

Anna Ząbkowicz¹

2. Odejście od konwencjonalnej polityki pieniężnej

Streszczenie

System Rezerwy Federalnej (Fed), a w ślad za nim Bank Anglii i Europejski Bank Centralny podjęły próby przeciwdziałania makroekonomicznym konsekwencjom współczesnego kryzysu finansowego najpierw za pomocą radykalnych obniżek stóp procentowych, a kiedy te zbliżyły się do zera, podjęły niestandardowe działania, polegające na zwiększeniu rezerw banków w banku centralnym (quantitative easing) lub na zmianie struktury bilansu banku centralnego (qualitative easing). Taka niekonwencjonalna polityka monetarna była kilka lat wcześniej praktykowana przez Bank Japonii. Po blisko pięciu latach efektywność wspomnianych prób w gospodarce USA i strefie euro jest wątpliwa, podobnie jak niejednoznaczny był efekt zainicjowania tej polityki w Japonii. Opracowanie odwołuje się do niekonwencjonalnej diagnozy Richarda Koo, która stawia sens tej interwencji w nowym świetle. Kończą je informacje, które mogą przyczynić się do wyjaśnienia, dlaczego mimo to czołowe banki centralne w Ameryce Północnej i w Europie podjęły ową niekonwencjonalną i zarazem kontrowersyjną politykę.

Słowa kluczowe: luzowanie ilościowe, Japonia, międzynarodowy kryzys finansowy od roku 2008

Why departing conventional monetary policy

Abstract

The Fed, being followed by Bank of England and European Central Bank, attempted to overcome contemporary financial crisis by diminishing radically interest rates first, and while they came down close to zero soon the non-conventional measures like quantitative easing and qualitative easing were undertaken. Such monetary policy techniques were practiced by Bank of Japan a couple of years earlier. After five years the effectiveness of the intervention is doubtful as it seemed to be in Japan before. The paper refers to a non-conventional diagnosis by Richard Koo which sheds new light on the question and concludes with information that might indicate on the sector's interest. According to his analysis of banks' behavior in Japan

¹ Autorka jest pracownikiem Uniwersytetu Jagiellońskiego

between 1990 and 2007, and despite a popular opinion on credit crunch, there was not that much a matter of banks' extreme prudence resulting from crisis of confidence. The reasons are rather to be seen in the behavior of another party that is in constraining demand on credit by the non-financial companies which saw their balances shattered in result of diving assets prices. This is the real source of Japanese deflation. If mounting private savings do not have a reverse in increasing public indebtedness as they do not in Europe and the United States recently it is small chance that increased liquidity in banking sector would transform into credit that stimulates aggregate demand, prices and output.

Keywords: quantity easing, Japan, international financial crisis 2008+

Wprowadzenie

Współczesny kryzys finansowy zaczął się na jednym z rynków aktywów finansowych, jakim jest amerykański rynek nieruchomości, po pęknięciu bańki cenowej w lipcu 2007 roku. Ponieważ zwykle narastanie bańki czyli napędzanie popytu i cen odbywa się dzięki kredytowi, załamanie trendu przerodziło się w kryzys bankowy, którego zasięg wykroczył daleko poza Stany Zjednoczone Ameryki. Najpierw System Rezerwy Federalnej (Fed), a w ślad za nim Bank Anglii i Europejski Bank Centralny podjęły próby przeciwdziałania makroekonomicznym konsekwencjom załamania zaufania na rynkach finansowych za pomocą radykalnych obniżek stóp procentowych, a wkrótce potem uciekły się do mniej konwencjonalnej polityki pieniężnej. Owa niestandardowa polityka, polegająca na tak zwanym luzowaniu ilościowym i jakościowym (quantitative easing, qualitative easing), była kilka lat wcześniej praktykowana przez Bank Japonii. Po blisko pięciu latach efektywność wspomnianych prób w gospodarce USA i strefie euro jest wątpliwa, podobnie jak niejednoznaczny był efekt zainicjowania tej polityki w Japonii. Dlaczego mimo to czołowe banki centralne sięgnęły po tę technikę? Dlaczego wzrost kredytu i produktu krajowego ponownie okazał się rozczarujący w stosunku do oczekiwań? Celem opracowania jest zmierzenie się z tymi pytaniami, które organizują przegląd literatury przedmiotu poniżej.

