarki. Im gospodarka danego kraju jest bardziej otwarta, tym większe jest znaczenie tego kanału<sup>9</sup>.

Kanał kredytowy nie stanowi odrębnej ścieżki transmisji polityki pieniężnej, ale raczej jest zbiorem czynników wzmacniających efekt zmiany stóp procentowych. W literaturze wymieniane są dwie przesłanki funkcjonowania tego kanału. Po pierwsze, polityka pieniężna musi mieć wpływ na zmiany wielkości podaży kredytów w gospodarce. Banki komercyjne nie powinny być w stanie uniezależnić swojego portfela kredytowego od zmian w polityce banku centralnego. Drugim warunkiem efektywnego działania kanału kredytowego jest dominacja sektora bankowego jako podstawowego źródła finansowania zewnętrznego. W gospodarce musi istnieć grupa kredytobiorców, dla których kredyt jest ważną formą finansowania popytu konsumpcyjnego i inwestycyjnego<sup>10</sup>.

Ekonomiści podkreślają, że kanał kredytów bankowych funkcjonuje przede wszystkim za pośrednictwem małych banków komercyjnych o niskim poziomie kapitalizacji. Ponadto w literaturze panuje przekonanie, że procesy konsolidacyjne mogą osłabiać znaczenie mechanizmu transmisji polityki pieniężnej tą drogą<sup>11</sup>.

## 2. Czynniki strukturalne oddziałujące na mechanizm transmisji polityki pieniężnej Systemu Rezerwy Federalnej w latach 1984–2013

W literaturze podkreśla się, że wiele aspektów strukturalnych warunkuje mechanizm transmisji monetarnej. Siła oraz trwałość oddziaływania polityki pieniężnej na sferę realną zależy od strukturalnych cech danej gospodarki. M. Kokoszczyński

<sup>8</sup> R. Kokoszczyński, T. Łyziak, E. Wróbel, *op.cit.*, s. 44.

<sup>9</sup> *Ibidem*, s. 43.

<sup>10</sup> C. Bean, J. Larsen, K. Nikolov, *Financial Frictions and the Monetary Transmission Mechanism: Theory, Evidence and Policy Implications*, ECB Working Paper 2002, No. 113, s. 18.

<sup>11</sup> R.P. Kishan, T.P. Opiela, *Bank Size, Bank Capital and the Bank Lending Channel*, „Journal of Money, Credit and Banking” 2000, s. 139.

i in. oprócowali przykładowy zestaw czynników, które, ich zdaniem, należy uwzględnić podczas analizy wspomnianego mechanizmu i jego kanałów<sup>12</sup>:

- a) strukturę popytu krajowego (PKB);
- b) stopień otwartości gospodarki;
- c) strukturę finansowa gospodarki – zewnętrzne i wewnętrzne źródła finansowania przedsiębiorstw oraz gospodarstw domowych;
- d) cechy charakterystyczne systemu finansowego.

G.H. Sellon zwrócił uwagę, że ważnym problemem w badaniach mechanizmu transmisji impulsów polityki pieniężnej Fed-u mogą być zmiany w systemie finansowym USA, jakie wprowadzono w ciągu ostatnich trzech dekad<sup>13</sup>:

- deregulacja systemu finansowego,
- rozwój rynku kapitałowego,
- rozwój nowych instrumentów finansowych,
- większa przejrzystości polityki pieniężnej.

Warto dodać, że istnieją przesłanki teoretyczne wspierające hipotezę o wzmocnieniu się roli kanału stopy procentowej i kanału majątkowego Fed-u pod wpływem wyżej wymienionych przemian.

## 2.1. Wybrane cechy strukturalne amerykańskiej gospodarki wpływające na funkcjonowanie mechanizmu transmisji monetarnej

Jak wspomniano, dla sprawnego funkcjonowania mechanizmu transmisji impulsów polityki pieniężnej poprzez kanał stopy procentowej duże znaczenie mają sztywności występujące w gospodarce. Do oceny lepkości cen i płac w USA wykorzystano dwa wskaźniki umożliwiające ocenę sytuacji na rynku pracy<sup>14</sup>:

- a) wskaźnik prawnej ochrony zatrudnienia OECD<sup>15</sup>, który stanowi przybliżoną miarą restrykcyjności procedur związanych ze zwalnianiem oraz zatrudnianiem pracowników na umowy stałe i czasowe;

<sup>12</sup> M. Kokoszyński, T. Łyziak, E. Wróbel, *op.cit.*, s. 41.

