

Marek Lubiński

1. Powojenna ewolucja polityki stabilizowania koniunktury

Streszczenie

Celem opracowania jest przedstawienie dyskusji na temat polityki stabilizacyjnej jaka toczyła się w okresie poprzedzającym, a następnie już w czasie Wielkiej Recesji. W okresie poprzedzającym rozwój makroekonomii doprowadził do degradacji polityki fiskalnej i awansu polityki monetarnej. Zapanowała powszechna zgoda, że przeciwykliczna dyskrejonalna polityka fiskalna nie tylko nie przyczynia się do stabilizowania gospodarki, ale w pewnych sytuacjach może być wręcz destabilizująca. Niezależnie od tej zgody w obliczu Wielkiej Recesji doszło do dramatycznego wzrostu zainteresowania dyskrejonálną polityką fiskálną. Wielka Recesja wyzwoliła reakcję polityki fiskalnej. Polityka fiskalna stała się narzędziem stymulowania gospodarki w warunkach niskiego popytu i niewysokich stóp procentowych oraz zagrożenia spadkiem cen. Kluczowym elementem polityki fiskalnej w okresie kryzysu finansowego było masowe wsparcie udzielone sektorowi finansowemu.

W obliczu ostatniego kryzysu finansowego banki centralne odwołały się polityki niekonwencjonalnej. Sukcesy w zwalczaniu inflacji i w konsekwencji obniżenie przeciętnego poziomu nominalnych stóp procentowych zwiększyło prawdopodobieństwo sprowadzenia ich do zera. Jeżeli już do tego dojdzie banki nie będą mogły dłużej stymulować agregatowego popytu przez dalsze obniżanie stóp procentowych i muszą polegać na niestandardowych działaniach. Takie działania wymagają wykorzystania dodatkowych instrumentów wychodzących poza tradycyjne narzędzia polityki monetarnej. Cele takich działań były zróżnicowane między krajami i służyły one między innymi dodatkowemu stymulowaniu gospodarki, wsparciu funkcjonowania rynku i oddziaływaniu na transgraniczne przepływy kapitału.

Słowa kluczowe: Wielka Recesja, polityka fiskalna, niekonwencjonalna polityka monetarna, polityka stabilizacyjna.

The Evolution of Postwar Stabilization Policy

Abstract

The aim of this paper is to review discussion on stabilization policy before and during Great Recession. Developments in macroeconomics downgraded the role of fiscal policy and upgraded that of monetary policy. There was widespread agreement that discretionary “counter-cyclical” fiscal policy has not contributed to economic stability and may have actually been destabilizing. Despite this widespread agreement, there has recently been a dramatic revival of interest in discretionary fiscal policy. The “Great Recession,” triggered a large-scale fiscal policy response. Discretionary fiscal policy provides a way to stimulate the economy when aggregate demand and interest rates are low and when prices are falling or may soon be falling. A key dimension of fiscal policy during the financial crisis was massive support for the banking system. In the face of the recent financial crisis, central banks introduced unconventional policy. The success in reducing inflation and, consequently, the average level of nominal interest rates has increased the likelihood that the nominal policy interest rate may become constrained by the zero lower bound. When that happens, a central bank can no longer stimulate aggregate demand by further interest-rate reductions and must rely on “non-standard” policy alternatives. Such actions attempt to exploit additional instruments of central bank policy that go beyond the traditional monetary policy instrument. The objectives of these measures have varied across countries: offering additional stimulus to the economy; supporting market functioning; and managing cross-border capital flows.

Keywords: Great Recession, fiscal policy, unconventional monetary policy, stabilization policy.

Wprowadzenie

Jedną z kwestii, wywołujących wiele kontrowersji we współczesnej ekonomii, dotyczy oddziaływania państwa na przebieg procesów koniunkturalnych. Spór obejmuje wszystkie w zasadzie fundamentalne zagadnienia od pytań o zasadność i cele interwencji począwszy, zaś na narzędziach i sposobach wpływania na gospodarkę skończywszy. Dyskusja ta nabrała nowego wymiaru w świetle doświadczeń ostatniego kryzysu. Stąd też zasadne wydało się poruszenie niektórych związanych z tym zagadnień. W pierwszej kolejności odniesiono się do samej koncepcji polityki stabilizacyjnej i ewolucji poglądów na jej temat po II wojnie światowej. Następnie

pokazano sposób reagowania zarówno polityki fiskalnej, jak i monetarnej na zjawiska kryzysowe obserwowane po 2007 roku. Celem tej części opracowania jest przedstawienie dwóch podstawowych form reakcji polityki fiskalnej na kryzys finansowy. Z jednej strony były to tradycyjne pakiety stymulujące popyt, z drugiej zaś bezpośrednie wsparcie udzielane w różnych formach instytucjom finansowym. W odróżnieniu od polityki fiskalnej, która w znacznym stopniu pozostawała w tradycyjnych ramach, znacznie większym zmianom w wyniku kryzysu uległa polityka monetarna i pojawiła się jej niekonwencjonalna odmiana omawiana w dalszej części tekstu.

Polityka stabilizowania koniunktury, określana także jako antycykliczna, obejmuje ogół przedsięwzięć państwa, które mają na celu wyeliminowanie lub tłumienie oscylacji koniunkturalnych oraz łagodzenie ich skutków. Polityka stabilizacyjna realizowana jest przy zastosowaniu instrumentów pieniężnych i fiskalnych. W kategoriach tych mieszczą się zarówno narzędzia dyskrecyjne, jak również działania podporządkowane regułom, determinującym jednoznacznie a priori postępowanie władzy. Reguły mogą mieć charakter zaleceń sztywnych, tak jak kryterium deficytu budżetowego lub elastycznych, czego przykładem jest reguła Taylora. Odrębne miejsce na tej liście zajmują automatyczne stabilizatory koniunktury. Nie przynależą to wprawdzie bezpośrednio do klasycznej definicji, ale dominował pogląd, że narzędzia pieniężne i fiskalne powinny być wykorzystywane głównie w celu oddziaływania na popyt. Podstawą teoretyczną takiego podejścia było przeświadczenie Keynesa, że w warunkach niepełnego wykorzystania czynników wytwórczych produkcja jest wyznaczona przez efektywny popyt. Niezależnie od późniejszych reinterpretacji przyczyn załamania lat dwudziestych upatrywano początkowo w dramatycznym spadku zapotrzebowania. Stąd też oczywistym remedium zdawało się odbudowanie popytu społecznego.

Zatem tradycyjnie polityka stabilizacyjna służyła zwalczaniu zakłóceń generowanych przez silne i długotrwałe szoki popytowe. Utożsamianie polityki stabilizacyjnej ze sterowaniem popytem wynikało nie tylko z przywiązania do tradycji, ale również z faktu, że oddziaływanie na popyt jest relatywnie łatwiejsze i przynosi efekty szybciej niż wpływanie na podaż.

1. Od Wielkiego Kryzysu do Wielkiej Depresji.

Od momentu narodzin, które przypadają na Wielki Kryzys, stosunek do polityki stabilizacyjnej ulegał znamiennej ewolucji, charakteryzującej się przejściem od niepohamowanego optymizmu w ocenie możliwości i skuteczności oddziaływania

państwa na gospodarkę do całkowitego prawie zanegowania celowości prowadzenia polityki antycyklicznej. Jednocześnie nurt afirmacyjny i krytyczny istniały równolegle, zatem prawidłowo należy mówić jedynie o okresach dominacji jednego z nich.

Zasadnicze kontrowersje dotyczące polityki antycyklicznej występują między zwolennikami J.M.Keynesa i kontynuatorami tradycji klasycznej. Po zakończeniu II wojny światowej w doktrynie ekonomicznej dominował keynesizm. Dla tego kierunku myślenia charakterystyczny jest pogląd o możliwości i celowości dostrajania poziomu aktywności gospodarczej stosownie do potrzeb, nawet w okresach miesięcznych. Jednym z najbardziej konsekwentnych i nieprzejednanych krytyków interwencjonizmu w duchu ekonomii klasycznej był Milton Friedman, który uważał, że ingerencja państwa nie tylko nie łagodzi wahań, ale powoduje dodatkowe, niepożądane fluktuacje, zakłócając funkcjonowanie stabilnego z natury systemu ekonomicznego.

