

Wstęp

Obserwacja rzeczywistości gospodarczej po globalnym kryzysie finansowym nasuwa wiele pytań. Dotyczą one zwłaszcza takich gospodarek, jak Stany Zjednoczone czy strefa euro, które mają największe znaczenie dla stanu gospodarki światowej. Najważniejsze z tych pytań brzmi: dlaczego, mimo upływu 6 lat od wybuchu kryzysu, ożywienie gospodarcze jest tam tak słabe? Z tym problemem wiąże się wiele innych zagadek: dlaczego, pomimo głębokiego kryzysu, odsetek bankructw w największych gospodarkach należy do najniższych w historii? Dlaczego tak niewiele podmiotów rozpoczyna tam działalność gospodarczą i to nawet wtedy, gdy – jak w Stanach Zjednoczonych obecnie – zyski netto przedsiębiorstw są w relacji do PKB najwyższe w historii? Dlaczego tak bardzo niska jest rotacja zatrudnienia? Dlaczego utrzymuje się wysoka niepewność co do perspektyw wzrostu, choć w przeszłości zwykle szybko wygasła? Dlaczego zmienność wskaźników makroekonomicznych jest zbliżona do historycznego minimum i nie oddaje tej niepewności? Dlaczego korzystanie z kredytu bankowego ograniczają głównie przedsiębiorstwa będące w najlepszej sytuacji finansowej, a nie nadmiernie zadłużone podmioty? Dlaczego praktycznie nie rośnie podaż pieniądza pomimo dramatycznego zwiększania bazy monetarnej przez główne banki centralne? Dlaczego pomimo niemałego precedensu w czasach pokoju przyrostu długu publicznego rządy znajdują chętnych na dalsze pożyczanie im pieniędzy i to na procent bliski zera? Teoria, którą przedstawiam w tej książce, udziela przynajmniej częściowej odpowiedzi na każde z tych pytań (oraz na wiele innych).

Dotyczy ona skutków stopy procentowej bliskiej zera oraz – szerzej – niekonwencjonalnych działań w polityce pieniężnej podjętych przez główne banki centralne po wybuchu globalnego kryzysu. Poznanie tych skutków ma ogromne praktyczne znaczenie, jako że niekonwencjonalne działania mają wszelkie szanse stać się konwencjonalną odpowiedzią na powtarzające się kryzysy. Normalizacja sytuacji gospodarczej, kiedy w końcu do niej dojdzie, uwiarygodni – niezależnie od jej

przyczyn – przedstawianie takiej odpowiedzi (które już jest częste) jako sposobu na uniknięcie załamania łącznego popytu bez większych kosztów.

Teorię tę konfrontuję nie tylko z obserwacjami głównych gospodarek po obniżeniu tam stopy procentowej w pobliże zera. Przywołuję również doświadczenia Japonii po pęknięciu bańki spekulacyjnej na początku lat dziewięćdziesiątych XX wieku. Kraj ten był prekursorem obniżenia stopy procentowej w pobliże zera i innych niekonwencjonalnych działań w polityce pieniężnej.

Literatura na temat skutków tych działań jest skąpa, choć rzecz jasna książka, którą przekazuję Czytelnikom, nie jest jedyną zajmującą się tym zagadnieniem. Czytelnicy znajdą w niej odwołania do wielu podobnych analiz. Żadna z nich nie jest jednak równie szczegółowa jak zawarta w tej książce. Są trzy zasadnicze różnice między tą książką a innymi pracami. Po pierwsze, analizuję w niej znacznie więcej grup podmiotów, niż to się robi w innych pracach. Badam decyzje podmiotów o różnym poziomie zadłużenia oraz wierzycieli o różnej kondycji finansowej, jak również menedżerów wszystkich tych grup. Po drugie, sprawdzam, czy wnioski płynące z rozwiązania problemu maksymalizacji zysków lub użyteczności wybranych grup są spójne z wynikami analizy selekcji eliminującej w różnych warunkach inne podmioty i – w efekcie – inne typy zachowań. Po trzecie, nie ograniczam się do analizy oddziaływania stopy procentowej bliskiej zera wyłącznie na wybory gospodarstw domowych, przedsiębiorstw i banków (sektora finansowego), ale obejmuję nią również decyzje banku centralnego odnośnie do innych niekonwencjonalnych działań w polityce pieniężnej oraz rządzących dotyczące w szczególności rozmiarów deficytu w finansach publicznych. Odrzucam tym samym szkodliwe, w moim odczuciu, założenie braku innych zmian w polityce gospodarczej (*no policy change*), które jest standardowo przyjmowane przy analizie decyzji w polityce pieniężnej, choć może prowadzić do błędnych wniosków.