<sup>13</sup> G.H. Sellon, *The Changing U.S. Financial System: Some Implications for the Monetary Transmission Mechanism*, Federal Reserve Bank of Kansas City 2002, s. 8.

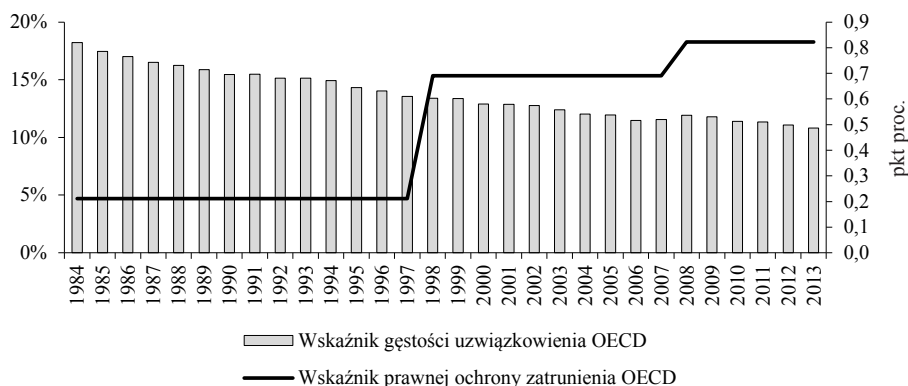
<sup>14</sup> O. Demchuk, T. Łyziak, J. Przystupa, A. Sznajderska, E. Wróbel, *op.cit.*, s. 15.

<sup>15</sup> Wskaźnik prawnej ochrony zatrudnienia obliczany przez OECD przyjmuje wartości w skali od 0 (brak restrykcji) do 6 (największe restrykcje). Niska wartość tego miernika oznacza mniejsze sztywności rynku pracy i większą elastyczność cen.

b) wskaźnik gęstości uzwiązkowienia OECD, który wyraża przybliżony odsetek pracowników będących członkami związków zawodowych w ogólnej liczbie zatrudnionych.

Na podstawie rysunku 1 można stwierdzić, że w latach 1984–2013 amerykańska gospodarka charakteryzowała się bardzo elastycznym rynkiem pracy. Poziom restrykcyjności ochrony zatrudnienia był relatywnie niski, w 2013 r. wartość tego miernika nie przekroczyła 1 pkt. Ponadto z danych przedstawionych na rysunku 1 wynika, że w latach 1984–2013 w USA odsetek pracowników będących członkami związków zawodowych kształtował się na względnie niskim poziomie, wynosił bowiem 14%. W rozpatrywanym okresie wartość tego miernika uległa stopniowemu zmniejszeniu z 18% w 1984 r. do 11% w 2013 r., co może świadczyć o elastycznych cenach i płacach w USA. Niewielka lepkość cen występująca w amerykańskiej gospodarce może zatem osłabiać reakcję sfery realnej na impuls monetarny przekazywany za pośrednictwem kanału stopy procentowej.

Rysunek 1. Poziom wskaźnika gęstości uzwiązkowienia (%) oraz prawnej ochrony zatrudnienia OECD dla Stanów Zjednoczonych w latach 1984–2013



Źródło: opracowanie własne na podstawie baz danych statystycznych OECD: [www.stats.oecd.org](http://www.stats.oecd.org) oraz [www.oecd.org/employment/protection](http://www.oecd.org/employment/protection) (dostęp: 1.12.2014).

Ważnym wskaźnikiem opisującym znacznie kanału stopy procentowej jest udział inwestycji w środki trwałe w relacji do PKB. L. Guiso i in. podkreślają, że gospodarki państw o relatywnie wysokim udziale inwestycji w stosunku do PKB są

bardziej wrażliwe na zmianę stóp procentowych przez bank centralny<sup>16</sup>. Analizując informacje zaprezentowane w tabeli 2 można zauważyć, że w latach 1984–2008 stopa inwestycji<sup>17</sup> w USA wynosiła średnio 18%. Można zatem przypuszczać, że w rozpatrywanym okresie wydatki inwestycyjne amerykańskiej gospodarki charakteryzowały się podobną wrażliwością na zmiany poziomu oficjalnych stóp procentowych. Wyjątkiem był okres globalnego kryzysu finansowego, w czasie którego stopa inwestycji uległa zmniejszeniu średnio o 4 punkty procentowe.