1. Niekonwencjonalna polityka monetarna

Tradycyjnie rozumiana polityka monetarna polega na dwóch elementach: na sygnalizacji wysokości stopy procentowej banku centralnego oraz na dostosowaniu bazy monetarnej odpowiednio do tego antycypowanego poziomu. Kiedy jednak

sytuacja wymusza stopy procentowe bliskie zera czyli bliskie naturalnej dolnej granicy, polityka monetarna narażona jest na utratę zdolności oddziaływania na gospodarkę. W takich okolicznościach wykształciły się niestandardowe działania w polityce monetarnej, polegające na zwiększeniu rezerw banków w banku centralnym (quantitative easing) lub na zmianie struktury bilansu banku centralnego (qualitative easing)². Luzowanie ilościowe (quantitative easing), jakkolwiek daleko do precyzyjnej jego definicji, w praktyce można rozumieć jako sytuację, kiedy bank centralny nabywa papiery wartościowe od banków komercyjnych, kreując równocześnie ich rezerwy³. W rezultacie rośnie suma bilansowa banku centralnego i zarazem rośnie zdolność banków komercyjnych do udzielania pożyczek. Transakcje te często wiążą się z wydłużeniem terminów zapadalności⁴. Nadzwyczajność operacji luzowania wynikać może również z tego, że przedmiotem nabycia mogą stać się papiery, których bank centralny zazwyczaj nie kupuje ze względu na ich niską jakość; w takich przypadkach dochodzi do przejścia ryzyka od banków komercyjnych⁵.

Pojęcie to wykształciło się wskutek obserwacji praktyk Banku Japonii w latach 2001-2006 oraz pod presją kryzysu 2007+. Działania Banku Japonii, Fedu, a także Europejskiego Banku Centralnego w tych okresach układają się w podobny scenariusz, składający się z dwóch podstawowych etapów: obniżek stóp procentowych, a następnie wykupu papierów wartościowych od instytucji finansowych⁶. W drugiej połowie lat 90. Bank Japonii prowadził oficjalną politykę zerowej stopy procentowej (Zero Interest Rate Policy - ZIRP), która miała na celu zwiększenie dostępności banków do płynności i gospodarki do kredytu. Decyzja, aby stopę podwyższyć zbiegła się z pęknięciem bańki internetowej w USA w 2001 roku. Władze monetarne w obawie przed recesją, w warunkach zagrożenia deflacją i pod wpływem krytyki prominentnych ekonomistów amerykańskich (Ben Bernanke, Robert Mishkin) podjęły niekonwencjonalną politykę pieniężną. Nowym celem operacyjnym Banku Japonii stało się usunięcie z bilansów instytucji finansowych aktywów przynoszących straty

² Patrz J. Janus, *Niekonwencjonalna polityka pieniężna głównych banków centralnych - diagnoza korzyści i zagrożeń*, Kongres Ekonomistów Polskich, listopad 2013, tryb dostępu: <http://www.pte.pl/kongres/referaty/index.php> (data dostępu: lipiec 2014), s. 2, rys. 1.

³ To działanie, potocznie nazywane drukowaniem pieniędzy, można postrzegać przez kontrast do monetyzacji długu publicznego zachodzącej wówczas, kiedy bank centralny poprzez sieć operacji z bankami komercyjnymi sprzedaje papiery skarbowe.

⁴ J. Janus, *op.cit.*

⁵ *Private Banking XXXVI*, styczeń 2010

⁶ J.L. Bednarczyk, *Polityka pieniężna EBC a perspektywy ożywienia w strefie euro*, IX Kongres Ekonomistów Polskich, listopad 2013, tryb dostępu: <http://www.pte.pl/kongres/referaty/index.php> (data dostępu: lipiec 2014).

oraz zwiększenie docelowego poziomu salda rezerw banków komercyjnych w banku centralnym. Luzowanie monetarne objęło aktywa finansowe w szerokim zakresie; bank centralny skupował bezpośrednio obligacje i bony skarbowe, papiery wartościowe zabezpieczone na aktywach (ABS), obligacje przedsiębiorstw⁷. Polityka ta miała być prowadzona dopóty, dopóki wskaźnik cen konsumpcyjnych nie przestanie spadać. Odstąpiono od niej w 2006 roku.