Książka składa się z ośmiu rozdziałów. W pierwszym rozdziale wprowadzam użyty w niej schemat pojęciowy i analityczny oraz zarysowuję jej wkład do literatury przedmiotu. W drugim rozdziale koncentruję się na słabościach głównego schematu analitycznego używanego w bankach centralnych, które nie pozwalają go użyć do analizy dwóch najważniejszych zjawisk po kryzysie finansowym: restrukturyzacji i niepewności. W trzecim rozdziale pokazuję, jak stopa procentowa bliska zera oddziałuje na te dwa zjawiska. W czwartym rozdziale zajmuję się jej skutkami dla korzystania z kredytu. Do wybuchu globalnego kryzysu finansowego także ten proces nie był uwzględniany w modelach wykorzystywanych w bankach centralnych. Jako że okazał się on kluczowy dla wybuchu i przebiegu kryzysu, teraz pospiesznie wprowadza się go do modeli, ale w sposób, który jeśli odpowiada rzeczywistości, to raczej tej sprzed kryzysu niż obecnej. W piątym rozdziale skupiam się na wpływie stopy procentowej bliskiej zera na agregaty pieniężne, o których również na wiele lat zapomniano w bankach centralnych. W szóstym rozdziale pokazuję, jak skorzystanie ze swobody, którą początkowo daje rządzącym stopa

procentowa bliska zera, zawężyła pole manewru zarówno w finansach publicznych, jak i w polityce pieniężnej. W siódmym rozdziale pokazuję, że problemy, z którymi od wybuchu globalnego kryzysu finansowego zmagają się główne gospodarki, w dużym stopniu odpowiadają doświadczeniom Japonii po pęknięciu bańki spekulacyjnej na początku lat dziewięćdziesiątych XX wieku. Konfrontuję je z doświadczeniami Szwecji i Korei Południowej po kryzysie finansowym, odpowiednio, z 1991 i 1997 roku. Kraje te w okresie poprzedzającym kryzys pozwoliły na powstanie nierównowagi o podobnej skali, jak w Japonii, ale w odpowiedzi na jego wybuch nie podjęły niekonwencjonalnych działań w polityce pieniężnej. Ósmy rozdział zawiera rekomendacje dla polityki pieniężnej, do których – jak sądzę – uprawniają wyniki analizy z wcześniejszych rozdziałów.

Główne wnioski płynące z książki są następujące (ich szersze omówienie Czytelnik znajdzie w pierwszym rozdziale):

▶ Niekonwencjonalne działania w polityce pieniężnej podejmowane po kryzysie finansowym, w tym zwłaszcza utrzymywanie stopy procentowej blisko zera, wieloma kanałami zmniejszają natężenie restrukturyzacji gospodarki, a tym samym trwale obniżają (co najmniej) poziom produktu w długim okresie. Podnoszą też przyszłe koszty restrukturyzacji oraz zwiększają wrażliwość gospodarki na wstrząsy.

▶ Niepewność co do perspektyw gospodarki (podwyższona przez kryzys), która zwykle jest krótkotrwała, pod wpływem tych działań staje się uporczywa. Zmienność wskaźników makroekonomicznych przestaje być jej jakimkolwiek przybliżeniem.