Tabela 2. Wartość wskaźnika otwartości handlowej i finansowej oraz struktura PKB Stanów Zjednoczonych w latach 1984–2013 (%)

Wyszczególnienie	1984–1988	1989–1993	1994–1998	1999–2003	2004–2008	2009–2013
Otwartość handlowa* (%)	18	20	22	23	27	29
Otwartość finansowa** (%)	69	88	124	162	249	306
<b>Struktura PKB</b>						
Wydatki konsumpcyjne (%)	63	64	65	67	67	68
Wydatki inwestycje brutto w środki trwałe (%)	18	16	17	18	18	14
Zmiana stanu zapasów (%)	1	0	1	0	0	0
Eksport netto (%)	–3	–1	–1	–4	–5	–3
Wydatki rządowe i stanowe (%)	21	21	18	19	19	20

\* Otwartość handlową obliczono jako sumę eksportu i importu dóbr oraz usług w relacji do PKB.

\*\* Otwartość finansową obliczono jako sumę aktywów i pasywów międzynarodowej pozycji inwestycyjnej w relacji do PKB.

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Bureau of Economic Analysis (dostęp 2.12.2014).

Głównym czynnikiem determinującym wpływ kanału kursu walutowego na sferę realną jest stopień otwartości gospodarki. Dynamicznie rosnąca od 1984 r. otwartość handlowa i finansowa gospodarki USA (por. tab. 2) może przyczyniać się do wzmocnienia kanału kursu walutowego w mechanizmie transmisji monetarnej. Jednak ze względu na specyficzną pozycję USA w gospodarce światowej pominięto szczegółową analizę warunków determinujących transmisję impulsów monetarnych kanałem kursu walutowego.

<sup>16</sup> L. Guiso, A.K. Kashyap, F. Terlizzese, *op.cit.*, s. 64.

<sup>17</sup> Stopa inwestycji rozumiana jako relacja inwestycji brutto w środki trwałe do PKB.



## 2.2. Cechy charakterystyczne systemu finansowego Stanów Zjednoczonych

W mechanizmie transmisji monetarnej szczególną rolę odgrywają pośrednicy finansowi, będący łącznikami między bankiem centralnym a uczestnikami życia gospodarczego. W literaturze podkreśla się, że struktura systemu finansowego jest ważnym czynnikiem przesądzającym o istnieniu oraz sile działania zarówno kanału stopy procentowej, jak i kanałów kredytowych<sup>18</sup>. Podstawowe wskaźniki opisujące stopień rozwoju amerykańskiego systemu finansowego przedstawiono w tabeli 3.

Tabela 3. Wybrane cechy systemu finansowego Stanów Zjednoczonych w latach 1984–2013

Wyszczególnienie	Średnia w latach					
	1984–1988	1989–1993	1994–1998	1999–2003	2004–2008	2009–2013
(1) Aktywa systemu finansowego (% PKB)	239	268	317	385	445	469
(1) Aktywa krajowych instytucji depozytowych (% PKB)	79	66	59	64	75	77
(2) Kapitalizacja rynku akcji (% PKB)	–	64	103	140	132	108
(2) Liczba banków komercyjnych	13 970	11 929	9 658	8 143	7 371	6 368

Źródło: opracowanie własne na podstawie (1) Federal Reserve Board (2014); (2) Federal Reserve Bank of St. Louis, *Federal Reserve Economic Data (FRED)*, <http://research.stlouisfed.org/fred2> (dostęp: 20.01.2015).

Z danych w niej zawartych wynika, że w latach 1984–2013 system finansowy USA charakteryzował się zróżnicowaną wielkością i koncentracją systemu bankowego oraz różnym dostępem do rynku kapitałowego. Można zauważyć utrzymującą się od 1984 r. tendencję do wzrostu znaczenia systemu finansowego w amerykańskiej gospodarce, co powinno wzmacniać mechanizm transmisji polityki pieniężnej zarówno poprzez kanały neoklasyczne, jak i kanały nieneoklasyczne. W latach 1984–2013 relacja aktywów systemu finansowego do PKB zwiększyła się dwukrotnie i w 2013 r. wyniosła 484%.