Neoklasycy uważają, że system ekonomiczny jest stabilny i wykazuje tendencję do absorbowania szoków. Ponadto w ich przeświadczeniu gospodarka wykazuje skłonność do ustalania produkcji zapewniającej pełne wykorzystanie zasobów. W tej sytuacji nie ma miejsca na aktywizm państwa, a interwencja jest zbędna. Z kolei pesymizm keynesistów dotyczy zdolności systemu gospodarczego do samoregulacji, ale jednocześnie są oni optymistami, jeżeli chodzi o zdolność państwa do usprawniania mechanizmu gospodarczego.

Przed Wielką Depresją wydawało się, że dyskrejonalna polityka fiskalna jako instrument stabilizowania koniunktury została definitywnie pogrzebana, przede wszystkim w wyniku zweryfikowania opinii na temat przyczyn przewyciężenia Wielkiego Kryzysu, które tradycyjnie przypisywano ekspansywnej polityce fiskalnej w konwencji zaproponowanej przez Keynesa. Nie tylko zdobył prawo obywatelstwa, ale również zaczął dominować pogląd, że konsekwencje Wielkiego Kryzysu, przynajmniej w Stanach Zjednoczonych, zostały zwalczone dopiero w 1941 r. pod wpływem zdeterminowanych politycznie wydatków militarnych, a zdaniem niektórych dopiero po zakończeniu II wojny światowej [Higgs, 1992].

Po załamaniu konsensu keynesowskiego w połowie lat 70-tych polityka budżetowa stawała się coraz mniej popularna. Realne jej efekty zakwestionował Robert Barro [1974], odwołując się do ekwiwalencji Ricardo. Z kolei Thomas Sargent i Neil Wallace [1981] wskazali na korzenie fiskalne wysokiej inflacji. Ponadto dominujące stało się przekonanie, że aktywność gospodarcza, zgodnie z podejściem neoklasycznym, jest determinowana przez czynniki podażowe, a nie popytowe, jak uważał Keynes. Zatem najbardziej lapidarnie można powiedzieć, że przed Wielką

Depresją odrzucono działania dyskrecjonalne i instrumenty fiskalne jako narzędzia stabilizowania koniunktury.

W wyniku prowadzonej w okresie powojennym krytyki ekonomii keynesowskiej zakorzeniło się przeświadczenie o pierwszoplanowym miejscu polityki pieniężnej w stabilizowaniu koniunktury, przy sprowadzeniu polityki budżetowej do automatycznych stabilizatorów. Za takim podejściem przemawiały między innymi opóźnienia wewnętrzne i zewnętrzne polityki fiskalnej, jej niekeynesowskie efekty, uzależnienie od czynników politycznych, asymetria, żeby ograniczyć się do argumentów podstawowych. Ponadto zdaniem monetarystów nad efektem popytowym wydatków budżetowych dominuje efekt wypychania, przez który rozumie się wpływ ekspansji fiskalnej na wzrost stopy procentowej, zmniejszenie inwestycji i wydatków prywatnych, równoważne wzrostowi wydatków publicznych.

Krytykę polityki fiskalnej wzmacniały obawy przed niesioną przez nią niestabilnością i druzgocąca krytyka Roberta E. Lucasa, która implikowała, że skutki stabilizacyjne polityki mogą być zniwelowane przez oczekiwania i działania racjonalnych podmiotów, które obserwują proces polityczny [Auerbach, 2012]. Akceptację, chociaż również z zastrzeżeniami, zyskały jedynie automatyczne stabilizatory koniunktury oraz działania podporządkowane regułom. W rezultacie na placu boju jako narzędzie stabilizacji pozostała polityka monetarna.

Ewolucję opinii na temat pożądanых form polityki stabilizacyjnej odzwierciedlają poglądy Paula Samuelsona głoszone w kolejnych edycjach jego podręcznika. W 1955 r. pisał on „Niewielu ekonomistów uważa dziś, że polityka monetarna Rezerwy Federalnej stanowi panaceum na cykle gospodarcze”. W 1973 r. uważał już, że zarówno polityka fiskalna, jak i monetarna mają istotne znaczenie, aby w 1995 r., tym razem już wspólnie z Williamem Nordhausem, stwierdzić „Polityka fiskalna nie stanowi podstawowego narzędzia stabilizacji gospodarki Stanów Zjednoczonych. W dającej się przewidzieć przyszłości funkcję stabilizacyjną pełnić będzie polityka monetarna Rezerwy Federalnej” [Skousen, 2012].

Przekonania takie nie były niczym nadzwyczajnym. Zdaniem Johna Taylora [2008] stabilizowanie koniunktury powinno być pozostawione automatycznym stabilizatorom, natomiast dyskrecjonalne instrumenty fiskalne należy wykorzystywać do realizacji zadań długofalowych z natury podlegających rzadszym zmianom. Z kolei Martin Eichenbaum [1997] uważa, że antycykliczna polityka fiskalna nie jest ani pożądana ani politycznie wykonalna. Wtórował mu Martin Feldstein [2002], głosząc, że dyskrecjonalna polityka fiskalna nie tylko nie przyczynia się do stabilności ekonomicznej, ale również mogła być destabilizująca w przeszłości.

Poglądy te znalazły przełożenie na praktyczne działania podejmowane w krajach G-7 w ciągu 40 lat poprzedzających rok 2007. W fazie spadkowej wprowadzone były dyskrecjonalne bodźce fiskalne, ale znacznie rzadziej niż automatyczne stabilizatory czy polityka pieniężna. Dyskrecjonalne bodźce fiskalne wykorzystywano w 23% kwartałów, na które przypadała faza spadkowa z częstotliwością o połowę mniejszą niż obniżki stóp procentowych, podczas gdy automatyczne stabilizatory koniunktury uruchamiane były w 95% kwartałów faz spadkowych. Ponadto w dwóch podokresach I/1980-IV/1991 oraz I/1992-IV/2007 dyskrecjonalna ekspansja fiskalna była znacznie słabsza niż działanie automatycznych stabilizatorów oraz następowała wolniej niż zmiany stóp procentowych i automatycznych stabilizatorów [*World Economic Outlook*, 2008].

Większy jeszcze sprzeciw niż ingerencja państwa w gospodarkę wywoływało stosowanie działań dyskrecjonalnych, które zdaniem ich krytyków, ze względu na nieznaną przez podmioty gospodarcze momentu pojawienia się interwencji, jej skali, czasu trwania oraz konkretnych form wnoszą dodatkowe elementy niepewności. W przypadku aktywności państwa przedsiębiorcy i gospodarstwa domowe zmuszone są do przewidywania nie tylko normalnych skutków fluktuacji, ale również zmian powodowanych przez interwencję. Instrumenty dyskrecjonalne zamiast ograniczyć niepewność mogą przyczynić się do jej nasilenia.

Reasumując, wyniki powojennej dyskusji na temat polityki stabilizacyjnej można sprowadzić do kilku podstawowych ustaleń:

- daleko posunięty krytycyzm w stosunku do ingerencji państwa w gospodarkę;
- preferencje dla działań podporządkowanym regułom w stosunku do polityki dyskrecjonalnej;
- przedkładanie polityki monetarnej nad fiskalną;
- sprowadzenie polityki pieniężnej do walki z inflacją.

Ten wyraźnie zarysowany kierunek ewolucji zakłócił głośno obwieszczone w obliczu kryzysu finansowego, przez niektórych przynajmniej ekonomistów, powrót do recept keynesowskich. Dyskrecjonalna stabilizacyjna polityka fiskalna została reanimowana u progu Wielkiej Depresji pod tryumfalnymi, żeby nie powiedzieć tryumfalistycznymi hasłami, powrotu keynesizmu [Skidelsky, 2012]. Jednak nie było to powtórne wejście do tej samej rzeki, bowiem mimo pozornego podobieństwa do interwencjonizmu okresu międzywojennego zaznaczyły się także fundamentalne różnice.

Kluczowym aspektem polityki fiskalnej w czasie ostatniego kryzysu było masowe wsparcie udzielane przez rządy sektorowi finansowemu, między innymi w formie

zakupu toksycznych aktywów i dokapitalizowania instytucji finansowych. Skala tych niekonwencjonalnych działań znacznie przekroczyła wykorzystanie tradycyjnych instrumentów stymulowania popytu [Mounford, Uhlig, 2009]. Ponadto w ostatniej recesji pakiety fiskalne różniły się od stosowanych poprzednio dominacją wydatków w stosunku do cięć podatkowych. W Stanach Zjednoczonych bezpośrednie wydatki rządowe i transfery stanowiły prawie 2/3 całego pakietu bodźców fiskalnych wprowadzonego po 2007 r. [Leeper i inni, 2010].

