

1 Wprowadzenie do analizy

Chciałbym powiedzieć Miltonowi [Friedmanowi] i Annie [Schwartz]. Odnośnie do Wielkiego Kryzysu, macie rację, doprowadziliśmy do niego [tzn. bankierzy centralni]. Jest nam bardzo przykro. Ale dzięki Wam, nigdy nie zrobimy tego znowu.

Bernanke [2002a, s. 9]¹

Rewolucja jest niemożliwa bez rewolucyjnej sytuacji.

Lenin [1915]²

I jakkolwiek wiem, że myśli uczonego są niezależne od sądu ogółu – ponieważ dążeniem uczonego, o ile tylko ludzkiemu rozumowi pozwala na to Bóg, jest szukanie we wszystkim prawdy – mimo to jestem zdania, że poglądów zgoła różnych od uznanej prawości należy się wystrzegać.

Kopernik [1976, s. 3]

Analiza, przeprowadzona przez MFW [2009], kształtowania się, po poprzednich międzynarodowych kryzysach finansowych, średniej z relacji produktu obserwowanego do produktu wynikającego z trendu otrzymanego na podstawie danych sprzed kryzysu wskazuje, że choć poziom produktu po kryzysie nie powraca do trendu, to po mniej więcej trzech latach od jego wybuchu luka między produktem obserwowanym a trendem przestaje się pogłębiać³. Innymi słowy, gospodarki po

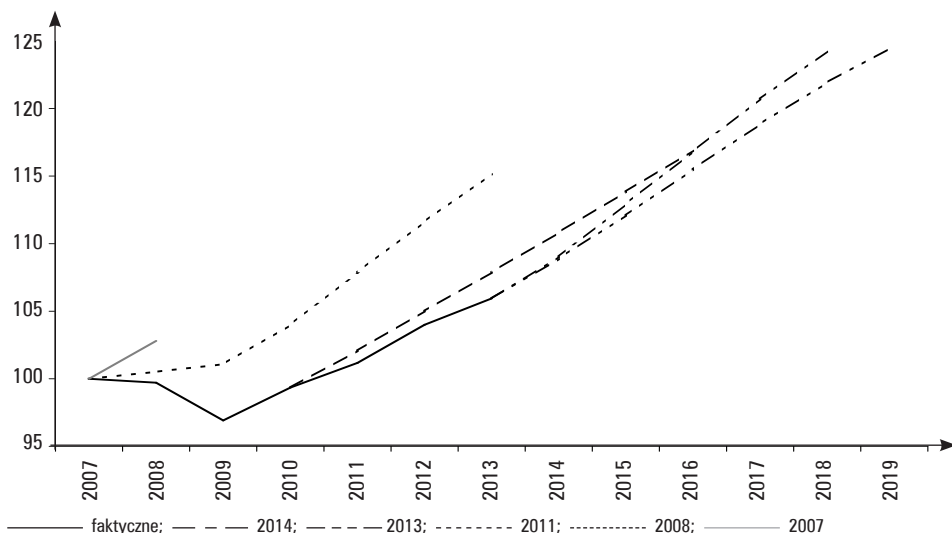
¹ Tłumaczenie własne (tak samo jak w przypadku wszystkich innych zamieszczonych w tej książce cytatów z pozycji w języku angielskim).

² Cytat przytaczam za Hardingiem [2012, s. 7].

³ Wnioski te są jednak wrażliwe na zmiany zarówno próby, jak i metody badawczej. Podobne jakościowo wyniki otrzymali wcześniej m.in. Cerra i Saxena [2008]. Mniej pesymistyczne wyniki uzyskali natomiast Cecchetti, Kohler i Upper [2009]. W około połowie analizowanych przez nich przypadków tempo wzrostu po kryzysie stawało się wyższe niż przed kryzysem. Pokazują oni jednak, że w tych krajach, w których po kryzysie przyspiesza tempo wzrostu gospodarki, wpływają przeciętnie 22 kwartały, zanim szybszy wzrost skompensuje spadek poziomu produktu (przy czym ta liczba nie uwzględnia trzech kryzysów, w których ta kompensata zabrałaby najwięcej czasu).

krzysie, przeciętnie rzecz biorąc, nie odrabiały wywołanych nim strat w poziomie produktu, ale po około trzech latach udawało się im powrócić do tempa wzrostu sprzed kryzysu.

Mimo upływu pięciu lat od ostrej fazy globalnego kryzysu finansowego, tempo wzrostu produktu w głównych gospodarkach, tj. w Stanach Zjednoczonych i w strefie euro nie powróciło do wartości sprzed jego wybuchu. Ożywienie okazało się tam dużo słabsze od przewidywań. W Stanach Zjednoczonych dynamika PKB przewyższyła prognozy jedynie w 2009 roku, a w strefie euro – ze względu na większy pesymizm prognozujących – w latach 2009–2010. Prognozy zawodziły, choć oczekiwany moment poprawy był przesuwany, a jej przewidywana skala – ograniczana (zob. rys. 1.1 i 1.2).



Rysunek 1.1. Zestawienie prognoz Międzynarodowego Funduszu Walutowego z lat 2007–2014 oraz realizacji dynamiki PKB dla Stanów Zjednoczonych w latach 2007–2013*

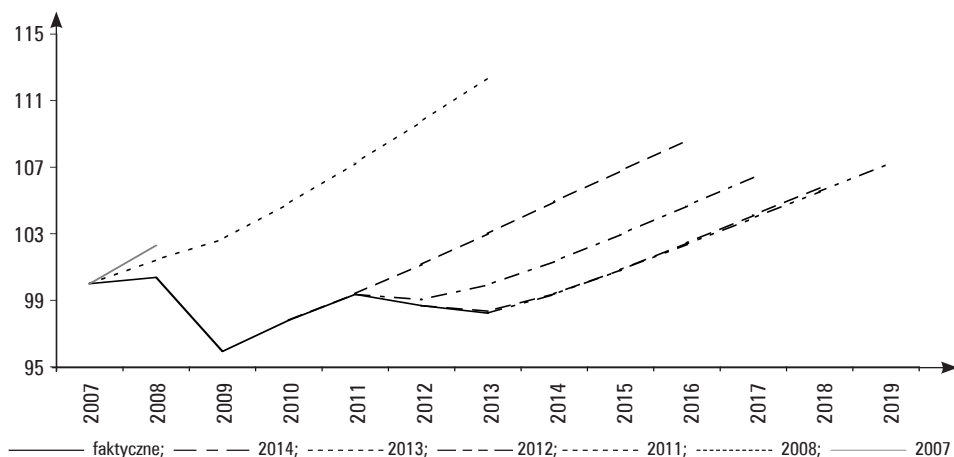
* Prognozy z lat 2009, 2010 i 2012 również wskazywały na szybszy skumulowany wzrost PKB od faktycznie odnotowanego. Nie zostały uwzględnione na wykresie, ponieważ przecinałyby się z innymi liniami, czyniąc wykres mniej czytelnym.