W rozpatrywanym okresie cechą charakterystyczną amerykańskiego systemu finansowego była z jednej strony relatywnie mała wielkość sektora bankowego, a z drugiej strony wysoki stopień kapitalizacji giełdy papierów wartościowych (por.

---

<sup>18</sup> S.G. Cecchetti, *Legal Structure, Financial Structure, and the Monetary Policy Transmission Mechanism*, Working Paper 1999, No. 7151, NBER. s. 2.

tab. 3). W latach 1984–2013 aktywa krajowych instytucji depozytowych w USA stanowiły około 70% PKB, podczas gdy kapitalizacja rynku akcji – około 110% PKB. Warto także zwrócić uwagę na wzrost znaczenia amerykańskiej giełdy w omawianym horyzoncie czasowym. Czynniki te mogą oddziaływać na stopniowe zmniejszenie istotności kanałów kredytowych i wzrost znaczenia efektów zmian cen aktywów finansowych w kanale majątkowym<sup>19</sup>.

Ponadto w latach 1984–2013 zmniejszyła się liczba banków komercyjnych w USA. Sektor bankowy został poddany stałemu procesowi konsolidacji, co może dodatkowo osłabiać znaczenie kanału kredytów bankowych w mechanizmie transmisji monetarnej Fed-u. Liczba banków spadła o około 60%, czyli z ponad 14 tys. w 1984 r. do około 6 tys. w 2013 r. Redukcję wielkości sektora bankowego można przypisać dwóm głównym zjawiskom<sup>20</sup>:

- a) relatywnie większej roli pośrednictwa finansowego opartego na rynku kapitałowym w stosunku do sektora bankowego;
- b) wzrostu znaczenia alternatywnego systemu bankowego (*shadow banking*), w szczególności rozwój przedsiębiorstw sponsorowanych przez rząd<sup>21</sup>.

Fakt ten znalazł odzwierciedlenie w danych przedstawionych na rysunku 2, które wyraźnie wskazują, że w latach 1984–2013 struktura instytucjonalna amerykańskiego systemu finansowego uległa zmianie.

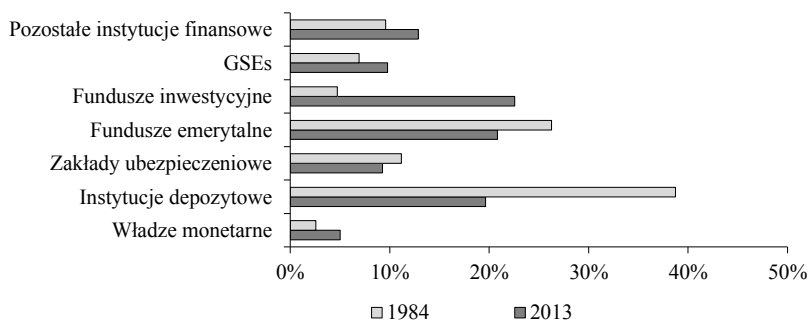
Na podstawie danych z rysunku 2 można sformułować kilka prawidłowości. Po pierwsze, w 1984 r. sektor bankowy był istotną częścią anglosaskiego modelu systemu bankowego, charakterystycznego dla gospodarki USA. Jego udział w aktywach całego systemu finansowego wynosił około 40% i przewyższał udziały innych sektorów. W latach 1984–2013 udział aktywów sektora bankowego w aktywach całego systemu finansowego zmniejszył się jednak o połowę, osiągając około 20% w 2013 r. Po drugie, w rozpatrywanym okresie odnotowano wzrost znaczenia funduszy inwestycyjnych oraz GSEs-ów. Udział aktywów funduszy inwestycyjnych w aktywach systemu finansowego zwiększył się o około 18 punktów procentowych, a udział GSEs-ów o około 4 punkty procentowe.

<sup>19</sup> O. Demchuk, T. Lyziak, A. Przystupa, A. Sznajderska, E. Wróbel, *op.cit.*, s. 14.

<sup>20</sup> *Banking Structures Report*, ECB 2013, November, s. 31.

<sup>21</sup> GSEs – *Government-sponsored enterprises* oraz *Agency-and GSE-backed mortgage pools*.

Rysunek 2. Struktura systemu finansowego w Stanach Zjednoczonych na koniec 1984 roku i 2013 roku, według wartości aktywów



Źródło: opracowanie własne na podstawie Federal Reserve Board (2014).