Reakcja na kryzys przeniosła prowadzoną w zasadzie w całym okresie po II wojnie światowej dyskusję na temat dopuszczalności, form i metod oraz skali i zakresu polityki stabilizacyjnej ze sfery w znacznej mierze teoretycznej na płaszczyznę czysto praktyczną. W rezultacie doszło do przewartościowania wielu wydawałoby się niepodważalnych i ugruntowanych poglądów. W przewyciężaniu obecnego kryzysu, przy jednoczesnym stosowaniu niekonwencjonalnych środków polityki pieniężnej, powszechnie odwoływano do dyskrecjonalnych instrumentów fiskalnych.

2. Polityka fiskalna wobec Wielkiej Recesji

Celem tej części opracowania jest przedstawienie dwóch podstawowych form reakcji polityki fiskalnej na kryzys finansowy. Z jednej strony były to tradycyjne pakiety pobudzające popyt, z drugiej zaś bezpośrednie wsparcie udzielane w różnych formach instytucjom finansowym.

Konwencjonalna stymulacja fiskalna pojmowana jako zakupy rządowe, transfery socjalne i cięcia podatkowe sięgały 1,98 % PKB Stanów Zjednoczonych w 2009 roku (1,77 % w 2010 roku). W Unii Europejskiej tradycyjne bodźce fiskalne stanowiły w roku 2009 i 2010 odpowiednio 0,83 % i 0,73% PKB. Największa skala wsparcia sektora finansowego przypadała na rok 2009. W Stanach Zjednoczonych rządowe zakupy aktywów bankowych oraz dokapitalizowanie banków stanowiło odpowiednio 1,6% i 3,1% PKB. W Unii Europejskiej wielkości te wynosiły 2,8% i 1,9% PKB. Zatem obydwie formy wsparcia banków sięgnęły 4,7% PKB [Kollmann, Veld, 2012].

2.1 Stymulacja fiskalna

W konwencjonalne podejście keynesowskie w największej mierze wpisująca się stymulacja fiskalna. Skumulowana wartość pakietów fiskalnych zastosowanych w reakcji na kryzys w okresie 2008-2010 wyniosła 3,5% łącznego PKB krajów OECD z 2008 r. Średnia nieważona wskazuje, że typowy pakiet fiskalny wyniósł 2,5% PKB. Jednocześnie miało miejsce istotne ich zróżnicowanie, odzwierciedlające głębokość

kryzysu w konkretnym kraju, pozycję fiskalną w momencie jego wybuchu oraz skalę automatycznych stabilizatorów. Pięć krajów Australia, Kanada, Korea Południowa, Nowa Zelandia i Stany Zjednoczone wprowadziło pakiety fiskalne w skali przekraczającej 4% i aż 5,5% w Stanach Zjednoczonych. Natomiast w odróżnieniu od tego Węgry, Irlandia i Islandia zaostrzyły politykę fiskalną [*OECD Economic Outlook...*, 2009].

Zwrot w kierunku polityki fiskalnej był szczególnie znaczący w Stanach Zjednoczonych, gdzie w załamaniu 1982 r. i kolejnym w październiku 1990 r. przyjęto programy restrukcji budżetowych. Wprawdzie w 1992 r. prezydent Bush przedłożył pakiet bodźców podatkowych, który miał przyspieszyć wyjście z załamania lat 1990-91, jednak został on odrzucony przez Kongres. Sytuacja powtórzyła się na początku 1993 r., już w okresie prezydentury Clintona. Obok wielu innych podstawowym argumentem przeciwko stymulacji fiskalnej był nadmierny deficyt budżetu federalnego [Taylor, 2000]. W odróżnieniu od poprzednich przypadków wobec obecnego kryzysu Kongres i administracja Obamy, kontynuując propozycję Busha, przyjęły pakiet bodźców fiskalnych w skali przekraczającej 5% PKB, mimo, deficytu budżetowego większego niż w latach 80. i 90 [Auerbach, 2009].

O takim, nie ograniczonym wyłącznie do Stanów Zjednoczonych, zwrocie przesądziło kilka względów, które generalnie można podzielić na dwie grupy. W pierwszej mieszczą się argumenty wskazujące na przydatność polityki fiskalnej w szczególnych warunkach przy ograniczonej jedynie skuteczności polityki pieniężnej. Druga grupa argumentów ma wymiar polityczny, a nie ekonomiczny.

Jedną z przyczyn powszechnego wykorzystania polityki budżetowej było osłabienie wpływu automatycznych stabilizatorów w wyniku spłaszczenia skali podatkowej i zmniejszenia obciążeń fiskalnych. Skutkiem było zmniejszenie elastyczności wpływów podatkowych względem dochodów i tym samym osłabienie ich roli antycyklicznej [Auerbach, 2009].

Za stosowaniem polityki fiskalnej przemawiał również fakt, że w przypadku niepewności co do skuteczności poszczególnych instrumentów polityki antycyklicznej racjonalne jest ich łączenie. Wiliam Brainard [1967] wykazał, że jeżeli efekty poszczególnych instrumentów nie są znane politycy powinni wykorzystywać jednocześnie wszystkie dostępne środki, ponieważ jeżeli niepewność związana z poszczególnymi instrumentami nie jest doskonale skorelowana, to do pewnego stopnia odchylenia efektów rzeczywistych i oczekiwanych będą się niwelowały. Tak więc łączne zastosowanie instrumentów fiskalnych i monetarnych zmniejsza niepewność dotyczącą skuteczności każdego z nich oddzielnie i zwiększa szanse sukcesu.

Ekspansywna polityka monetarna wprawdzie pobudza popyt, ale jednocześnie obniża stopy procentowe, co stwarza środowisko sprzyjające powstaniu bańki spekulacyjnej, odpływowi kapitału oraz spadkowi kursu walutowego [Elmendorf, 2008]. Obawy przed nawrotem spekulacji są szczególnie duże w załamaniu spowodowanym właśnie spekulacją. Polityka fiskalna, przynajmniej teoretycznie, pozwala na uniknięcie tego typu zagrożeń.

Politykę pieniężną dodatkowo utrudnia konieczność utrzymania równowagi zewnętrznej w warunkach kruchości przepływów finansowych, spowodowanej zadłużeniem w walutach zagranicznych. Dlatego wprawdzie wszystkie banki centralne w obliczu załamania zdecydowały się na obniżenie stóp procentowych, to czyniły to obawiając się gwałtownych przepływów kapitału i nieskoordynowanych wahań kursów walutowych [Demirguc-Kunt, Detragiache, 1998].

Argumentem na rzecz powszechnego odwołania się do polityki fiskalnej była także szansa jej wykorzystania bez opóźnień, dzięki stosunkowo szybkiemu rozpoznaniu momentu załamania, uznaniu konieczności przeciwdziałania oraz przyspieszeniu i uproszczeniu w okolicznościach nadzwyczajnych żmudnych zwykle procedur parlamentarnych związanych z uruchomieniem wydatków budżetowych. W dyskusji teoretycznej nie negowano w zasadzie, że opóźnienie zewnętrzne polityki fiskalnej czyli czas reakcji gospodarki na określone działania jest mniejsze niż pieniężnej. W związku z tym, gdy w sytuacji nadzwyczajnej udało się ograniczyć opóźnienie wewnętrzne, to jest okres od momentu zaistnienia zdarzenia do chwili wypracowania sposobu przeciwdziałania, w pełni mogły się ujawnić walory polityki fiskalnej. Sprzyjał temu klimat „gaszenia pożaru” oraz kampania prezydencka w USA, kiedy to zarówno prezydent Bush jak i jego potencjalny sukcesor z przyczyn czysto politycznych musieli wykazać się aktywnością.

Oslabły również inne przeszkody stosowania polityki budżetowej. Przede wszystkim w warunkach bliskich zera stóp procentowych stosunkowo niskie były koszty finansowania wydatków rządowych. Ponadto długotrwałość recesji pozwoliła na przygotowanie chociażby projektów inwestycji infrastrukturalnych. Dzięki temu uniknięto zarzutu często kierowanego pod adresem polityki fiskalnej o chaotyczny i mało efektywny charakter wydatków podejmowanych pod presją czasu w warunkach kryzysowych [Mishkin, 2009].

Ze względu na selektywność polityka budżetowa pozwala na osiągnięcie nie tylko celów ściśle ekonomicznych, ale także społecznych. Ten ostatni element jest szczególnie istotny w przypadku obecnego kryzysu, ponieważ pozwala na ochronę najbardziej nim dotkniętych grup ludności.