Źródło: bazy IMF WEO z kwietnia 2007, 2008, 2011, 2013 i 2014.

Powrót do tempa wzrostu sprzed kryzysu był utrudniony przez znacznie szerszy niż w większości poprzednich przypadków zasięg kryzysu. Historia gospodarcza zna bardzo niewiele rzeczywiście globalnych kryzysów⁴. Rok 2009 był pierwszym po drugiej wojnie światowej, w którym światowa gospodarka się skurczyła (zob.

⁴ Trzeba doprecyzować, że wyróżnikiem ostatniego kryzysu była nie tyle liczba gospodarek, w których wybuchł, ile odsetek globalnego PKB wytwarzanego przez te gospodarki (zob. [Bordo, 2014]).

rys. 1.3). Ale nie tylko zasięg geograficzny ostatniego kryzysu był wyjątkowy. Stosunkowo rzadko kryzysy obejmowały tyle różnych rodzajów rynków, ile ostatnio. Na przykład w Stanach Zjednoczonych, największej gospodarce na świecie, ostatni kryzys był obok Wielkiego Kryzysu z lat trzydziestych XX wieku jedynym, w którym wystąpiły łącznie poważny spadek PKB, kryzys bankowy, krach na rynku akcji i załamanie się cen nieruchomości [Bordo, Haubrich, 2012]⁵. Dwoma innymi czynnikami mogącymi opóźnić powrót do tempa wzrostu sprzed kryzysu były duża wyjściowa nierównowaga zewnętrzna w Stanach Zjednoczonych, od których zaczął się kryzys i które mają silny wpływ na stan gospodarki światowej, oraz wysoki deficyt fiskalny w tym kraju. Z analizy przeprowadzonej przez MFW [2009] wynika, że dynamika produktu w krajach dotkniętych kryzysem była przywracana do poziomów sprzed kryzysu zwłaszcza przez poprawę eksportu netto. W skali świata, a ostatni kryzys dotknął cały świat, poprawa eksportu netto jest niemożliwa. Może ona różnicować tempo powrotu do wzrostu sprzed kryzysu między krajami, ale nie może go przyspieszyć. Z badania tego wynika ponadto, że w krajach, które przed kryzysem miały duży deficyt na rachunku obrotów bieżących, poziom produktu po kryzysie stale się obniżał w stosunku do trendu. Drugą grupę, w której tempo wzrostu po kryzysie nie powracało do wartości sprzed kryzysu, tworzyły kraje, które przed kryzysem miały duży deficyt w finansach publicznych.

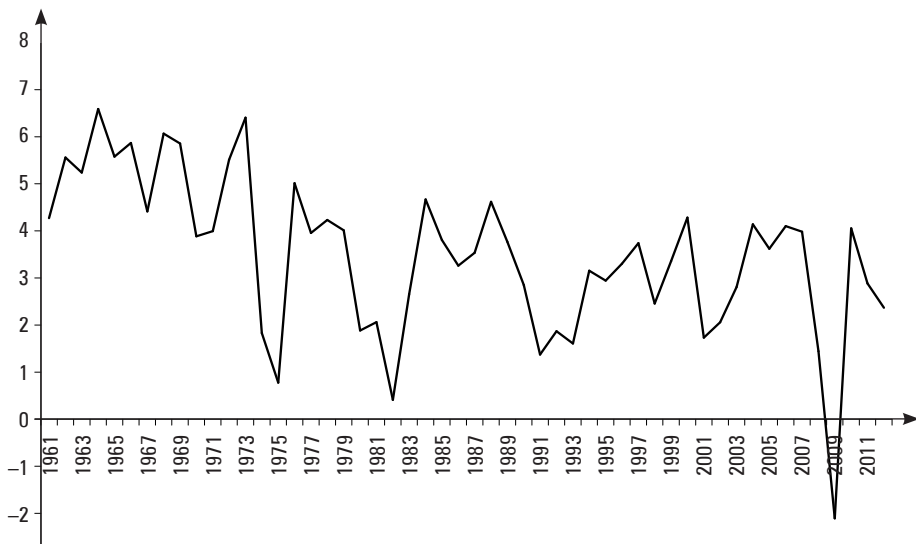


Rysunek 1.2. Zestawienie prognoz Międzynarodowego Funduszu Walutowego z lat 2007–2014 oraz realizacji dynamiki PKB dla strefy euro w latach 2007–2013*

* Prognozy z lat 2009 i 2010 również wskazywały na szybszy skumulowany wzrost PKB od faktycznie odnotowanego. Nie zostały uwzględnione na wykresie, ponieważ przecinałyby się z innymi liniami, czyniąc wykres mniej czytelnym.

Źródło: bazy IMF WEO z kwietnia 2007, 2008, 2011, 2012, 2013 i 2014.

⁵ Podobny charakter mogły mieć również recesje z: 1891, 1908 i 1975 roku. Ale w ich wypadku ocena sytuacji na rynku mieszkaniowym wypada niejednoznacznie [Bordo, Haubrich, 2012].