Tak wysoki udział alternatywnego systemu bankowego był pochodną działań podjętych w USA na początku lat 80. XX w., które przyczyniły się do większej liberalizacji amerykańskiego systemu finansowego<sup>22</sup>:

- deregulacja stóp procentowych, znosząca regulację Q – Fed utracił prawo do ustalania maksymalnych stóp oprocentowania depozytów w bankach;
- zniesienie restrykcji dotyczących kas oszczędnościowych – uchwalono ustawę o deregulacji instytucji finansowych i kontroli monetarnej, tym samym pozwolono kasom oszczędnościowym na podejmowanie operacji obciążonych większym ryzykiem.

Uchylono też przepisy dotyczące bankowości międzystanowej, ograniczające zakładanie nowych oddziałów, co poprawiło konkurencyjność w sektorze bankowym<sup>23</sup>.

Na ewolucję amerykańskiej bankowości szczególnie wpływ miały także innowacje finansowe, wprowadzone na początku lat 70. XX wieku<sup>24</sup>:

- powstanie funduszy lokacyjnych rynku pieniężnego,
- wzrost emisji obligacji śmieciowych,
- rozwój rynku papierów wartościowych przedsiębiorstw,
- rozwój na szeroką skalę sekurytyzacji.

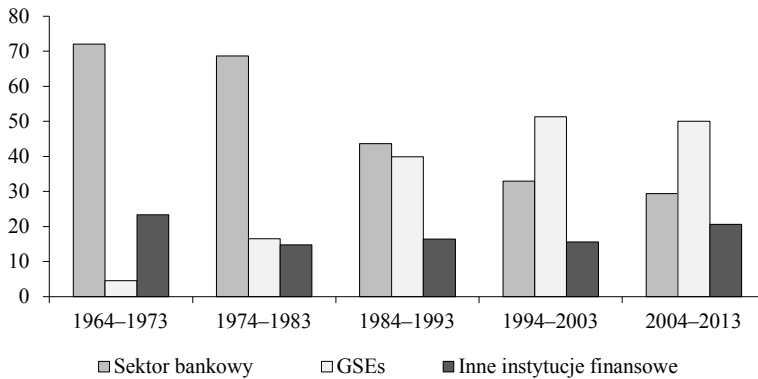
<sup>22</sup> A. Matysek-Jędrzych, *Współczesne przeobrażenia systemu finansowego i ich konsekwencje*, „Bank i Kredyt” 2008, nr 1, s. 38.

<sup>23</sup> F.S. Mishkin, *Ekonomika pieniądza, bankowości i rynków finansowych*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2002, s. 360.

<sup>24</sup> *Ibidem*.

Pod wpływem tych czynników, z jednej strony zmniejszyła się tradycyjna rola pośrednictwa finansowego odgrywana przez banki, z drugiej zaś strony zwiększyła się konkurencyjność w amerykańskim systemie finansowym, wzmacniając transmisję impulsów polityki pieniężnej poprzez kanał stopy procentowej. Zdaniem G.H. Sellona, wzrost asortymentu dostępnych instrumentów finansowych zwiększył wpływ polityki stóp procentowych na ceny aktywów finansowych poprzez proces dostosowań portfelowych<sup>25</sup>.

Rysunek 3. Źródła finansowania kredytów mieszkaniowych w USA w latach 1964–2013 (udziały w %)



Źródło: opracowanie własne na podstawie Federal Reserve Board (2014).

J. Boivin i in. uważają, że deregulacja systemu finansowego przede wszystkim zmniejszyła wpływ polityki pieniężnej na budownictwo mieszkaniowe poprzez kanały kredytowe<sup>26</sup>. Dane za okres 1964–1983 wyraźnie wskazują na dominujący udział sektora bankowego w udzielaniu kredytów hipotecznych. Jednak od początku lat 80. XX w. systematycznie rosło znaczenie GSEs jako źródła finansowania kredytów mieszkaniowych – w latach 1984–1993 instytucje te finansowały kredyty hipoteczne niemal w równej części z instytucjami depozytowymi. Z kolei w latach 1994–2013 GSEs zdominowały rynek kredytów hipotecznych (por. rys. 3).