Podobną taktykę obrał System Rezerwy Federalnej po pęknięciu bańki spekulacyjnej na rynku nieruchomości - w reakcji na kryzys, który ujawnił się w następstwie upadku Lehman Brothers w listopadzie 2008 roku. Począwszy od grudnia tego roku oprocentowanie funduszy federalnych było systematycznie obniżane i już w 2009 roku w miejsce 5,25% wyniosło 0-0,25%. Wobec praktycznego wyczerpania możliwości dalszego operowania stopą procentową Fed na wzór Banku Japonii z 2001 roku rozpoczął bezpośrednio zakupy aktywów. Warto zaznaczyć, że SRF przystąpił do luzowania monetarnego pod hasłem zwalczania "objawów deflacji w japońskim stylu" ("Japan-style deflationary outcome") i pod przewodnictwem nowego prezesa, którym został Ben Bernanke⁸. Kolejne transze zakupów między listopadem 2008 i wrześniem 2012 miały służyć podtrzymaniu przekonania o niskich długoterminowych stopach procentowych. Ich skala przybrała bezprecedensowe rozmiary. Mianowicie skumulowany przyrost bilansu Fedu w tym czasie wyniósł więcej niż 3-krotność jego wyjściowej wielkości⁹. Ożywienie gospodarki i obniżenie stopy bezrobocia były oficjalnie przedstawiane jako cel tych działań.

Scenariusz obniżek stóp procentowych i wykupu papierów wartościowych od banków zrealizowany został wiele miesięcy później również przez Europejski Bank Centralny. Jednak w odróżnieniu od poprzedników ten bank centralny podlegał dość rygorystycznym ograniczeniom, jeśli chodzi o partnerów transakcji i cel interwencji. Zakaz bezpośrednich zakupów od rządów sprawił, że transakcje przez większość okresu były ograniczone do instytucji finansowych, w szczególności do banków komercyjnych w strefie euro, wobec których EBC występuje jako pożyczkodawca ostatecznej instancji. O ile oficjalnym celem Banku Japonii była walka z deflacją, a Fed deklarował wręcz pobudzenie gospodarki, zapisy statutu EBC przesądzały o prymacie ustalonego sztywno celu inflacyjnego¹⁰.

⁷ J. Janus, *Wpływ doświadczeń Banku Japonii na politykę pieniężną Systemu Rezerwy Federalnej w latach 2007-2011*, "Gospodarka Narodowa" 2013, nr 1-2.

⁸ Ibidem

⁹ J. Janus, *Niekonwencjonalna polityka...*, op.cit.

¹⁰ J.L. Bednarczyk, op.cit.

Podsumowując ten przegląd, pragnę zwrócić uwagę na dwa aspekty procesu luzowania monetarnego. Po pierwsze, należy podkreślić rolę instytucji finansowych. Banki centralne w omawianych transakcjach skupowały wprawdzie różnorodne aktywa; na przykład Fed akceptował obligacje firm nie-finansowych, zaś Bank Japonii kupował bezpośrednio obligacje zarówno przedsiębiorstw jak i rządu. Niemniej w przypadku każdego z wymienionych organów władzy monetarnej działalność ta adresowana była głównie do instytucji finansowych.

Po drugie, warto wyraźnie powiedzieć, co uzasadniało determinację banków centralnych, które sięgnęły po nadzwyczajną technikę jaką jest luzowanie monetarne. Działanie to, choć z różną mocą, służyło nadzwyczajnemu zwiększeniu bazy monetarnej, co z założenia wiąże się ze zwiększeniem podaży pieniądza i kredytu. Rosnący kredyt zaś tradycyjnie miał spełnić funkcję "smaru" ułatwiającego rozkręcenie "maszyny" gospodarki po szoku wywołanym kryzysem finansowym.

Jednak mimo imponującego wzrostu bazy monetarnej i sum bilansowych banków centralnych oczekiwania te nie spełniły się. Przede wszystkim zwiększenie rezerw nie znalazło przełożenia na wzrost podaży pieniądza. Zarówno Japonia po 2001 roku jak USA i Wielka Brytania po sierpniu 2008 roku są intrygującym przykładem na to, jak zwielokrotnienie bazy monetarnej może okazać się całkowicie nieskuteczne w sensie wzrostu agregatów pieniężnych¹¹. W kontekście tych danych nie powinna być zaskoczeniem konstatacja, że pożyczki bankowe dla sektora prywatnego w omawianych gospodarkach nie rosły. Tak było w Japonii od 1997 roku, a więc również w okresie luzowania w latach 2001-2006. W Stanach Zjednoczonych Ameryki i w Wielkiej Brytanii w latach 2008 -2011 nastąpił spadek wartości kredytu w stosunku do stanu sprzed okresu luzowania¹².