Rysunek 1.3. Tempo wzrostu globalnego PKB (w %)

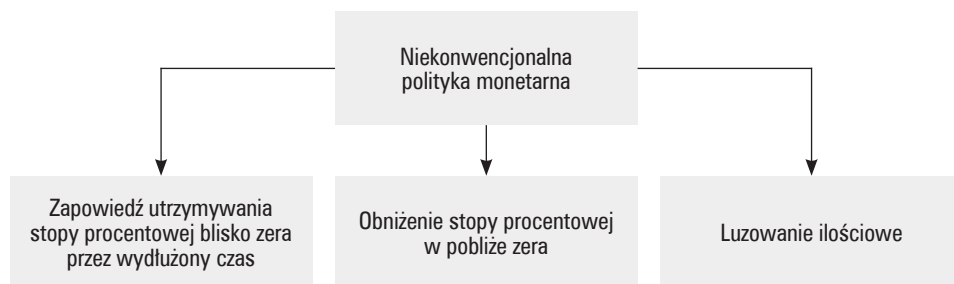
Źródło: baza danych EcoWin Reuters.

Słabość ożywienia w gospodarce światowej po globalnym kryzysie próbuje się wyjaśniać na wiele sposobów (zob. np. [Bordo, Haubrich, 2012; Claessens i in., 2013b; Gali, Smets, Wouters, 2012; Guerrieri, Lorenzoni, 2011; Hall, 2011; Meltzer, 2013a; Schmitt-Grohé, Uribe, 2012; Stock, Watson, 2012; Summers, 2013a; Taylor, 2011]). W tej książce wykazują, że przynajmniej w części może za nią odpowiadać reakcja na kryzys głównych banków centralnych: amerykańskiego Fed-u i Europejskiego Banku Centralnego⁶ (EBC). Pośredniego wsparcia dla twierdzenia o występowaniu takiego związku dostarczają wyniki badań empirycznych nad uporczywością negatywnych następstw kryzysów finansowych. Laeven i Valencia [2013] dokumentują, że w krajach wysoko rozwiniętych, agresywnie luzujących politykę makroekonomiczną w reakcji na kryzysy, trwały one przeciętnie dwa razy dłużej niż w gospodarkach wschodzących, które zwykle nie miały przestrzeni do ekspansji fiskalnej ani zakotwiczonych oczekiwań inflacyjnych, co z kolei zawężyło pole ma-

⁶ Rozszerzenie grupy banków centralnych uważanych za główne o Bank Japonii i Bank Anglii nie zmienia tego wniosku. W Japonii i w Wielkiej Brytanii reakcja banków centralnych na wybuch tego kryzysu była jakościowo podobna do reakcji Fed-u i EBC, a późniejsze ożywienie – jeszcze słabsze niż w Stanach Zjednoczonych i strefie euro. Szczególnie rozczarowujące wyniki gospodarcze miała Wielka Brytania (wśród krajów G7 gorsze miały jedynie Włochy). Po raz trzeci od końca XIX wieku i pierwszy w okresie nienastępującym po wojnach produktywność w sektorze prywatnym spadała przez pięć lat [Wolf, 2013].

newru w polityce pieniężnej. Warto zwrócić uwagę, że ożywienie po globalnym kryzysie okazało się słabe wyłącznie w krajach wysoko rozwiniętych; wyjście gospodarek wschodzących z recesji po wybuchu kryzysu miało podobną dynamikę do obserwowanych po wcześniejszych recesjach. W książce argumentuję, że polityka pieniężna prowadzona przez główne banki centralne przyczyniała się też do innych zaskakujących na tle przeszłości zjawisk: niskiego odsetka bankructw w największych gospodarkach (zob. np. [Deutsche Bank, 2013]) i liczby podmiotów rozpoczynających działalność (nawet wtedy, gdy zyski netto przedsiębiorstw osiągnęły najwyższy poziom w relacji do PKB; zob. np. [Lahart, 2013b]), bardzo niskiej rotacji zatrudnienia (zob. np. [Lazear, Spletzer, 2012]), dużej uporczywości niepewności gospodarczej (zob. np. [Haddow i in., 2013]) przy bardzo niskiej zmienności wskaźników makroekonomicznych (zob. np. [Goldman Sachs, 2013b]), niskiej dynamiki podaży pieniądza pomimo dramatycznego wzrostu bazy monetarnej (zob. np. [Bordo, 2014]) oraz niemającego precedensu w czasach pokoju przyrostu długu publicznego (zob. np. [Reinhart, Rogoff, 2009a]), który osiągnął poziomy nie do utrzymania przy normalnym poziomie stopy procentowej. Każde z tych zjawisk osłabiało ożywienie.

Główne banki centralne zareagowały na kryzys, podejmując niekonwencjonalne działania. Obejmowały one: (i) sprowadzenie stóp procentowych do poziomu bliskiego zera; (ii) zapowiedź utrzymania stóp procentowych blisko zera przez wydłużony czas; (iii) ilościowe luzowanie polityki pieniężnej na szeroką skalę. Rezultatem pierwszego działania był najdłuższy od lat siedemdziesiątych XX wieku okres realnie ujemnych stóp procentowych w tych gospodarkach, drugiego – oczekiwania, że ten stan będzie się utrzymywał w nadchodzących latach, a trzeciego – mniej więcej trzykrotny wzrost sum bilansowych banków centralnych, tj. o około 20% PKB [BIS, 2013].



Rysunek 1.4. Niekonwencjonalne działania w polityce pieniężnej

Źródło: opracowanie własne.

Przedmiotem krytycznej analizy w tej książce są głównie dwa pierwsze elementy tego zestawu. Trzecim elementem zajmuję się w mniejszym stopniu. Poświęcam mu jeden, ale za to najobszerniejszy rozdział oraz istotną część podsumowania książki.

Warto nadmienić, że kształt polityki pieniężnej po wybuchu globalnego kryzysu finansowego można traktować jako rozszerzenie na czasy kryzysowe niekonwencjonalnego sposobu jej prowadzenia już przed kryzysem. Charakteryzował się on brakiem symetrii przy podwyższaniu i obniżaniu stóp procentowych. Brak ten był pochodną przekonania, że bank centralny nie potrafi identyfikować baniek na rynku aktywów, a jednocześnie ma zdolność do zapobiegania negatywnym następstwom ich pęknięcia (odnoszę się do tego poglądu w trzecim podrozdziale).