Podstawowe argumenty na rzecz wykorzystania polityki fiskalnej w przezwyciężaniu kryzysu trafnie podsumował Lawrence H. Summers [2008], wskazując że polityka fiskalna:

1. pozwala osiągnąć zamierzone skutki szybciej niż pieniężna;
2. może być precyzyjnie nakierowana na ofiary kryzysu;
3. stosowanie wyłącznie polityki pieniężnej powoduje zagrożenia, takie jak deprecjacja waluty krajowej, narastanie bąbli spekulacyjnych na rynkach aktywów i pokusa nadużycia w relacjach kredytowych;
4. rozszerza zestaw instrumentów polityki antycyklicznej.

Wprawdzie nigdzie nie było to wyraźnie deklarowane, ale wydaje, że ekspansja budżetowa pozwala na uzyskiwanie rządzącym spektakularnych korzyści politycznych. Znaczące pakiety stymulacyjne, oprócz spodziewanych efektów ekonomicznych, miały przekonać obywateli o zdecydowanej woli walki rządu z kryzysem. Takiego efektu propagandowego nie daje polityka pieniężna, która jest znacznie bardziej hermetyczna i mniej czytelna dla społeczeństwa. Zawsze większe wrażenie robi liczony w miliardach pakiet stymulacji fiskalnej niż nawet znaczące obniżenie stóp procentowych. Zatem uruchomienie dyskrecjonalnej polityki fiskalnej w recesji może wynikać z czysto politycznej chęci przekonania społeczeństwa o aktywności rządu w trudnej sytuacji.

Przekonanie społeczeństwa, że rząd jest zdecydowany walczyć z kryzysem i przeznaczona na to dostatecznie duże środki może stać się samoistnym czynnikiem ułatwiającym wyjście z recesji dzięki pobudzeniu optymizmu [Taylor, 2000]. Jednak odbiór społeczny może być również przeciwny do opisanego. Zdecydowane postępowanie rządu może ugruntować przekonanie o groźbie sytuacji.

Preferencje dla polityki fiskalnej znajdują uzasadnienie w analizach empirycznych. Ekspansywna polityka pieniężna przyczyniała się do szybszego wyjścia z recesji, której nie towarzyszył kryzys finansowy, podczas gdy polityka fiskalna była nieskuteczna. Obniżka stóp procentowych o 1% poniżej poziomu wynikającego z reguły Taylora zwiększała prawdopodobieństwo wyjścia z recesji w określonym kwartale o 6% [*World Economic Outlook*, 2009]. Jednak w recesjach, którym towarzyszył kryzys finansowy rządowe wydatki konsumpcyjne wyższe o 1% podnosiły prawdopodobieństwo wyjścia z recesji w określonym kwartale aż o 16% [Bernanke, Gertler, 1989].

2.2 Wsparcie sektora finansowego

Wprawdzie orędownicy interwencji fiskalnej powoływali się na autorytet i dorobek Keynesa to jednak ich propozycje nie w pełni wpisywały się w jego koncepcję. Zasadnicza różnica dotyczyła wsparcia udzielanego sektorowi finansowemu, które przybierało różne formy:

- dokapitalizowanie banków oceniane w 20 krajach rozwiniętych średnio na 2,9% PKB;
- zakup aktywów i bezpośrednie pożyczki budżetowe w granicach 10 % PKB w Wielkiej Brytanii i Norwegii przy średniej 5,5% PKB dla 20 krajów;
- wsparcie ze strony banku centralnego przy udziale lub bez udziału budżetu;
- gwarancje płynności dla sektora finansowego.

Ostateczny koszt netto wsparcia sektora finansowego zależał od tego, jaką część zaangażowanych środków uda się odzyskać. Dla przykładu ocenia się, że w średnim okresie koszty te wyniosą netto 3,25% PKB, wobec 6,25 % udziału całkowitych wydatków na ten cel w PKB [Horton i inni, 2009].

Dramatyczne wydarzenia wybuchu kryzysu finansowego w okresie od 15 do 21 września 2008 r miały trzy charakterystyczne punkty, ilustrujące ewolucję stosunku władz amerykańskich do zjawisk kryzysowych. Pierwszym 15 września 2008 r. było bankructwo Lehman Brothers, największego banku jaki kiedykolwiek upadł w Stanach Zjednoczonych, powiązanego z wieloma krajami, instytucjami i rynkami. Brak reakcji władz mógł sprawić wrażenie, że sprawy zostaną pozostawione własnemu biegowi.

Drugim wydarzeniem był zakup przez rząd Stanów Zjednoczonych w przeddzień 16 sierpnia 2008 r. 80 % akcji AIG, jednej z największych kompanii ubezpieczeniowych na świecie. Był to czytelny sygnał, że władze nie odżegnują się od udzielania w indywidualnych przypadkach pomocy instytucjom, które popadły w kłopoty. To przejęcie nie tylko sygnalizowało, że straty wykraczają poza banki, ale również wykreowało niepewność odnośnie do sposobu reagowania władzy na ewentualne przyszłe bankructwa.

Trzecim zdarzeniem było ogłoszenie 20 września 2008 r. pierwszej wersji programu zakupu toksycznych aktywów (TARP – *Troubled Asset Relief Program*), określanego jako Plan Paulsona niejasnego pod względem szczegółów i konkretnych uregulowań. Oznaczało to kolejne rozszerzenie zakresu i skali interwencji [Reis, 2009].

Właśnie wsparcie udzielane sektorowi finansowemu wzbudziło stosunkowo najwięcej kontrowersji. Jednym z podstawowych problemów jest trudność chociażby przybliżonego oszacowania efektywności tego typu działań. W przypadku stymulacji

fiskalnej jednoznacznie zdefiniowane są koszty, natomiast wątpliwości może powodować ocena korzyści. Natomiast w przypadku sektora finansowego niepewne są obydwie strony rachunku. W kalkulacji kosztów wsparcia sektora finansowego proponowane są następujące rozwiązania:

- wsparcie kapitałowe zwiększa wydatki w pełnej wysokości w jakiej zostało udzielone;
- zakup akcji oraz aktywów banków i innych instytucji finansowych oznacza koszty jedynie w przypadku, gdy jak to się z reguły dzieje, cena zakupu znacząco przewyższa bieżącą cenę rynkową i nie ma szans ich odsprzedaży co najmniej po cenie zakupu;
- pożyczki generują koszty tylko jeżeli zagrożona jest ich spłata;
- gwarancje są źródłem kosztów dopiero, gdy stają się wymagalne;
- opłaty, odsetki i dywidendy wpływają na koszty tak samo jak inne wpływy i wydatki;
- operacje banku centralnego oddziałują raczej na jego bilans, a nie bezpośrednio na budżet.

Tym niemniej operacje takie mogą oddziaływać na budżet poprzez transfer zysków lub konieczność dokapitalizowania [*Fiscal Implications...*, 2009].

Tak więc w momencie podejmowania interwencji można określić wartość podejmowanych zobowiązań, ale nie faktycznych nakładów. Przykładem mogą być gwarancje dla depozytów. Wynikające z tego koszty w skrajnym i czysto hipotetycznym przypadku mogą być równe całkowitej wartości depozytów lub wynieść zero, jeżeli nie będzie konieczne wykorzystanie zarezerwowanych środków. Podobnie znane są koszty zakupu "toksycznych" aktywów, ale po powrocie normalności mogą one zostać sprzedane i wpływy z tego tytułu pomniejszą wydatki w stopniu zależnym od ceny zbytu. W wyniku tego typu uwarunkowań koszty netto interwencji można określić dopiero z opóźnieniem kilku lub nawet kilkunastoletnim.

Skutki te można w przybliżeniu ocenić na podstawie przeszłych doświadczeń. W podgrupie 49 kryzysów wyodrębnionych spośród 122 systemowych kryzysów finansowych, które miały miejsce na świecie od początku lat 70. bezpośrednie koszty netto ratowania systemu bankowego wynosiły przeciętnie 13% PKB, przy medianie 10% i maksimum bliskim 55% w niektórych krajach rozwijających się. Liczby te uwzględniają już przychody ze sprzedaży przejętych aktywów w ciągu 6 lat od wybuchu kryzysu [*Public Finances...*, 2009]. W przypadku 39 kryzysów w latach 1980-2003 stopa zwrotu poniesionych kosztów wynosiła średnio 20% przy medianie

równej 8% oraz maksimum sięgającym 94% i minimum równym 0 % [*The State of Public Finances...*, 2008].