2. Źródła niepowodzeń

Dane uświadamiają, że niestandardowa polityka monetarna nie pomogła w osiągnięciu deklarowanych celów. Przypomnijmy, że oficjalnie Fed podejmował opisywane działania gwoli ożywienia gospodarki i zwiększenia zatrudnienia dzięki kreacji kredytu. Bank Japonii natomiast ekspansywną orientację polityki monetarnej ujmował jako walkę z deflacją. Ceny konsumenckie w Japonii przestały wprawdzie spadać w połowie okresu, w którym prowadzona była interwencja, ale problem

¹¹ R.C. Koo, *The world in balance-sheet recession: causes, cure, and politics*, "Real-world Economics Review" no. 58, 2011, s. 20-21.

¹² Ściślej w stosunku do poziomu z sierpnia 2008. Ibidem.

deflacji (ujemny wskaźnik CPI, rok do roku) wrócił w kilka lat po zakończeniu terapii, w roku 2010¹³.

Co zawiodło? Według wielu autorów w polityce pieniężnej liczy się timing. W odniesieniu do luzowania monetarnego negatywne efekty może przynieść zarówno zbyt wczesne zakończenie interwencji jak i zbyt jej przeciągnięcie. Na przykład w odniesieniu do japońskiego eksperymentu w pierwszych latach tego stulecia wyrażana jest opinia, że luzowanie skończyło się przedwcześnie¹⁴.

Warto niniejszą sekcję poświęcić niestandardowemu wyjaśnieniu, opracowanemu przez Richarda C. Koo. O wyjątkowości tej koncepcji decyduje szerokie ujęcie, wychodzące poza perspektywę banków centralnych oraz wskazanie na pewien niekonwencjonalny rodzaj popytu jako główną przyczynę nieefektywności omawianych prób stymulacji makroekonomicznej. Wprawdzie przywoływana książka¹⁵ odnosi się głównie do doświadczenia Japonii, ale zawiera zarys ogólnych ram teoretycznych. W późniejszych licznych artykułach autor udowadnia, że lekcja z Japonii powinna być przestrożą dla innych krajów próbujących pobudzić wzrost gospodarczy między innymi za pomocą luzowania monetarnego.

Rekonstrukcja doświadczenia Japonii w interesującym nas względzie przedstawia się w skrócie następująco. Jeszcze zanim Bank Japonii rozpoczął ilościowe luzowanie w 2001 roku system bankowy płał się w nadmiernych rezerwach. Taki sposób pobudzenia gospodarki nie mógł zatem przynieść spektakularnego rezultatu. Z tego kontekstu wynika komentarz autora: „Quantitative easing was the twenty-first century’s greatest monetary non-event” (“Luzowanie ilościowe okazało się największym w XXI wieku brakiem zdarzenia”).¹⁶ Abstrahując od tej konkretnej historycznej sytuacji, Koo zwraca uwagę, że z logicznego punktu widzenia wzrost podaży pieniądza jest warunkiem nie wystarczającym, aby rósł kredyt dla sektora prywatnego. Wynik zależy bowiem nie tylko od decyzji podaźowych banków, ale także od decyzji pożyczkobiorców. Analiza zachowań banków między rokiem 1990 i 2007 nie upoważnia do upatrywania przyczyn spadku finansowania przedsiębiorstw kredytem po stronie banków - wbrew popularnej tezie o *credit crunch*. Banki japońskie w zasadzie chętnie pożyczowały przedsiębiorstwom, chociaż okresowo zdarzały się załamania tej skłonności¹⁷. Tę część analizy kończy wniosek, że przyczyna stagnacji

¹³ Ibidem, s. 21

¹⁴ J. Janus, *Niekonwencjonalna polityka...*, op.cit.

¹⁵ R. C. Koo, *The Holy Grail of Macroeconomics. Lessons from Japan’s Great Recession*, John Wiley&Sons (Asia) Pte.Ltd., Singapore, 2008.