<sup>25</sup> G.H. Sellon, *op.cit.*

<sup>26</sup> J. Boivin, M.T. Kiley, F.S. Mishkin, *op.cit.*, s. 23–24.

Warto również podkreślić za J. Boivinem i in., że to właśnie rozwój sekurytyzacji na rynku kredytów hipotecznych z jednej strony osłabił funkcjonowanie kanałów nieneoklasycznych w mechanizmie transmisji monetarnej, a z drugiej strony wzmocnił związek między rynkowymi stopami procentowymi a stopami oprocentowania kredytów hipotecznych<sup>27</sup>. J. McCarthy i R.W. Peach zwrócili uwagę, że od początku lat 80. XX w. polityka pieniężna Fed-u oddziałuje poprzez kanał cen aktywów na rynek mieszkaniowy, a nie za pośrednictwem ograniczenia podaży kredytów, jak to było przed 1980 r. Z przeprowadzonego przez nich badania wynika, że w latach 60. i 70. XX w. wydatki w sektorze budownictwa mieszkaniowego reagowały bardzo szybko na zaostrzenie polityki pieniężnej (przez organicznie akcje kredytowej), natomiast, oprocentowanie kredytów hipotecznych odpowiadało stopniowo. Mimo, że oprocentowanie kredytów reaguje z większym opóźnieniem na zmiany w polityce pieniężnej, to od początku lat 80 XX w. reakcja ta jest bardziej trwała<sup>28</sup>.

Na szczególną uwagę zasługuje fakt, iż w amerykańskiej literaturze ekonomicznej podkreśla się, że kanał kredytów bankowych ma w dużym stopniu historyczny charakter, ponieważ banki komercyjne w USA w coraz większym stopniu korzystają z alternatywnych sposobów pozyskiwania płynności finansowej. Tym samym polityka pieniężna Fed-u może nie mieć istotnego wpływu na kształtowanie się wielkości portfela kredytowego dużych instytucji depozytowych<sup>29</sup>.

## Podsumowanie

Reasumując, można stwierdzić, że w ciągu ostatnich 30 lat zmieniły się uwarunkowania ekonomiczne mechanizmu transmisji monetarnej Fed-u. Rozwój innowacyjnych instrumentów finansowych, zwiększenie otwartości handlowej oraz deregulacja amerykańskiego systemu finansowego wywarły największy wpływ na zmianę charakteru procesu transmisji impulsów polityki pieniężnej w USA.

---

<sup>27</sup> *Ibidem*, s. 24.

<sup>28</sup> J. McCarthy, R.W. Peach, *Monetary Policy Transmission to Residential Investment*, „Federal Reserve Bank of New York Economic Policy Review” 2002, Vol. 8, No. 1, s. 139–158.

<sup>29</sup> A.K. Kashyap, J.C. Stein, *The Impact of Monetary Policy on Bank Balance Sheets*, NBER Working Paper No. 4821, Cambridge 1994, s. 188.

Zachodzące od początku lat 80. XX w. procesy konsolidacyjne w amerykańskim sektorze bankowym, rozwój alternatywnego systemu bankowego czy brak dominującej pozycji sektora bankowego w roli podstawowego źródła finansowania zewnętrznego osłabiły wpływ polityki pieniężnej na gospodarkę USA przez kanały kredytowe. Z kolei rosnący poziom konkurencji w systemie finansowym zwiększył pole oddziaływania amerykańskiej polityki monetarnej na realną sferę gospodarki. Ze względu na przemiany zachodzące w anglosaskim modelu systemu finansowego oraz wysoki poziom kapitalizacji rynku akcji zarówno kanał majątkowy, jak i kanał stopy procentowej odgrywały ważną rolę w mechanizmie transmisji monetarnej Fed-u. Ponadto utrzymująca się na stabilnym poziomie w latach 1984–2013 stopa inwestycji oraz elastyczność cen i płac nie powinny oddziaływać na zmniejszenie znaczenia kanałów neoklasycznych w amerykańskim mechanizmie transmisji monetarnej.

Należy dodać, że wstępna analiza czynników strukturalnych charakterystycznych dla amerykańskiej gospodarki wymaga dalszych badań. Wnioskowanie na temat siły i trwałości oddziaływania poszczególnych kanałów transmisji, należy uzupełnić o bardziej szczegółowe badania empiryczne. Ponadto warto zauważyć, że w ostatnich pięciu latach ważny wpływ na ewolucję mechanizmu transmisji monetarnej Fed-u duży wpływ wywarły strukturalne zmiany w sposobie prowadzenia polityki pieniężnej w warunkach zerowych stóp procentowych. Zagadnienie to ze względu na swój specyficzny, szczegółowy charakter również pominięto w artykule.