Przedstawione trudności związane z kalkulacją kosztów interwencji w sektorze finansowym oznaczają w gruncie rzeczy, że rząd angażuje się w grę hazardową, w której stawki i reguły gry nie są znane. W czasie ostatniego kryzysu skala realizowanych działań była imponująca. Od 2007 r. rząd Wielkiej Brytanii podjął zobowiązania wynoszące ponad bilion funtów w związku z ratowaniem banków. Wielkość ta podlegała istotnym fluktuacjom, aby w marcu 2011 r. osiągnąć ponad 450 mld funtów, co stanowiło 31% PKB. Z tej kwoty 123 mld funtów przypadają na zakup długów lub udziałów, co wymagało rzeczywistego wydatkowania pieniędzy, a pozostała część to gwarancje, które nigdy nie zostały wypłacone [*Final Report*, 2011]. Z kolei w Stanach Zjednoczonych koszty zakupu toksycznych aktywów okazały się niższe niż oczekiwano i wyniosły ostatecznie 21 mld USD [*Report on the Troubled Asset...*, 2013].

Niższe niż zakładano koszty w niewielkiej tylko mierze osłabiają krytycyzm w stosunku do ratowania sektora finansowego. Wygrana w ruletkę nie oznacza, że podjęcie gry nie było przedsięwzięciem ryzykownym. Jeżeli nawet ponoszone przez budżet koszty zostaną zwrócone, to nie oznacza to bynajmniej zrekompensowania całkowitych strat społecznych. Wprawdzie społeczeństwo nie będzie musiało płacić podwyższonych podatków w celu sfinansowania deficytu, to i tak poniesie straty chociażby w postaci niższych przyszłych emerytur, zamrożenia pensji pracowników sektora publicznego czy też zredukowania programów pomocy społecznej. Niezależnie od trudności z wyznaczeniem kosztów w krytyce wsparcia udzielanego sektorowi finansowemu wymienia się jego charakter doraźny. Jak już wcześniej wskazywano reagowano pod wpływem presji rynkowej bez jednoznacznie zdefiniowanych kryteriów, stosownej diagnozy i adekwatnego programu restrukturyzacji [*Global Economic Policies...*, 2009]. Wsparcia udzielano bez wyraźnego planu i określonych zasad. Świadczy o tym odmienne reagowanie władz Stanów Zjednoczonych w podobnych na pozór sytuacjach:

- bank inwestycyjny Bear Stearns został sprzedany JPMorgan Chase;
- bank inwestycyjny Lehman Brothers zbankrutował;
- 80 % akcji AIG zostało przejętych przez rząd Stanów Zjednoczonych;
- Fannie Mae i Freddie Mac zostały poddane kurateli przez Federal Housing Finance Agency;
- Washington Mutual Inc. zostało sprzedane JPMorgan Chase;

- holding Wachovia został przejęty przez Wells Fargo w wyniku wymuszonej przez rząd Stanów Zjednoczonych sprzedaży, która zapobiegła bankructwu;
- amerykańską korporację usług finansowych PNC przejął National City [O'Driscoll, 2009].

Tak realizowane operacje ratunkowe paradoksalnie zwiększają niepewność na rynku i zmniejszają jego przejrzystość, bowiem nigdy nie było wiadomo z góry jaka będzie forma i skala oraz na jakich zasadach będzie udzielana pomoc.

Porównanie strategii ratowania instytucji finansowych i dopuszczenia do bankructwa wymaga uwzględnienia wpływu każdego z tych rozwiązań na efektywność ekonomiczną, redystrybucję bogactwa, oraz długość i głębokość kryzysu finansowego. Wspieranie banków i innych instytucji finansowych w trakcie ostatniego kryzysu uzasadniano koniecznością ratowania ich przed upadłością o nieobliczalnych konsekwencjach. Jednak bankructwa są nieodłącznym elementem gospodarki rynkowej. Dostarczają one informacji o nietrafionych inwestycjach i pozwalają na przesunięcie środków od mniej do bardziej efektywnych zastosowań. Ratowanie banków wymaga uzasadnienia, że konsekwencje ich upadłości wykrócą daleko poza skutki normalnych procesów dostosowawczych [Miron, 2009].

Rządy przeznaczały, jak wskazano, olbrzymie środki publiczne na pomoc prywatnym instytucjom finansowym, które wcześniej nie podlegały regulacji. Z perspektywy redystrybucji bogactwa ratowanie banków oznacza transfer dochodów od przeciętnych podatników do podmiotów, które czerpały korzyści z prowadzenia ryzykownej działalności. Określano to lapidarnie mianem prywatyzacji zysków i uspołecznienia strat. Było to nie tylko naruszenie elementarnych zasad sprawiedliwości, ale również reguł gospodarki rynkowej, bowiem ponoszeniu ryzyka w poszukiwaniu zysku w okresach pomyślnych powinna towarzyszyć perspektywa strat w czasach gorszych. Ryzyko, stanowiące nieodłączny element działalności gospodarczej, jest podstawowym uzasadnieniem zysku przedsiębiorców.

Ratowanie sektora finansowego nie sprzyjało realnemu rozwiązaniu problemów, ale oznaczało jedynie ich odroczenie. Operacje ratunkowe zwiększają ryzyko nadużycia, zachęcając do działań nierozważnych w przyszłości, bowiem były nagrodą dla tych, którzy podejmowali błędne decyzje. W rezultacie praca i kapitał pozostawały zaangażowane w mało efektywnych zastosowaniach. Kryteria podejmowania przyszłych inwestycji zostaną zdeformowane przez ryzyko nadużycia. Zwiększa to groźbę kryzysu finansowego w przyszłości [de Cordoba, Kehoe, 2009].

Przed wybuchem kryzysu wskazywano na dwie choroby trapiące sektor finansowy: nadmierne jego rozmiary oraz narastanie problemu „zbyt duży, by upaść”. Zwykle

recesja ułatwia usunięcie tego typu patologii, likwidując dysproporcje w strukturze gospodarki. Tymczasem kryzys finansowy nie tylko nie przyczynił się do uzdrowienia sytuacji, ale mógł spowodować utrwalenie lub wręcz zaostrzenie patologii. Duże instytucje finansowe nie tylko nie zostały poddane restrukturyzacji, ale wręcz umocniła się wiara w oferowaną im przez państwo ochronę.

Formą pomocy udzielanej bankom często było przejęcie przez rządy udziałów. Wprawdzie powszechnie deklarowano ich sprzedaż, gdy tylko stanie się to możliwe jednak nie należy również pomijać zagrożeń, związanych przede wszystkim z wpływem czynników politycznych na działalność kredytową banków. Bankom trudno przeciwstawić się naciskom, bowiem rząd może odmówić dalszego wsparcia finansowego lub sprzedać udziały. W efekcie kredyty będą udzielane niezgodnie z kryteriami ekonomicznymi. Niespotykana pod względem skali interwencja rządu w sektorze finansowym może się stać w przyszłości argumentem na rzecz wsparcia innych dziedzin gospodarki.

Wbrew wiązaniem z nią nadziejom pomoc finansowa dla banków może wydłużyć i utrudnić wychodzenie z recesji. Uzasadnione oczekiwania, że zostaną podjęte działania naprawcze sprawia, że instytucje finansowe rezygnują z przeprowadzania lub odraczają w czasie samodzielne działania naprawcze, przyjmują postawę wyczekującą, rezygnując ze sprzedaży aktywów lub firm, co utrudnia i wydłuża wycenę ich realnej wartości rynkowej.

Ponadto nie ma żadnej gwarancji że zastrzyk gotówki dla banku przyczyni się do zwiększenia akcji kredytowej, bowiem dodatkowe środki mogą zostać przeznaczone, jak to się wielokrotnie działo, na wypłaty gratyfikacji dla personelu czy zysków dla akcjonariuszy lub po prostu powiększą rezerwy. Obserwacje przeszłości wskazują, że banki zasilone rządowymi zastrzykami gotówki prowadziły działalność kredytową i inne operacje podobnie jak pozostałe banki niedotknięte kryzysem [Bent, 2004].