Zająłem się problemem kosztów stopy procentowej bliskiej zera po kryzysie finansowym z trzech powodów. Jest to problem aktualny, ważny i słabo zbadany. Jego waga wynika, po pierwsze, z tego, że odnosi się on do działań podjętych przez główne banki centralne na świecie. Gospodarki, które usiłuje się stabilizować, używając tych działań, wytwarzają prawie połowę globalnego PKB. Poza tym banki te wywierają istotny wpływ na politykę pieniężną w innych krajach. Po drugie, problem ten dotyczy potencjalnej reakcji banków centralnych na sytuację, która choć nadzwyczajna, wcale nie jest rzadka. Mniej niż co trzeci kraj nie miał poważnego kryzysu bankowego w poprzednich czterech dekadach. Pozostałe gospodarki miały co najmniej jeden taki kryzys [Calomiris, 2013]⁷. Ocena działań podjętych przez główne banki centralne w odpowiedzi na globalny kryzys jest warunkiem uniknięcia powtórzenia ich ewentualnych błędów. Od razu zaznaczę, że gdyby opisane przeze mnie zależności okazały się odpowiednio silne, to banki centralne powinny reagować na kryzys inaczej niż miało (i ma) to miejsce. Tymczasem istnieje poważne ryzyko, że niekonwencjonalne działania w polityce pieniężnej staną się konwencjonalną odpowiedzią na powtarzające się kryzysy. Po pierwsze, pozwalają one na odkładanie zmian w innych obszarach polityki gospodarczej. Rządzący mogą więc dzięki nim unikać ryzyka politycznego, które wywołuje każda taka zmiana. Jednocześnie globalny kryzys nauczył ich, że nawet w pełni niezależny bank centralny da się wepchnąć w obszary ich odpowiedzialności, jeżeli tylko nie będą oni gotowi do wzięcia jej na siebie. Po drugie, można wskazać mechanizmy, i robię to w tej książce, które prowadzą do normalizacji sytuacji makroekonomicznej pomimo niekonwencjonalnych działań w polityce pieniężnej. Identyfikacja rzeczywistych źródeł tej normalizacji zawsze jest jednak trudna i nigdy jednoznaczna. Z chwilą kiedy do niej dojdzie, uwiarygodni ona przedstawianie niekonwencjonalnych działań jako sposobu na uniknięcie załamania łącznego popytu bez istotnych skutków ubocznych. Niedostatek badań nad skutkami stopy

⁷ Kryzysy finansowe były jeszcze częstsze – kryzys bankowy nie jest ich jedynym rodzajem. Stanowi natomiast nieodłączny element tych spośród nich, których następstwa są przedmiotem analizy w niniejszej książce (zob. podrozdział 1.1).

procentowej bliskiej zera po kryzysie finansowym odzwierciedla z kolei skąpość materiału empirycznego. Przed globalnym kryzysem finansowym właściwie tylko dwa razy stopa procentowa pozostawała przez długi czas po wybuchu kryzysu blisko zera: po Wielkim Kryzysie z lat trzydziestych XX wieku, w szczególności w Stanach Zjednoczonych, oraz w Japonii po pęknięciu bańki spekulacyjnej na początku lat dziewięćdziesiątych XX wieku (zob. [Homer, Sylla, 2005]). Skąpy materiał empiryczny uniemożliwia wyciągnięcie twardych wniosków odnośnie do jej skutków. Z konieczności muszą mieć one spekulacyjny charakter, co nie zachęca do badań.

Dalsza część tego rozdziału składa się z siedmiu podrozdziałów. W pierwszym podrozdziale (oznaczonym jako 1.1) definiuję podstawowe pojęcia używane w książce. W drugim podrozdziale (1.2) wyjaśniam przyjęty sposób analizy. W trzecim podrozdziale (1.3) przedstawiam najczęściej przywoływany w literaturze argument przeciwko obniżaniu stopy procentowej w pobliże zera. W czwartym podrozdziale (1.4) opisuję wpływ utrzymywania stopy procentowej blisko zera po kryzysie finansowym na wzrost gospodarki. Analiza przeprowadzona w tej książce wskazuje, że jest on negatywny. Uważam go za najważniejszy argument przeciwko utrzymywaniu stopy procentowej blisko zera. Podrozdział ten streszcza poszczególne rozdziały. W piątym podrozdziale (1.5) wskazuję nurty w tradycji ekonomii, do których nawiązuje książka. W podrozdziale szóstym (1.6) odwołuję się do wcześniejszych badań nad kosztami stopy procentowej bliskiej zera po wybuchu kryzysu finansowego oraz do najważniejszych prac, z których korzystałem we własnej analizie. W podrozdziale siódmym (1.7) formułuję główne wnioski, do których ona prowadzi.

1.1. Podstawowe pojęcia

Stopa procentowa oznacza główną stopę procentową banku centralnego. Stopę procentową bliską zera definiuję jako stopę na poziomie 2% lub mniej. Taka granica jest oczywiście arbitralna. Przyjąłem ją, gdyż do czasu ostatniego kryzysu finansowego był to najniższy poziom stopy w Wielkiej Brytanii, dla której jest dostępny szereg czasowy obejmujący kilkaset lat [Bullard, 2010]. W przypadku Holandii, innego kraju, dla którego są dostępne dane na temat stopy procentowej z kilkuset lat, spadek poniżej takiej granicy był incydentalny i poza okresem Wielkiego Kryzysu krótkotrwały. Warto dodać, że choć po wybuchu Wielkiego Kryzysu stopa procentowa w Holandii utrzymywała się poniżej 2% aż do lat pięćdziesiątych XX wieku, to długoterminowe stopy procentowe przekraczały 3% [De Nederlandsche Bank, 2013]. Taki ich poziom sugeruje, że podmioty gospodarujące nie oczekiwały uporczywego utrzymywania stopy procentowej poniżej 2%⁸. Na przy-

⁸ Warto nadmienić, że granica 2–2,5% dla stopy procentowej pojawia się także u Keynesa [1936 (1985, s. 244)], choć odnosił on ją do długoterminowej stopy procentowej.

jęcie 2% jako granicy między stopą procentową bliską zera a stopą procentową wyraźnie wyższą od zera pozwala to, że praktycznie wszystkie mechanizmy negatywnego wpływu stopy procentowej bliskiej zera na wzrost gospodarki po kryzysie zaczynają działać, zanim rzeczywiście spadnie ona w pobliże zera. Do ich uruchomienia wystarczy, że zostanie ona zredukowana do poziomu, który podmioty gospodujące ocenią jako nadzwyczajnie niski. Za taki mogą uznać każdy poziom stopy, który odbiega od ich doświadczenia. Normalny poziom stopy procentowej jest rozumiany jako poziom stóp często obserwowany przed globalnym kryzysem finansowym.