¹⁶ Ibidem, s.73.

¹⁷ Ibidem, s.45-47.

kredytu ogółem i spadku pożyczek bankowych dla sektora prywatnego leżała w zachowaniach przedsiębiorstw i ich obniżonym zapotrzebowaniu na kredyt.

Sektor firm nie-finansowych, aktywnie pożyczający i inwestujący jeszcze w latach 80., w latach 90. ograniczył potrzeby pożyczkowe i przystąpił do spłat długu z własnych oszczędności. U podłoża tych zjawisk leży rozwój sytuacji po pęknięciu baniek cenowych na rynkach akcji i nieruchomości na przełomie ósmej i dziewiątej dekady XX wieku. Warto zauważyć, że w odróżnieniu od kryzysu wywołanego niedawnym pęknięciem bańki na rynku mieszkań i domów (residential real estate) w USA, gwałtowny spadek cen nieruchomości w Japonii dotyczył w pierwszym rzędzie firm (commercial real estate). Bilanse firm w Japonii musiały zatem wytrzymać negatywne skutki dwóch krachów naraz: na rynku nieruchomości i na rynku akcji. Kiedy wartość majątku załamała się, a pożyczki zaciągnięte na jego zakup lub pod jego zastaw pozostały nie spłacone, zestawienia aktywów ze zobowiązaniami zaczęły wykazywać ogromny rozróż. Bilans tych negatywnych zmian w licznych przypadkach prowadził do technicznej niewypłacalności. Specyfika sytuacji wielu firm japońskich polegała jednak na tym, że techniczna niewypłacalność nie musiała oznaczać bankructwa. Mimo niższej wyceny ich aktywów przez rynki finansowe, podstawowa działalność zapewniała im mocną pozycję, dodatni cash flow i zyski. Mimo kryzysowej sytuacji na wewnętrznych rynkach finansowych utrzymywanie się nadwyżki w handlu zagranicznym (jednej z największych na świecie) nasuwa wniosek, że na rynkach towarów firmy zachowały swoją przewagę konkurencyjną, opartą o technologie produkcji, marketing i globalną bazę klientów. Dzięki nadwyżkom, wypracowanym w realnej sferze gospodarki, sektor firm nie-finansowych mógł pozwolić sobie na ograniczenie pożyczek bankowych, a następnie – na zmniejszenie swojego zadłużenia w bankach. Jednak „móc” nie zawsze znaczy „chcieć”. Według Koo to kryzys bilansowy (balance-sheet crisis) popchnął firmy do takich działań. Ujawnienie wielkiej dziury w bilansie zazwyczaj oznacza śmierć ekonomiczną. Dlatego firmy, dysponujące dostatecznie dużymi strumieniami gotówki, chcą zobowiązania jak najszybciej zmniejszyć. Tak też zachowywały się przedsiębiorstwa japońskie w kilkunastu ostatnich latach, tak zachowywały się firmy w USA i w Niemczech po pęknięciu baniek internetowych¹⁸.

W tej sytuacji po pęknięciu baniek na rynkach aktywów finansowych w Japonii ani podaż kredytu, ani jego cena nie miały wielkiego znaczenia dla zachowań firm¹⁹. W czasie polityki zerowej stopy procentowej, następnie wspomaganą luzowaniem

¹⁸ Ibidem, s. 14, 15, 224 i in.

¹⁹ Ibidem s. 6-22.

monetarnym, czyli między rokiem 1996 i 2005 pożyczki netto z lat ubiegłych firmy nie-finansowe zamieniły w spłaty długu. Tym należy tłumaczyć nieskuteczność monetarnych sposobów stymulacji gospodarki. Zdaniem Koo japońska gospodarka zaczęła rosnąć na początku pierwszej dekady XXI w., ponieważ te firmy, które zakończyły naprawę swoich bilansów teraz inwestowały. Był to także efekt rosnącego eksportu²⁰.