3. Niekonwencjonalna polityka monetarna

W odróżnieniu od polityki fiskalnej, która w znacznym stopniu pozostawała w tradycyjnych ramach znacznie większym zmianom w wyniku kryzysu uległa polityka monetarna i pojawiła się jej niekonwencjonalna odmiana. Dogodnym punktem wyjścia rozmowy na jej temat powinno się stać przypomnienie tradycyjnych instrumentów i celów polityki pieniężnej, bowiem oryginalny charakter obecnie stosowanych rozwiązań ujawnia się dopiero w konfrontacji z rutyną. Głównym celem polityki monetarnej była niska i stabilna inflacja, a podstawowym instrumentem realizacji tego zadania była jednodniowa stopa procentowa (pieniądz nocny) na międzybankowym

rynku pieniężnym, kształtowana przez podaż pieniądza banku centralnego dzięki operacjom otwartego rynku. Wysokość pożądaných stóp procentowych była określana na podstawie szerokiego spektrum sygnałów makroekonomicznych, często z odwołaniem się do reguły Johna B. Taylora [1993]. W rezultacie stopy procentowe reagowały na inflację i lukę produktową. W celu zminimalizowania ryzyka bilansowego banku centralnego wszystkie operacje służące zapewnieniu płynności realizowano w formie warunkowego zakupu pod precyzyjnie określony zastaw. Te podstawowe działania wspomagała polityka informacyjna banku centralnego. Zwykle wystarczało to do pobudzenia gospodarki w załamaniu i powściągnięcia presji inflacyjnej w ożywieniu oraz zapewnienia sprawnego funkcjonowania rynków pieniężnych [Smaghi, 2009].

Do momentu wybuchu kryzysu finansowego polityka monetarna prowadzona była w dobrze zdefiniowanych ramach. Zmiany krótkookresowych stóp procentowych dzięki arbitrażowi były transmitowane na długookresowe stopy zwrotu z papierów rządowych i innych bardziej ryzykownych aktywów. Nominalne stopy procentowe przekładały się na realne stopy procentowe, które z kolei wpływały na decyzje dotyczące konsumpcji, inwestycji i zatrudnienia. Transmisja dokonywała się w ramach stabilnego systemu bankowego, pozwalającego gospodarstwom domowym i przedsiębiorstwom na reagowanie na impulsy ze strony polityki monetarnej poprzez zaciąganie pożyczek pod zastaw przyszłych wpływów lub poprzez udostępnianie nadwyżek dochodów [Global Impact and..., 2013].

Motywy odwołania się do niekonwencjonalnej polityki monetarnej były wyzwania, przed którymi stanęła polityka stabilizacyjna, nie tylko zresztą monetarna, w kryzysie. W tej kategorii mieściła się:

- konieczność stymulowania gospodarki przy bliskim zera poziomie stóp procentowych (*zero lower bound-ZLB*);
- potrzeba przywrócenia funkcji pełnionych przez rynki finansowe i zapewnienia stabilności finansowej;
- skala i trwałość załamania w sferze realnej gospodarki.

Bariera zerowych stóp procentowych przestała być, wbrew wcześniejszym opiniom, zagrożeniem czysto teoretycznym. Sukcesy banków centralnych w walce z inflacją w okresie poprzedzającym ostatni kryzys i towarzyszące temu niskie stopy procentowe zwiększyły prawdopodobieństwo zbliżenia ich do zera, co wykluczyłoby stosowanie obniżek stóp procentowych do stymulowania popytu.

W Stanach Zjednoczonych stopy procentowe, niezależnie od krótkookresowych fluktuacji, wykazywały wyraźne zmiany długookresowe, polegające na wzroście do

1982 r. i spadku w latach następnych. Natomiast ich wahania były powiązane z biegiem koniunktury. Recesję poprzedzało z reguły podniesienie przez Fed stóp procentowych w celu przeciwdziałania inflacji. Tak działo się przed załamaniem koniunktury w 1969 r, 1981 r. czy 1990 r. Stwarzało to przestrzeń do późniejszych obniżek stóp procentowych, wystarczających do ożywienia budownictwa mieszkaniowego oraz innych składników popytu wrażliwych na warunki rynku kredytowego i sprzyjało powrotowi pomyślnej koniunktury.

Źródeł niekonwencjonalnej polityki monetarnej należy upatrywać nie tylko w specyficie kryzysu, ale również w przemianach światowego systemu finansowego w ciągu ostatnich 20 - 30 lat. W tym czasie standardem stał się swobodny przepływ kapitałów. Od końca lat osiemdziesiątych aktywa korporacyjne, będące przedmiotem obrotu w skali globalnej w znacznej mierze zastąpiły kredyt bankowy jako źródło finansowania działalności gospodarczej. Instrumenty pochodne zdobyły prawo obywatelstwa we wszystkich segmentach rynków finansowych. Znaczącym ich ogniwem stały się instytucje szeroko korzystające z dźwigni finansowej. Doszło do ekspansji złożonego i wysoce zintegrowanego światowego przemysłu finansowego, funkcjonującego przez siedem dni w tygodniu i 24 godziny na dobę.

Te przemiany strukturalne wyzwoliły radykalny wzrost powiązań inwestorów, oszczędzających, uczestników rynków finansowych i wszystkich pozostałych podmiotów ekonomicznych na poziomie globalnym. Występuje silny związek między tymi współzależnościami o całkowicie nowym charakterze i wyłaniającymi się cechami światowego systemu ekonomicznego i finansowego, przejawiającymi się między innymi w nadzwyczajnie szybkiej transmisji szoków, jak to miało miejsce po bankructwie banku Lehman Brothers w połowie września 2008 roku. Bankructwo Lehman Brothers z jednej strony było wydarzeniem znaczącym ze względu na spowodowane skutki, z drugiej jednak z perspektywy światowych instytucji finansowych i nagromadzonych przez nie aktywów było incydentem stosunkowo mało istotnym. Oznacza to, że gwałtowny kryzys globalny może być wywołany przez stosunkowo błądy i mało prawdopodobny epizod na rynku finansowym [Trichet, 2013].

Osłabienie skuteczności tradycyjnej polityki pieniężnej spowodowane było również destabilizacją rynków finansowych, zakłócającą mechanizmy transmisji monetarnej. Spadek cen obligacji emitowanych pod zastaw kredytów hipotecznych i instrumentów pochodnych odzwierciedlał obawy przed przyszłymi bankructwami. Prowadziło to do erozji kapitału instytucji finansowych, podważając ich skłonność i zdolność do

udzielania kredytów. Rezultatem była dysfunkcjonalność rynku kredytowego, który nie zapewniał pożyczek i przestał reagować na zmiany stóp procentowych.

Zatem kryzys polegał między innymi na zamrożeniu rynku kredytowego czyli przejściu od paradygmatu rynku doskonałego do modelu Akerloffa z asymetrią informacji, gdzie w wyniku negatywnej selekcji całkowicie zamierał handel, ponieważ nie było ceny równoważącej rynek. Przyczyną tego przejścia było utrata przejrzystości rynków finansowych, złożoność instrumentów finansowych, wzrost ryzyka związanego z zastawem, na podstawie którego emitowane były obligacje, zawodność instytucji ratingowych, brak reguł antykryzysowych. Dodatkowymi czynnikami był niedostatek płynności, mimo zasilania ze strony banków centralnych, skupienie toksycznych aktywów w niewielkiej grupie instytucji finansowych, procykliczne efekty uregulowań Bazylei II, brak systemowych rozwiązań pomocy udzielanej niewypłacalnym bankom, systemy wynagradzania i premiowania zachęcające pracowników banków do podejmowania nadmiernego ryzyka, połączone z brakiem troski o długookresowe interesy akcjonariuszy [Dewatripont, Portes].

Od klasyki niekonwencjonalna polityka monetarna odbiega w wielu aspektach. Wśród najważniejszych można wskazać następujące:

- zaangażowanie banku centralnego w operacje na rynku aktywów długoterminowych;
- włączenie się banku centralnego w transakcje aktywami korporacyjnymi;
- poszerzenie kręgu partnerów banku centralnego o inne niż banki komercyjne instytucje finansowe;
- oddziaływanie banku centralnego na długoterminowe realne stopy procentowe;
- wzrost znaczenie polityki informacyjnej banku centralnego;
- dążenie do przywrócenia sprawnego funkcjonowania rynków finansowych i odbudowa kanałów transmisji monetarnej.

Zobowiązanie banku centralnego do utrzymywania niskich stóp procentowych może być bezwarunkowe lub warunkowe. W pierwszym przypadku są one utrzymywane przez ściśle określony z góry czas, a łagodzenie polityki pieniężnej polega na wydłużaniu tego okresu. Zobowiązanie warunkowe uzależnia charakter polityki od sytuacji makroekonomicznej, np. tempa wzrostu gospodarczego [Bernanke, Reinhart, 2004].