Ilościowe luzowanie polityki pieniężnej definiuję szeroko. Obejmuje ono wszelkie formy dostarczania przez bank centralny płynności do sektora finansowego, mające inny cel niż utrzymanie stopy procentowej na określonym poziomie⁹. Podobnie ilościowe luzowanie jest rozumiane np. przez Bank Japonii. Tym terminem (uzupełnionym o określenie „kompleksowy”) nazwał on program uruchomiony w październiku 2010 roku, w którym zawarł praktycznie wszystkie rodzaje niekonwencjonalnego zwiększania płynności przez banki centralne po wybuchu globalnego kryzysu finansowego. Niektórzy ekonomiści rezerwują ten termin dla zwiększenia sumy bilansowej banku centralnego przy zachowaniu struktury tego bilansu (zob. np. [Bernanke, Reinhart, 2004] oraz [Bernanke, Reinhart, Sack, 2004]) lub zmianie wyłącznie jego pasywnej strony (zob. np. [Shiratsuka, 2009]). Zmianę struktury bilansu lub zwiększanie sumy bilansowej koncentrujące się na aktywnej stronie bilansu nazywają oni kredytowym luzowaniem (zob. np. [Bernanke, 2009; Shiratsuka, 2009]). Nie stosuję takiego rozróżnienia, gdyż ani nie jest ono ogólnie przyjęte, ani nie miałyby istotnego znaczenia dla przedstawionych przeze mnie wniosków.

Przez stymulację fiskalną rozumiem działania rządu w sferze finansów publicznych mające na celu zwiększenie łącznego popytu, w których wyniku pogarsza się saldo fiskalne. Zastępczo używam też terminu „ekspansja fiskalna”. Poluzowanie fiskalne traktuję jako szersze pojęcie obejmujące zarówno programy stymulacji fiskalnej, jak i działanie automatycznych stabilizatorów w warunkach niskiej aktywności gospodarczej.

Kryzys finansowy jest definiowany jako wstrząs poważnie naruszający bilanse w gospodarce, w tym w szczególności bilanse banków. Jako globalny określam kryzys finansowy, który uderzył w gospodarkę światową, a zwłaszcza w gospodarki wysoko rozwinięte, w latach 2007–2009.

Za płynne uważam te aktywa, których cena nie zmienia się pod wpływem decyzji pojedynczego podmiotu o ich kupnie lub sprzedaży. Aktywa uznają za po-

⁹ Sposób pojmowania przeze mnie ilościowego luzowania jest zbliżony do definicji niestandardowych działań w polityce pieniężnej, przyjętej np. przez Levina i innych [2010]. Za działania takie uznają oni wszelkie operacje banku centralnego, których przedmiotem są inne aktywa niż bony skarbowe (lub pieniężne).

zbawione ryzyka, jeśli ich cena jest stała. Takie rozumienie płynności i ryzyka przyjmuję za Modiglianem [1944].

Analiza w książce jest prowadzona wokół dwóch głównych zjawisk: restrukturyzacji i niepewności. Znaczenie obu tych zjawisk rośnie po kryzysie finansowym. Pierwsze jest warunkiem powrotu gospodarki na ścieżkę wzrostu. Drugie osiąga dramatyczne rozmiary pod wpływem kryzysu i wpływa na natężenie pierwszego. Jednocześnie też zależy od natężenia restrukturyzacji.

Restrukturyzacja jest pojmowana jako przepływ czynników wytwórczych do bardziej produktywnych zastosowań. Zasadnicze znaczenie dla jej natężenia ma stopa wejść, czyli intensywność rozpoczynania działalności gospodarczej lub – ogólniej – podejmowania nowych projektów, wykraczających poza rutynę dotychczasowych działań. Może ono zależeć również od stopy wyjść. Zależność ta jest jednak wyłącznie pośrednia. Jeżeli występuje, to na skutek wpływu na stopę wejść. Wpływ ten wynika z oddziaływania, z jednej strony, na dostępność i koszt wynajmu czynników wytwórczych, a z drugiej strony, na oczekiwane przychody z wejścia i – szerzej – ich rozkład. Sposób rozumienia restrukturyzacji został zaczerpnięty od Caballero [2007]. Tam też można znaleźć modele użyteczne w analizie tego zjawiska: jego przyczyn, natężenia i skutków.

Koncentracja na restrukturyzacji po kryzysie kieruje uwagę na dwie grupy podmiotów: nadmiernie zadłużonych oraz złych dłużników. Pierwsza grupa składa się z podmiotów, których długi przekraczają wartość aktywów. Druga grupa obejmuje te z nadmiernie zadłużonych podmiotów, które przy normalnym poziomie stopy procentowej nie byłyby w stanie obsługiwać swoich zobowiązań¹⁰.

Niepewność jest rozumiana jako sytuacja, w której podmioty gospodarujące, dokonując określonego wyboru, mogą, w zależności od okoliczności, osiągnąć bardzo różne wyniki, przy czym nie są w stanie przypisać tym okolicznościom obiektywnych prawdopodobieństw. Do określenia prawdopodobieństw nie mogą się posłużyć ani wiedzą *a priori* z zakresu matematyki, ani obserwacją rzeczywistości. Prawdopodobieństwa są odzwierciedleniem przekonań poszczególnych podmiotów. Subiektywny charakter tych prawdopodobieństw uniemożliwia albo przynajmniej znacząco utrudnia ubezpieczenie się przed realizacją negatywnych scenariuszy. Takie rozumienie niepewności jest zbliżone do sposobu jej zdefiniowania przez Knighta [1921]. Wyczerpujący przegląd koncepcji niepewności można znaleźć np. w [Machina, 1987]. Nowsze teorie zostały opisane m.in. w [Gilboa (red.), 2004].