Zgodnie z referowanym ujęciem źródłem niepowodzeń monetarnego stymulowania japońskiej gospodarki jest ograniczenie popytu na kredyt przez firmy nie-finansowe pod wpływem pogorszenia ich bilansów po 1990 roku. Powodem spadku aktywności gospodarczej nie jest zatem niedostateczna podaź kredytu czy, mówiąc inaczej – nadzwyczajna wstrzemięźliwość banków w następstwie kryzysu zaufania na rynkach finansowych. Znaczenie mają zachowania nie tyle banków, co firm nie-finansowych. Te ostatnie ograniczyły popyt na kredyt pod wpływem pogorszenia bilansów po załamaniu cen aktywów. To spadek *popytu na kredyt* ze strony przedsiębiorstw jest według Koo istotą luki deflacyjnej w Japonii, którą w tym ujęciu należy rozumieć jako wszystkie zdeponowane oszczędności ludności i całość długu zwróconego bankom netto, które tkwią w systemie bankowym z powodu *braku chętnych na pożyczki*²¹.

Przytoczona analiza ma znaczenie nie tylko dla Japonii. Omówione wcześniej analogie między Japonią i innymi centrami gospodarczymi świata odnośnie do charakteru załamania, reakcji polityki monetarnej i makroekonomicznych wyników sugerują, że diagnozę Koo należałoby przyjmować zgodnie z życzeniem autora, to jest jako nowe spojrzenie na istotę kryzysu, który dotknął ostatnio również inne ważne gospodarki świata. Podobieństwa dotyczą oprócz USA i Wielkiej Brytanii także szeregu gospodarek w strefie euro: Niemiec, Hiszpanii, Irlandii²². W krajach tych doszło do recesji oraz załamania zaufania na rynkach aktywów finansowych, do czego pierwszym impulsem były spadki cen nieruchomości mieszkalnych, (a kilka lat wcześniej - cen akcji tzw. spółek technologicznych) w Stanach Zjednoczonych. Niekonwencjonalną odpowiedzią banków centralnych USA, Wielkiej Brytanii i strefy euro było luzowanie monetarne, które doprowadziło do wielokrotnienia ich sum bilansowych. Makroekonomiczne wyniki tej kuracji są rozczarowujące podobnie jak wcześniej w Japonii, nigdzie bowiem wstrzyknięcie płynności do sektora bankowego nie przyniosło znaczącego zwiększenia akcji kredytowej, co miało pobudzić gospodarki. Wszystkie te analogie mogą prowadzić do wniosku, że w Japonii po raz

²⁰ Ibidem, s. 74-78.

²¹ Ibidem, s.25.

²² R.C. Koo, *The world...*

pierwszy ujawniły się problemy występujące również w innych miejscach gospodarki światowej pod wpływem podobnych okoliczności.

Zgodnie z diagnozą Richarda Koo współczesnemu międzynarodowemu kryzysowi finansowemu towarzyszy szczególnie recesja i szczególnie luka popytowa. Mamy bowiem spadek aktywności gospodarczej wywołany nie cyklem koniunkturalnym, lecz wychodzeniem sektora prywatnego z wysokich lewarów kredytowych (deleveraging)²³. Inaczej mówiąc, chętnych na pożyczki bankowe ubywa. W następstwie dążenia firm do minimalizacji długu kumulują się nadwyżki oszczędności sektora prywatnego, a popyt w gospodarce nie rośnie.

Zakończenie

Z analiz Richarda Koo wynika, że zastrzyki płynności były wykonywane przez banki centralne w badanych krajach i w strefie euro w okresie, kiedy sektor przedsiębiorstw kumulował oszczędności i nadwyżki finansowe. Owe wstrzeźliwości nie równoważył bilans sektora gospodarstw domowych, który po pęknięciu baniek również wykazywał nadwyżki²⁴. Jeżeli zadłużanie się sektora rządowego nie równoważy oszczędności netto sektora prywatnego, trudno oczekiwać, że płynność banków przyniesie efekt w postaci pobudzenia łącznego popytu, cen i produktu krajowego - nawet jeśli zostanie zwielokrotniona. Tymczasem po gwałtownym pogłębieniu deficytów rządowych nasila się presja na ich ograniczenie, co zaczyna dawać pierwsze efekty. Wobec kurczącego się zapotrzebowania na kredyt w kraju masa "dodrukowanego" pieniądza znajduje naturalne ujście na zewnątrz pod postacią odpływu kapitału do ciągle chłonnych wschodzących gospodarek rynkowych (emerging markets). Jak widać, diagnoza Koo pozwala wytłumaczyć, dlaczego wzrost kredytu i produktu krajowego okazał się rozczarowujący w stosunku do oczekiwań wzbudzonych przy okazji luzowania monetarnego w największych gospodarkach rynkowych.