Fundamentem niekonwencjonalnej polityki monetarnej, często traktowanym wręcz jako jej synonim, stało się luzowanie ilościowe, oznaczające ekspansję bilansu banku centralnego, a w szczególności bazy monetarnej. Jednocześnie nie zmienia ono struktury jego aktywów. Innymi słowy zasoby konwencjonalnych aktywów

utrzymywanych przez bank centralny w normalnych czasach po prostu rosną. Natomiast w przypadku luzowania jakościowego w czystej postaci całkowity bilans banku centralnego pozostaje niezmieniony, natomiast zmienia się jego struktura, jako że nietypowe aktywa zostają wprowadzone w miejsce tradycyjnych [Lenza i inni, 2010].

Banki centralne, chociaż w mniejszej skali, już wcześniej podejmowały operacje podobne do obecnych. Na przykład Fed próbował wpłynąć na długi koniec krzywej dochodowości w ramach operacji Twist na początku lat 60. Luzowanie ilościowe zastosował Bank Japonii w 2001 roku w celu przewyciężenia deflacji. W momencie wybuchu kryzysu finansowego luzowanie ilościowe było zastosowane w Stanach Zjednoczonych, Wielkiej Brytanii oraz w strefie euro.

Ekonomiczna logika luzowania ilościowego została wyłożona w 2004 r. przez ówczesnego szefa Fed Bena Bernanke [2004]. Koncepcja ta jest osadzone w przeszłości i odwołuje się do propozycji Jamesa Tobina i Willema Buitera [1978] kupowania przez Fed aktywów w celu podniesienia ich cen i tym sposobem stymulowania inwestycji. Interwencja na rynku aktywów oznacza wzrost ich cen i tym samym obniżenie ich stóp zwrotu.

W ślad za ekstremalnymi zakłóceniami na rynku finansowym u schyłku 2008 r. Fed proklamował nadzwyczajny program zakupu dużych ilości długookresowych papierów w celu poprawienia sytuacji na rynku kredytów, zwłaszcza hipotecznych. 25 listopada 2008 r. Fed ogłosił zakup długu sponsorowanych przez rząd przedsiębiorstw (*GSE-Government Sponsored Enterprises*), takich jak Fannie Mae i Freddie Mac w wysokości 100 mld USD oraz obligacji emitowanych pod zastaw kredytów hipotecznych (*MBS-Mortgage Backed Securities*) o wartości 500 mld USD w celu zmniejszenia premii za ryzyko na papierach GSE i uspokojenia nastrojów na rynku kredytów mieszkaniowych. 18 marca 2009 r. Federalny Komitet do spraw Operacji Otwartego Rynku (*FOMC-Federal Open Market Committee*) ogłosił zakup MBS za dodatkowe 750 mld USD, za 100 mld USD długów agencji i za 300 mld USD długoterminowych obligacji skarbowych.

Polityka może być uznana za niestandardową nie tylko ze względu na wykorzystywane instrumenty, ale również ze względu na partnerów operacji. Tradycyjnie banki centralne miały do czynienia wyłącznie z bankami komercyjnymi, ponieważ są one regulowanymi instytucjami kluczowymi dla systemu płatniczego i kredytowego. W reakcji na kryzys banki centralne stanęły przed wyborem czy nadal prowadzić operacje z dotychczasowymi partnerami czy też rozszerzyć ich krąg. Decyzja o powiększeniu grona kontrahentów odzwierciedlała zasadniczy wybór

koncepcji w kreowaniu polityki niestandardowej. Taki wybór przesądza zwłaszcza o tym, czy polityka niekonwencjonalna zastępuje rynek, czy też pobudza jego aktywność. Rozszerzenie kręgu partnerów oznacza, że w operacjach dokonywanych dotąd między podmiotami prywatnymi jako jedna ze stron pojawia się bank centralny [Lenza i inni, 2010].

Niezależnie od przypisywanego jej znaczenia i poświęcanej uwagi zakres stosowania niekonwencjonalnej polityki monetarnej był stosunkowo ograniczony. Na liście 56 informacji o niekonwencjonalnej polityce monetarnej w okresie od września 2008 r. do października 2009 r. dokonanych przez grupę 13 banków centralnych, które odwoływały się do celu inflacyjnego jako zasady jedynie 12 posunięć dotyczyło zakupu aktywów lub bezpośrednich pożyczek udzielanych niebankowym instytucjom finansowym przez banki centralne Stanów Zjednoczonych, Kanady, Szwajcarii i Wielkiej Brytanii [Cespedes i inni, 2011]. Z kolei na 34 rynkach wschodzących niekonwencjonalna polityka monetarna między wrześniem 2008 r. i majem 2009 r. miała charakter interwencji na rynku walutowym oraz służyła zapewnieniu płynności na rynku wewnętrznym, podczas gdy jedynie 3 przedsięwzięcia spośród 205 przybrały postać ułatwień kredytowych [Ishi, 2009].

Stosowną miarą skali zastosowania niekonwencjonalnej polityki monetarnej może być skala rozszerzenia bilansu banku centralnego od momentu wybuchu kryzysu datowanego na połowę września 2008 r. Bilans EBC wzrósł z 6 do 16 % PKB. Stosowne liczby dla Fed wyniosły 6% i 18%. W Wielkiej Brytanii udział bilansu banku centralnego zwiększył się o 15 % PKB, z 6% do 21%. Dla Japonii ten wzrost wyniósł 12% PKB, z 15% do 27% [Trichet, 2013].

3.1 Mechanizm oddziaływania na gospodarkę niekonwencjonalnej polityki monetarnej

Niekonwencjonalna polityka monetarna wpływa na gospodarkę kilkoma kanałami. Pierwszym jest tradycyjny keynesowski kanał stóp procentowych, działający poprzez oprocentowanie długookresowych obligacji i strukturę terminowych stóp procentowych. Obniżenie długookresowych stóp procentowych zachęca przedsiębiorców i gospodarstwa domowe do zaciągania kredytów.

Drugim jest kanał rynku akcji i współczynnika q Tobina, ponieważ część dodatkowych środków jest przeznaczana na zakup akcji, co powoduje wzrost ich cen i zachęca do inwestycji. Trzecim jest oddziaływanie na konsumpcję poprzez, wynikający ze wzrostu cen aktywów, efekt zamożności. Kanał czwarty związany jest z oczekiwaniami inflacyjnymi. Wyższa spodziewana inflacja decyduje o przesunięciu

wydatków inwestycyjnych i konsumpcyjnych z przyszłości do teraźniejszości, w celu uniknięcia wyższych przyszłych cen [Neary, Stgilitz, 1983]. Zjawisko to można określić mianem przyspieszenia wydatków, które koresponduje z monetarystycznym argumentem o zwiększeniu szybkości obiegu pieniądza. Nie powoduje ono wzrostu popytu w perspektywie kilku lat, ale wpływa na jego rozkład w czasie. Piąty kanał dotyczy rynku walutowego, jako że część zwiększonej płynności jest kierowana na zakupy walut obcych, traktowanych jako jeden z aktywów, co prowadzi do pobudzającej eksport i ograniczającej import deprecjacji [Palley, 2011].

Po szóste, różniące się płynnością i ryzykiem aktywa finansowe nie są doskonałymi substytutami. Zatem dokonywane na dużą skalę przez bank centralny zakupy mogą wpłynąć na popyt relatywny i ceny względne różnych aktywów, powodując restrukturyzację portfeli inwestorów. Po siódme, bank centralny może wykorzystywać luzowanie ilościowe ażeby zademonstrować swoje przywiązanie do utrzymywania niskich stóp procentowych. Ich wzrost oznaczałby bowiem, że bank poniesie straty na części aktywów długoterminowych znajdujących się w portfelu. Wiarygodne przywiązanie do niskich stóp procentowych buduje zaufanie i obniża premię za ryzyko, co podtrzymuje ceny aktywów.

Po ósme, poprzez kanał pożyczek bankowych niekonwencjonalna polityka monetarna może, dzięki większej dostępności funduszy, bezpośrednio złagodzić warunki finansowe i zwiększyć podaż kredytów dla przedsiębiorstw. Zakupy aktywów podnoszą ich ceny, poprawiając bilanse banków i przedsiębiorstw, co zwiększa ich wiarygodność i obniża koszty finansowania zewnętrznego, pobudzając wydatki, produkcję i zatrudnienie. Po dziewiąte, luzowanie ilościowe może także działać poprzez kanał płynności, obniżając premię za płynność i tym samym koszty pożyczania dla sektora prywatnego dzięki temu, że bank centralny zapewnia tanią płynność instytucjom finansowym [Qianying, 2012].