¹⁰ Podtrzymywanie kredytowania takich podmiotów jest określane w literaturze angielskimi terminami „*evergreening*”, „*forbearance lending*”, „*unnatural selection*” lub „*zombie lending*” [Peek, Rosengren, 2005].

1.2. Podejście do analizy

W analizie posiłkuję się nowym keynesowskim schematem analitycznym, standardowo wykorzystywanym przez banki centralne. Jest on modelem równowagi ogólnej, w którym zależności między wielkościami makroekonomicznymi są wyprowadzane z maksymalizacji, odpowiednio, użyteczności przez gospodarstwa domowe i zysków przez przedsiębiorstwa. Taka jego natura pozwala na analizowanie sytuacji, w wypadku których nie ma zbyt wielu obserwacji empirycznych. Należy do nich obniżenie i utrzymywanie stopy procentowej blisko zera [del Negro, 2011]. Trzeba jednak zastrzec, że strukturalny charakter nowego keynesowskiego schematu analitycznego jest podawany w wątpliwość. Na przykład Chari, Kehoe i McGrattan [2009] zwracają uwagę, że każdy z najważniejszych wstrząsów wytrącających w schemacie gospodarkę z długookresowej równowagi może być interpretowany na bardzo różne sposoby, prowadzące do przeciwstawnych wniosków co do pożądanego kształtu polityki gospodarczej¹¹.

Wątpliwości co do adekwatności schematu budzi to, że nie pomógł przewidywać spadku produktu w 2009 roku¹². Głównym problemem prognoz z tego okresu był przy tym nie tyle ich błąd, ile jego skala, której w świetle analizy czynników ryzyka praktycznie nigdy nie powinien osiągnąć (zob. np. [Caballero, 2010a; del Negro, 2011; Sims, 2012])¹³. Wieland i Wolters [2011] wykazują ponadto, że schemat ten

¹¹ Pokazują oni ponadto, że wariancja tych wstrząsów, potrzebna do tego, aby model poprawnie odwzorowywał kształtowanie się podstawowych wielkości makroekonomicznych, jest wielokrotnie większa od zmienności zjawisk, które wstrząsą te mają przybliżać.

¹² Globalny kryzys finansowy i jego skutki były dla większości osób odpowiedzialnych za prowadzenie polityki makroekonomicznej i jej analityków zaskoczeniem. White [2012] cytuje wystąpienia Bernanke (Przewodniczącego Rady Gubernatorów Systemu Rezerwy Federalnej Stanów Zjednoczonych) z maja 2007 roku i Paulsona (Sekretarza Skarbu) z marca 2008 roku. Pierwszy z nich stwierdza, że nie spodziewa się znaczącego wpływu zaburzeń na rynku kredytów *subprime* na gospodarkę lub system finansowy. Drugi z kolei ocenia, że banki inwestycyjne w Stanach Zjednoczonych i banki w ogóle są silne i pozostaną silne przez wiele lat. Greenspan [2013, s. 8] przywołuje oceny MFW z wiosny 2007 roku, wedle których „globalne ryzyko gospodarcze zmalało od (...) września 2006 roku (...) Gospodarka Stanów Zjednoczonych utrzymuje się w dobrej kondycji (...) sygnały z innych miejsc są bardzo pomyślne” [MFW, 2007, s. xii]. White z kolei zwraca uwagę na błąd prognozy MFW z wiosny 2008 roku wzrostu gospodarczego w krajach wysoko rozwiniętych w 2009 roku, który sięgnął niemal 8 pkt proc. Wedle tej prognozy dynamika PKB miała się zwiększyć z 1,3% w 2008 roku do 3,8% w 2009 roku. W rzeczywistości wyniosła 0,1% w 2008 roku i minus 3,7% w 2009 roku.

¹³ Warto do tego dodać, że jak wynika z analizy przeprowadzonej przez Baranowskiego i Szafranśkiego [2012], ilościowe wnioski z nowego keynesowskiego schematu analitycznego odnośnie do oddziaływania polityki pieniężnej na łączny popyt i inflację są bardzo wrażliwe na zastosowaną metodę estymacji parametrów modelu. Na przykładzie modelu polskiej gospodarki, uwzględniającego jedynie podstawowe zależności tego schematu, autorzy ci w szczególności pokazują, że ścieżka odpowiedzi na impuls stopy procentowej otrzymana na podstawie punktowych ocen parametrów z uogólnionej metody momentów (GMM) może nie zawierać się nawet w 80-procentowych przedziałach ufności z parametryzacji bayesowskiej.

nie pomógłby przewidzieć również żadnej z wcześniejszych czterech recesji w Stanach Zjednoczonych, tj. z lat 1980, 1980–1981, 1990–1991 oraz 2001¹⁴. Nie istnieje jednak żaden schemat analityczny, który pozwalałby trafnie prognozować recesje. Wieland i Wolters [2011] pokazują, że na tym polu zawiódł też astrukturalny BVAR oraz prognozy eksperckie, które, poza recesją z lat 2008–2009, musiały bazować na innych modelach niż nowy keynesowski schemat analityczny. Schemat ten, gdyby był wcześniej znany, osiągnąłby przewagę nad ocenami ekspertów zwłaszcza w horyzoncie 3–4 kwartałów¹⁵ oraz w okresach ożywienia.

Okresy wychodzenia z recesji stanowią przedmiot zainteresowania tej książki. Ale przede wszystkim schemat ten jest w niej traktowany jedynie jako punkt wyjścia do analizy. Celem jego użycia jest nadanie analizie struktury odpowiadającej sposobowi myślenia o procesach gospodarczych w bankach centralnych. Takie załączenie celu jego wykorzystania jest podyktowane tym, że jego standardowa postać nie pozwala na dostrzeżenie podstawowych kosztów utrzymywania stopy procentowej blisko zera po kryzysie finansowym. Koszty te, co wykazuję w książce, są pochodną jej skutków dla natężenia restrukturyzacji i uporczywości podwyższonej niepewności. Tymczasem żadne z tych zjawisk nie jest uwzględniane w tym schemacie.