## Literatura

- Bean C., Larsen J., Nikolov K., *Financial Frictions and the Monetary Transmission Mechanism: Theory, Evidence and Policy Implications*, ECB Working Paper 2002, No. 113.
- Boivin J., Kiley M.T., Mishkin F.S., *How Has the Monetary Transmission Mechanism Evolved Over Time?*, NBER Working Paper 2010, No. 15879.
- Cecchetti S.G., *Legal Structure, Financial Structure, and the Monetary Policy Transmission Mechanism*, Working Paper 1999, No. 7151, NBER.
- Demchuk O., Łyziak T., Przystupa J., Sznajderska A., Wróbel E., *Mechanizm transmisji polityki pieniężnej w Polsce. Co wiemy w 2011 roku?*, Raport NBP, Warszawa 2011.
- Banking Structures Report*, ECB 2013, November.

- Endut N., Morley J., Tien P., *The Changing Transmission Mechanism of U.S. Monetary Policy*, UNSW Business School Research Paper 2015, No. 3.
- Flow of Funds Accounts*, Federal Reserve Board 2014, December.
- Guiso L., Kashyap A. K., Panetta F., Terlizzese D., *Will a Common European Monetary Policy Have Asymmetric Effects*, „Economic Perspectives” 1999, Vol. 23, No. 4.
- Kapuściński M., Łyziak T., Przystupa J., Stanisławska E., Sznajderska A., Dzwonik-Wróbel E., *Mechanizm transmisji polityki pieniężnej w Polsce. Co wiemy w 2013 roku?*, Materiały i Studia nr 306, NBP, Warszawa 2014.
- Kashyap A.K., Stein J.C., *The Impact of Monetary Policy on Bank Balance Sheets*, NBER Working Paper No. 4821, Cambridge 1994.
- Kishan R.P., Opiela T.P., *Bank Size, Bank Capital and the Bank Lending Channel*, „Journal of Money, Credit and Banking” 2000.
- Kokoszcyński R., Łyziak T., Wróbel E., *Czynniki strukturalne we współczesnych teoriach mechanizmów transmisji polityki pieniężnej*, „Bank i Kredyt” 2002, nr 11–12.
- Matysek-Jędrych A., *Współczesne przeobrażenia systemu finansowego i ich konsekwencje*, „Bank i Kredyt” 2008, nr 1.
- McCarthy J., Peach R.W., *Monetary Policy Transmission to Residential Investment*, „Federal Reserve Bank of New York Economic Policy Review” 2002, Vol. 8, No. 1.
- Mishkin F.S., *Ekonomika pieniądza, bankowości i rynków finansowych*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2002.
- Sellon G.H., *The Changing U.S. Financial System: Some Implications for the Monetary Transmission Mechanism*, Federal Reserve Bank of Kansas City 2002.
- Stock J.H., Watson M.W., *Has the Business Cycle Changed and Why?*, w: *NBER Macroeconomics Annual*, red. M. Gertler, K. Rogoff, MIT Press, Cambridge 2002.

## STRUCTURAL CONDITIONS OF MONETARY TRANSMISSION MECHANISM IN THE UNITED STATES IN THE YEARS 1984–2013

### Abstract

Purpose – the review and identification of the underlying structural factors that have contributed to the changes in the transmission mechanism of U.S. monetary policy in the years 1984–2013.

Methodology – multi-dimensional qualitative analysis of the structural factors characteristic for the economy of the United.

Findings – the Federal Reserve System’s monetary transmission mechanism . In particular, the development of innovative financial instruments, increasing trade openness and deregulation of the U.S. financial system have influenced on the change in the nature of the process of monetary policy transmission in the United States.

Originality – the monetary transmission mechanism is not completely understood by economists. In the Polish literature of the subject there is a lack of researches devoted to the analysis of the transmission mechanism of U.S. monetary policy.

*Translated by Dominika Brózda*

**Keywords:** monetary policy, structural conditions, monetary transmission mechanism

**JEL codes:** E52, E58