▶ Opóźnianie delewarowania po kryzysie finansowym przez agresywne redukcje stopy procentowej aż do zera grozi pogłębieniem łącznej skali spadku relacji kredytu do PKB i ogranicza szanse na obniżenie tej relacji przez wzrost PKB zamiast w wyniku zmniejszenia kredytu.

▶ Stopa procentowa bliska zera bardziej obniża natężenie restrukturyzacji po kryzysie finansowym w tych gospodarkach, w których sektor finansowy jest zdominowany przez banki. Jednakże ilościowe luzowanie polityki pieniężnej zaciera różnice w natężeniu restrukturyzacji w warunkach stopy procentowej bliskiej zera między gospodarkami o odmiennej strukturze sektora finansowego.

▶ Sprzężenia między skalą ilościowego luzowania polityki pieniężnej a restrukturyzacją, niepewnością i sposobem reagowania podmiotów gospodarujących na tę niepewność maskują zagrożenia dla stabilności cen (i – szerzej – stabilności makroekonomicznej), które rodzi intensywne ilościowe luzowanie. Sprzężenia te wydłużają okres stagnacji i niskiej dynamiki cen, ale w końcu mogą doprowadzić do skokowego wzrostu poziomu cen i załamania gospodarki.

▶ Niekonwencjonalne działania w polityce pieniężnej zakłócają nie tylko wybory ekonomiczne podmiotów gospodarujących i banków, ale też decyzje rządzących. Zachęcają ich do ekspansji fiskalnej, a następnie utrzymywania dużego

deficytu fiskalnego, co skutkuje narastaniem długu publicznego. Sprzyjają też odwlekaniu reform strukturalnych.

► Aby uniknąć kosztów powodowanych przez niekonwencjonalne działania w polityce pieniężnej, bank centralny powinien ustalić dolną granicę dla stopy procentowej nisko, ale wyraźnie powyżej zera, oraz ograniczyć ilościowe luzowanie polityki pieniężnej do opanowania paniki na tych segmentach rynku finansowego, na których zagraża ona stabilności całego rynku.

► Jeśli w danym kraju nie doszło do kryzysu finansowego, to bank centralny powinien się wystrzegać obniżek stopy procentowej o tempie lub skali mogących skutkować bardziej dynamicznym wzrostem popytu krajowego w stosunku do krajowych mocy wytwórczych niż w otoczeniu.

W przygotowaniu książki pomogło mi wiele osób. Jest ich zbyt dużo, żebym każdą z nich mógł tutaj wymienić. Wszystkim jednak, także tym niewymienionym, jestem głęboko wdzięczny za udzieloną mi pomoc.

Szczególny dług wdzięczności mam wobec Leszka Balcerowicza. Pod jego wpływem zacząłem badać koszty stopy procentowej bliskiej zera na początku lat dwutysięcznych. Dzięki jego wsparciu korzystałem z konsultacji ekonomistów Banku Rozrachunków Międzynarodowych w Bazylei, w szczególności Claudio Borio i nieżyjącego już Palle Andersena. Zapewniał mi też ciągły dopływ opracowań dotyczących tego zagadnienia. Mobilizował do pracy. Stawiał pozornie proste pytania dotyczące niekonwencjonalnych działań w polityce pieniężnej, na które ekonomia głównego nurtu nie daje satysfakcjonujących odpowiedzi. Gdybym potrafił się odnieść do wszystkich tych pytań albo przynajmniej z równą łatwością zadawać kolejne, książka ta byłaby dużo ciekawsza. Byłaby też lepsza, gdyby udało mi się uwzględnić wszystkie uwagi, które zgłosił do pierwotnego tekstu. W wielu przypadkach jednak nie byłem w stanie tego zrobić. Mogę jedynie liczyć na jego przychylność, której wiele razy doświadczyłem. Moja wdzięczność wobec niego wykracza daleko poza pomoc, którą otrzymałem, pracując nad tą książką.

Podobnie jest w przypadku niedawno zmarłego Janusza Beksiaka, który był moim pierwszym wykładowcą ekonomii, krytycznym recenzentem najważniejszych moich prac oraz niedościgłym wzorem rzetelności, dyscypliny, odwagi i niezależności myślenia, jak również w przypadku Jakuba Karnowskiego, który prowadził ćwiczenia do jego wykładu i wciągnął mnie do grupy jego współpracowników.