²³ W całym niemal okresie powojennym w USA obciążenie produktu nie-finansowych korporacji długiem wykazywało stały trend wznoszący, co można przeczytać m.in. w książce R. Brennera (s. 193). Natomiast w czasie ostatniego kryzysu, w 2008 roku "The Economist" donosił o znacznym spadku długu firm w odniesieniu do PKB w USA. Również w Polsce odbieramy sygnały, że maleje zapotrzebowanie firm nie-finansowych na fundusze, w tym - na kredyt. W 2009 i 2010 roku odnotowano okresowo wzrost zasobów pieniężnych i spadek zadłużenia spółek giełdowych, jak informowała "Rzeczpospolita" (17.09.2010), a także - najniższe od 2004 roku tempo wzrostu kredytu - według S. Kubiela (s. 41).

²⁴ R.C. Koo, *The world...*, s. 24-30.

Zreferowana koncepcja w interesujący sposób zmienia punkt patrzenia na przyczyny obecnego spowolnienia i na luźną politykę monetarną przedstawianą jako terapia. Jeżeli popyt na fundusze jest ograniczany z powodów innych niż koszt i dostęp do kredytu, jakie znaczenie ma stosowana obecnie radykalna recepta monetarna, to jest niskie stopy procentowe i luzowanie ilościowe?

Można przypuszczać, że luzowanie monetarne, adresowane głównie do instytucji finansowych, było formą niesienia im pomocy w sytuacji kryzysowej. Działanie to było podejmowane przez wszystkie wymienione banki centralne, gdy stopy procentowe zbliżały się do zera. Tak niskie stopy banki komercyjne mogą postrzegać jako ograniczenie możliwości robienia zysków. Koo wskazuje na okoliczności, które dodatkowo musiały pogłębić stres banków; mianowicie tendencja do zwrotu długu przeważająca nad zaciąganiem nowych kredytów oraz kurcząca się liczba chętnych do pożyczania nie rokowały dobrze interesom. Operacje wykupu papierów wartościowych, oprócz zwiększania rezerw, miały jeszcze inne wzmiankowane aspekty, które mogły ulżyć bankom w tej sytuacji. Transakcje te często wiązały się z wydłużeniem terminów zapadalności swoistych pożyczek banku centralnego. Ponad to w przypadkach zakupu aktywów "niekonwencjonalnych" banki centralne w istocie przejmowały związane z nimi ryzyko. Informacje te i im podobne do pewnego stopnia mogą wyjaśniać, dlaczego czołowe banki centralne w Ameryce Północnej i w Europie podjęły ową niekonwencjonalną i - jak widać - dość kontrowersyjną politykę. W opinii wielu autorów niestandardowa polityka monetarna miała znacznie większy wpływ na rynki finansowe niż na realną gospodarkę.

Bibliografia

- Bednarczyk J.L., *Polityka pieniężna EBC a perspektywy ożywienia w strefie euro*, IX Kongres Ekonomistów Polskich, listopad 2013, tryb dostępu: <http://www.pte.pl/kongres/referaty/index.php> (data dostępu: lipiec 2014).
- Brenner R., *The Boom and the Bubble: The US in the World Economy*, New York/London: Veso, 2002.
- Janus J., *Wpływ doświadczeń Banku Japonii na politykę pieniężną Systemu Rezerwy Federalnej w latach 2007-2011*, "Gospodarka Narodowa" 2013, nr 1-2.
- Janus J., *Niekonwencjonalna polityka pieniężna głównych banków centralnych - diagnoza korzyści i zagrożeń*, Kongres Ekonomistów Polskich, listopad 2013, tryb dostępu: <http://www.pte.pl/kongres/referaty/index.php> (data dostępu: lipiec 2014).
- Koo R. C., *The Holy Grail of Macroeconomics. Lessons from Japan's Great Recession*, John Wiley@Sons (Asia) Pte.Ltd., Singapore 2008.

Koo R.C., *The world in balance-sheet recession: causes, cure, and politics*, "Real-world Economics Review" 2011, no. 58.

Kubielas S., *Sektor bankowy*, w: *Gospodarka Polski. Prognozy i opinie*, raport INE PAN, 2010, nr 16, maj.

The Economist September 6th 2008.

Private Banking XXXVI, styczeń 2010.