Wzrost produktywności czynników wytwórczych, który się wiąże z restrukturyzacją, jest w nim wynikiem egzogenicznego postępu technicznego oraz wygasających zaburzeń. Oczekiwane tempo wzrostu jest stałe. Nie zależy od działań podmiotów gospodarujących ani ich zaniechań. Nie zależy również od polityki gospodarczej. W konsekwencji nie oddziałuje na nie także polityka makroekonomiczna, w tym polityka pieniężna. Pozostaje ono poza jej wpływem nawet w wypadku nadania jej parametrom skrajnych wartości, w tym w szczególności obniżenia i utrzymywania stopy procentowej blisko zera.

Niepewność ma w tym schemacie zupełnie inną naturę niż ta, z którą muszą się zmierzyć podmioty po kryzysie. Jest ona w nim zbliżona do koncepcji ryzyka w sensie Knighta¹⁶. Gospodarkę w schemacie wytrącają ze stanu ustalonego co prawda wstrząsy – z natury nieprzewidywalne. Ale zakłada się, że podmioty znają rozkłady losowe poszczególnych wstrząsów oraz uporczywość będących ich wynikiem zaburzeń, określającą tempo powrotu gospodarki do stanu ustalonego. Zarówno

¹⁴ Autorzy ci wyciągają taki wniosek na podstawie prognoz z 3 małych i 2 średnich modeli nowokeynesowskich. Trzeba zastrzec, że jeden z użytych przez nich małych modeli [Fuhret, 1997] nie odpowiada w pełni sposobowi rozumienia nowego keynesowskiego schematu analitycznego w tej książce. Krzywa IS nie jest w nim wyprowadzona z problemu maksymalizacji użyteczności przez nakierowane na przyszłość gospodarstwa domowe.

¹⁵ Porównanie nie wykracza poza cztery kwartały.

¹⁶ Koncepcja ta odnosi się do rzadkich sytuacji w działalności gospodarczej, w których podmioty gospodarujące są w stanie jednoznacznie określić prawdopodobieństwa zdarzeń mogących wpłynąć na wyniki dokonywanych przez nie wyborów [Knight, 1921].

charakterystyki rozkładów, jak i uporczywość zaburzeń są stałe. Poza tym podmioty mają poprawny model gospodarki, a wszystkie zmienne oddziałujące na ich wybory są przez nie obserwowane bez jakichkolwiek błędów. Wreszcie, zależności między zmiennymi są liniowe, co pozwala kierować się w procesie decyzyjnym wyłącznie wartościami oczekiwanymi [Walsh, 2004].

Wybuch kryzysu mógł zmienić stan ustalony oraz wzmocnić lub przynajmniej ujawnić jego zależność od polityki gospodarczej, w tym makroekonomicznej, zważywszy że jej kształt zasadniczo odbiega od obserwowanego w przeszłości. Mógł też zmienić rozkłady wstrząsów, uporczywość zaburzeń oraz oddalić liniowe przybliżenie zależności między poszczególnymi zmiennymi od rzeczywistości.

Ze względu na niemożność oceny kosztów stopy procentowej bliskiej zera z użyciem schematu analitycznego standardowo wykorzystywanego przez banki centralne analiza w tej książce ma charakter opisowy. Wywód w każdym z rozdziałów bazuje jednak na równaniach, które ograniczają stopnie swobody w jego prowadzeniu. Nadają mu one – jak sądzę – rygor wystarczający do zarysowania głównych mechanizmów, za których pośrednictwem stopa procentowa bliska zera może ujemnie oddziaływać na wzrost gospodarki po kryzysie finansowym. Swobodę analizy ogranicza ponadto prowadzenie jej z perspektywy różnych grup (w szczególności: nadmiernie zadłużonych podmiotów, w tym złych dłużników, ich konkurentów – faktycznych i potencjalnych, tzn. takich, którzy nie rozpoczęli określonego rodzaju działalności, ale mogliby ją podjąć przy innym poziomie stopy procentowej, oraz wierzycieli) i konieczność zachowania spójności między poszczególnymi perspektywami. Ponadto sprawdzam spójność części wyników rozwiązania problemu maksymalizacji użyteczności lub zysków, przed którym stoją przedstawiciele poszczególnych grup, z wnioskami z analizy selekcji eliminującej w różnych warunkach inne podmioty i – w efekcie – inne typy zachowań.

Opisowy charakter analizy nie pozwala, oczywiście, na prowadzenie jej w kategoriach społecznego dobrobytu, choć tam, gdzie uważam to za możliwe, próbuję wprowadzać jej elementy. Jednak nawet gdyby opisowy charakter dawał pełne możliwości analizy w kategoriach społecznego dobrobytu, pozostawiłbym jako jej trzon wpływ stopy procentowej bliskiej zera na wzrost. Społeczny dobrobyt i wzrost gospodarczy są ze sobą, generalnie, pozytywnie powiązane, ale wzrost – w odróżnieniu od społecznej użyteczności – jest wielkością obserwowalną.

Część teoretyczna książki składa się z pięciu rozdziałów. W rozdziale drugim zarysowuję konsekwencje nieuwzględniania w nowym keynesowskim schemacie analitycznym możliwości oddziaływania polityki pieniężnej na natężenie restrukturyzacji. Ponadto przedstawiam możliwe skutki uchylecia innego ważnego założenia w tym schemacie, zgodnie z którym kryzys nie ma wpływu na reputację, czy – ogólniej – zdolność banku centralnego do zarządzania oczekiwaniami podmiotów gospodarujących. W rozdziale trzecim opisuję kanały, za których pośrednictwem utrzymywanie stopy procentowej blisko zera może wpływać na natężenie