Wiele wdzięczności mam wobec Piotra Ciżkowicza. Uczestniczył on w większości badań, których wyniki przedstawia ta książka. Był też wnikliwym krytykiem pierwszych wersji tekstu. Innymi osobami, z których pomocy skorzystałem przy planowaniu opisanych tu badań, są Andrew Filardo, Lesław Gąjek i Ronald McKinnon.

Za krytyczne uwagi do całości wstępnej wersji książki lub wykorzystanych w niej fragmentów dziękuję również Maciejowi Albinowskiemu, Janowi Czekajowi, Dariuszowi Filarowi, Jerzemu Hausnerowi, Stanisławowi Gomułce, Aleksandrowi

Łaszkowi, Tomaszowi Łyziakowi, Stanisławowi Owsiakowi, Zbigniewowi Polańskiemu, Jerzemu Pruskiemu, Andrzejowi Raczko, Dobiesławowi Tymoczko, Wiktorowi Wojciechowskiemu, Andrzejowi Wojtynie oraz uczestnikom seminariów: BRE-CASE, mBank-CASE, „Dobre rządzenie” na Uniwersytecie Ekonomicznym w Krakowie, Fundacji Forum Obywatelskiego Rozwoju, Katedry Międzynarodowych Studiów Porównawczych w Szkole Głównej Handlowej, oraz zorganizowanych przez Uniwersytet Łódzki, na których przedstawiałem wyniki badań nad skutkami stopy procentowej bliskiej zera. Rzecz jasna, za wszelkie słabości, których nie usunąłem, czy błędy, które nadal może zawierać książka, sam ponoszę pełną odpowiedzialność.

Maciejowi Albinowskiemu dziękuję ponadto za pomoc w przygotowaniu schematów do książki, jak również w zgromadzeniu materiałów, które wykorzystałem przy jej pisaniu. Za pomocne materiały dziękuję także Janowi Bosakowi, Tomaszowi Brejnakowi, Yo Chui Choi, Hideo Hayakawie, Adamowi Greli, Witoldowi Grostalowi, Steve’owi Hanke, Ronaldowi McKinnonowi, Jarosławowi Jakubikowi, Aleksandrowi Łaszkowi, Woosik Moonowi, Dominikowi Nagłemu, Remigiuszowi Nawratowi, Chanho Parkowi, Zbigniewowi Polańskiemu, Ewie Rzeszutek, Pawłowi Sameckiemu, Woon Shinowi i Andrzejowi Sławińskiemu.

Osobne podziękowania kieruję do moich Koleżanek i Kolegów z Rady Polityki Pieniężnej III kadencji. Toczony z nimi dyskusje nie pozostały bez wpływu na kształt tej książki. Dużo o polityce pieniężnej nauczyłem się także od członków RPP I i II kadencji oraz bardzo wielu pracowników Narodowego Banku Polskiego. Składam im za to podziękowania.

Dług wdzięczności mam również wobec Konfederacji „Lewiatan” oraz Szkoły Głównej Handlowej. Obie te instytucje wsparły finansowo wydanie książki. Bez tego wsparcia jej wydanie byłoby niemożliwe.

Głęboką wdzięczność wyrażam moim Rodzicom i Bratu, a przede wszystkim Żonie, dzięki której nigdy nie byłem sam. Nie mógłbym wymienić wszystkiego, za co należą się im podziękowania. Ograniczę się do stwierdzenia, że zawdzięczam im dużo więcej niż komukolwiek innemu.

Książkę tę dedykuję moim dwóm wspomniałym Synom. Życzę im, żeby dostali od życia tyle, ile ja dostałem (choć niekoniecznie wszystko). Będą tego potrzebować w stagnacyjnym, a przez to bardziej wymagającym świecie niż ten sprzed globalnego kryzysu finansowego.

Andrzej Rzońca