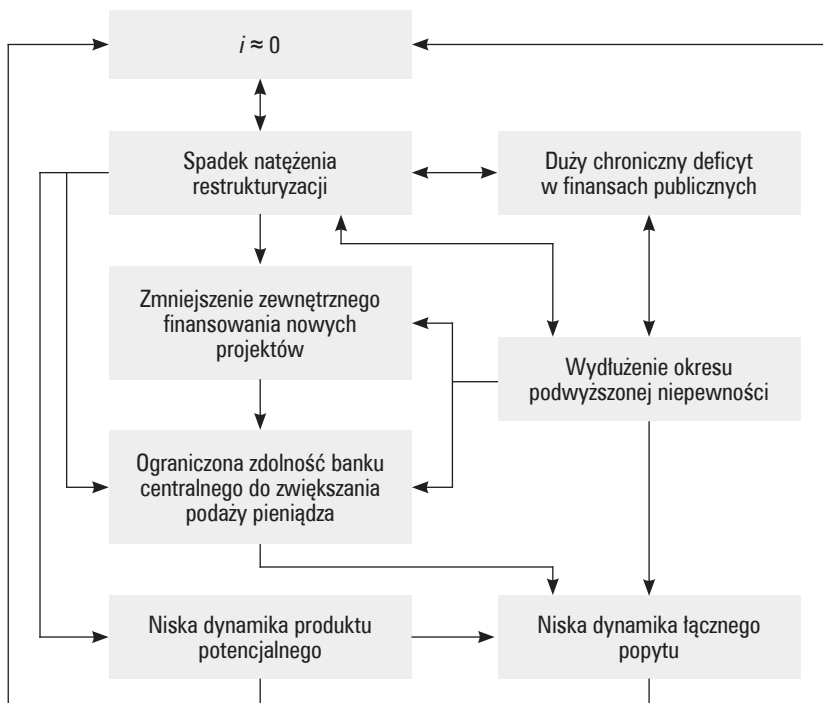
restrukturyzacji po wybuchu kryzysu finansowego. Przedstawiam również powiązania między restrukturyzacją a niepewnością. W rozdziale czwartym przedstawiam kanały, za których pośrednictwem taki poziom stopy procentowej może, zachęcając banki do masowego podtrzymywania kredytowania nadmiernie zadłużonych podmiotów, ujemnie oddziaływać na korzystanie z kredytu i innych rodzajów zewnętrznego finansowania. W rozdziale piątym dowodzę, że stopa procentowa bliska zera pogłębia wywołane wybuchem kryzysu osłabienie wpływu wzrostu bazy monetarnej na podaż pieniądza. Następnie wyjaśniam, w jaki sposób osłabienie to nasila jej, opisane we wcześniejszych rozdziałach, skutki dla natężenia restrukturyzacji i uporczywości podwyższonej niepewności. W rozdziale szóstym argumentuję, że taki poziom stopy procentowej sprzyja dużemu chronicznemu deficytowi w finansach publicznych, który z kolei przyczynia się do utrzymania ekspansywnej polityki pieniężnej. Na bazie tej argumentacji zarysowuję pułapkę, w której może się znaleźć gospodarka na skutek stymulacji fiskalnej w warunkach stopy procentowej bliskiej zera.

Taka struktura części teoretycznej książki odbija mechanizmy, przez które stopa procentowa bliska zera wpływa na wzrost gospodarki po kryzysie finansowym. Wpływ ten dokonuje się przez jej oddziaływanie zarówno na wybory podmiotów gospodarujących i banków (rozdział trzeci i czwarty), jak i decyzje banku centralnego odnośnie do innych niekonwencjonalnych działań w polityce pieniężnej (rozdział piąty) oraz władz fiskalnych dotyczące w szczególności rozmiarów deficytu w finansach publicznych¹⁷ (rozdział szósty). Bez wyjścia poza analizę jej oddziaływania na wybory podmiotów gospodarujących i banków ocena jej skutków dla wzrostu gospodarki (i – szerzej – społecznego dobrobytu) byłaby niekompletna, a przez to mogłaby być fałszywa. Nawet gdyby przez pryzmat tego oddziaływania tak głębokie redukcje wydawały się najwłaściwszą reakcją banku centralnego na kryzys, to działania podjęte przez bank centralny lub władze fiskalne pod ich wpływem mogłyby zmienić tę kwalifikację (por. [Acemoglu, Robinson, 2013]).

Mimo że książka ma charakter teoretyczny, to większość stawianych w niej hipotez konfrontuję z obserwacjami z głównych gospodarek po obniżeniu tam stopy procentowej w pobliże zera. Ocenie spójności wniosków z teorii z danymi poświęcam ponadto osobny rozdział. Analizuję w nim doświadczenia Japonii po pęknięciu bańki spekulacyjnej na początku lat dziewięćdziesiątych XX wieku. Kryzys, z którym zmagają się ten kraj od tamtej pory, wykazuje istotne podobieństwa do przebiegu globalnego kryzysu finansowego w głównych gospodarkach (zob. np. [Hoshi, Kashyap, 2008; 2010] lub [Ueda, 2012b]). Obejmują one sposób prowadzenia

¹⁷ Podobny mechanizm do tego, przez który stopa procentowa bliska zera oddziałuje na decyzje władz fiskalnych odnośnie do deficytu w finansach publicznych, wpływa na wszelkie decyzje rządzących mogące rodzić koszty w krótkim okresie. Ze względu na to podobieństwo nie poświęcam mu osobnego rozdziału, a jedynie krótko go opisuję w rozdz. 6.

polityki pieniężnej. Stopa procentowa jest w Japonii utrzymywana blisko zera od 1993 roku. Od 1999 roku są tam testowane rozwiązania komunikacyjne, mające przekonać podmioty gospodarujące, że polityka pieniężna będzie ekspansywna przez długi czas. Od 2001 roku jest dokonywane jej ilościowe luzowanie.



Rysunek 1.5. Kanaly oddziaływania stopy procentowej bliskiej zera na dynamikę produktu potencjalnego i łącznego popytu

Źródło: opracowanie własne.

W celu wykluczenia możliwości, że zjawiska, które wystąpiły w Japonii (a po wybuchu globalnego kryzysu finansowego także w Stanach Zjednoczonych i strefie euro), były skutkiem nie tyle stopy procentowej bliskiej zera, ile kryzysu, porównuję jej doświadczenia z doświadczeniami Szwecji po kryzysie z 1991 roku oraz Korei Południowej po kryzysie z 1997 roku. Kraje te w okresie poprzedzającym kryzys dopuściły do powstania nierównowagi o podobnej skali, jak w Japonii, ale w reakcji na jego wybuch nie uciekły się do niekonwencjonalnych działań w polityce pieniężnej.

Z dwóch powodów do oceny spójności wniosków z teorii przedstawionej w książce z danymi nie wykorzystuję przypadku Stanów Zjednoczonych po wybuchu Wielkiego Kryzysu, gdzie stopa procentowa pozostawała blisko zera przez ponad