To, czy i w jakim stopniu osiągnięte w wyniku efekty polityki niekonwencjonalnej spełniły oczekiwania pozostaje sprawą otwartą, natomiast wskazuje się na niepożądane skutki niekonwencjonalnej polityki monetarnej.

3.2 Efekty uboczne niekonwencjonalnej polityki monetarnej

Wymienione mechanizmy mogą spowodować pożądane efekty w postaci pobudzenia aktywności gospodarczej. Jednocześnie jednak nie można bagatelizować potencjalnych skutków ubocznych związanych z niekonwencjonalną polityką monetarną, takich jak:

- deformacja mechanizmów rynkowych;
- nasilenie inflacji;

- fluktuacje kursów walutowych;
- gwałtowne zmiany kierunków przepływu kapitałów;
- osłabienie niezależność banku centralnego;
- redystrybucja dochodów.

Deformacja mechanizmów rynkowych. Konwencjonalna polityka monetarna próbuje, na ile to możliwe, równomiernie wpływać na wszystkie sektory gospodarki, chociaż jej skutki silniej odczuwają sektory wrażliwe na ruch stóp procentowych. W odróżnieniu od tego polityka niekonwencjonalna w większym stopniu oddziałuje na pewne sektory w sposób zamierzony, a ich różnicowanie nie było ubocznym, ale zamierzonym efektem niekonwencjonalnej polityki monetarnej [Montecino, Epstein, 2014].

Niekonwencjonalna polityka monetarna może deformować funkcjonowanie i zmniejszać płynność na rynkach, na których zaangażowanie banku centralnego jest szczególnie duże. Każde działanie, które zniekształca rynek, określane mianem manipulacji w przypadku podmiotów prywatnych, deformuje sygnały cenowe w gospodarce realnej i potencjalnie wiedzie do błędnej alokacji zasobów. Jeżeli bank centralny stanie się on dominującym nabywcą płynność rynku może spaść tak, że ceny przestaną pełnić funkcję informacyjną [100th Annual Report, 2013].

W pierwszej kolejności niekonwencjonalna polityka monetarna może opóźnić powrót do równowagi na rynku mieszkaniowym, ponieważ wielu właścicieli nadal posiada domy o standardzie nieadekwatnym do ich dochodów i zamożności. Jednak ekspansywna polityka monetarna ułatwia pozostawanie w tych domach dzięki refinansowaniu kredytu na warunkach dogodniejszych niż rynkowe. Wprawdzie dzięki ograniczeniu podaży pomaga to ustabilizować rynek w krótkim okresie i podtrzymać ceny, ale nie musi być dobroczynne dla gospodarstw domowych i funkcjonowania rynku w długiej perspektywie.

Ponieważ domy podlegają deprecjacji gospodarstwa domowe ponoszą straty w wyniku spadku ich wartości, bądź w celu jej podtrzymania muszą ponosić wydatki wyższe niż w przypadku braku luzowania ilościowego. To implikuje mniejsze oszczędności i wolniejszą poprawę bilansów gospodarstw domowych. W przypadku braku luzowania ilościowego domy zostałyby sprzedane osobom bardziej zdolnym do ich eksploatacji. Jeżeli więc nawet luzowanie ilościowe podtrzymuje rynek, to jednocześnie generuje ukryte koszty w formie błędnej alokacji zasobów mieszkaniowych [Will U. S. *Quantitative Easing...*].

Jednym ze wspomnianych mechanizmów oddziaływania niekonwencjonalnej polityki monetarnej na gospodarkę jest restrukturyzacja portfela prywatnych

inwestorów, która w warunkach niedoskonałej substytucyjności aktywów zniekształca rynek. Oznacza to zwłaszcza spadek wolnej od ryzyka stopy zwrotu z papierów skarbowych, która jest często traktowana jako podstawa wyceny innych aktywów. Deformacja stopy zwrotu z papierów skarbowych może prowadzić do przeszacowania wartości innych aktywów i w skrajnym przypadku do powstawania baniek spekulacyjnych [Mortimer-Lee, 2012]. Specyficzne efekty sektorowe będą tym słabsze im mniejsza jest segmentacja pomiędzy rynkami aktywów. Wówczas skutki polityki niekonwencjonalnej nie będą się ograniczały do rynków, na których interwencja jest bezpośrednio podejmowana, bowiem z coraz mniejszą siłą będą się rozprzestrzeniały na rynki podobnych aktywów [Minegishi, Cornede, 2010].

Poprzez kreowanie płynności polityka niekonwencjonalna zwiększa skłonność do podejmowania ryzyka i sprowadza niebezpieczeństwo powstawania baniek spekulacyjnych. Pewna doza ryzyka jest niezbędna dla sprawnego funkcjonowania systemu gospodarczego. Ponieważ awersja do ryzyka narastała systematycznie w czasie kryzysu finansowego jej obniżenie może być efektem pożądanym.

Inne zagrożenie związane z polityką niekonwencjonalną polega na nieefektywnej alokacji pieniądza w gospodarce w wyniku ograniczenia roli międzybankowego rynku pieniężnego. Pożytki z istnienia zdecentralizowanego rynku pieniężnego polegają między innymi na tym, że jego uczestnicy uwzględniają ryzyko partnera przy wyznaczaniu oprocentowania pożyczek. Mechanizm ten podlega destrukcji, gdy wszyscy uczestnicy rynku mogą korzystać nieograniczenie z płynności udostępnianej przez bank centralny. W rezultacie część dyscyplinujących funkcji rynku może zostać bezpowrotnie utracona w wyniku przekonania o ponownej ingerencji władz monetarnych w przypadku perturbacji [Rochet, Tirole, 1996].

Nasilenie inflacji. Inflacyjne efekty polityki niekonwencjonalnej mogą wykraczać poza skutki wywoływane tradycyjnie przez ekspansywną politykę monetarną. Wiąże się to przede wszystkim ze stworzeniem środowiska, w którym podmiotom gospodarującym trudno jest przewidywać wpływ polityki pieniężnej na ceny.

Ekspansja bilansu banku centralnego podważa wiarę w płynny odwrót od polityki akomodacyjnej, prowadząc do nie zawsze pożądanego wzrostu oczekiwań inflacyjnych [Bernanke, 2010]. Przyszłe ryzyko inflacji, uwzględnione w bieżących jej przewidywaniach spowoduje wzrost cen i płac, prowadzący do nasilenia inflacji na krótką metę. Zagrożenia tego typu są stosunkowo niewielkie w warunkach obaw przed deflacją, ale mogą ujawnić się w przeszłości.

Niekonwencjonalna polityka monetarna może wpływać na inflację poprzez zaufanie jakim obdarzany jest bank centralny i wiarę w jego niezależność.

Oczekiwania inflacyjne mogą zostać pobudzone, jeżeli podmioty gospodarujące będą dostrzegały ryzyko, że swoboda przyszłego działania banku centralnego będzie ograniczona przez rozbudowany bilans, nadmierne rezerwy lub obawy, że konieczność ratowania sektora finansowego powstrzyma bank centralny przed adekwatnym dostosowywaniem stóp procentowych.

Kurs walutowy. W analizie wpływu niekonwencjonalnej polityki monetarnej na kształtowanie się kursu walutowego szczególnie przydatna jest sformułowana przez Rudigera Dornbusch'a [1976], pokrewna koncepcji Jeffrey A. Frankela [1986], hipoteza przestrzelenia, do którego dochodzi, jeżeli współlistnieją sektory o sztywnych i elastycznych cenach, a jedną z nich jest kurs walutowy. Prowadząca do spadku stóp procentowych ekspansja monetarna, kreuje oczekiwania deprecjacji w długim horyzoncie. To zmniejsza atrakcyjność aktywów krajowych, powoduje odpływ kapitału i deprecjację w krótkim okresie w skali większej niż wynikająca z wymogów równowagi długookresowej.

W analizie konsekwencji polityki niekonwencjonalnej dla kształtowania się kursu walutowego odwoływano się do doświadczeń Wielkiego Kryzysu, kiedy powszechna konkurencyjna dewaluacja powodowała, zgodnie z obiegowym sloganem, zubożanie sąsiada. Poszukiwaniu tego typu analogii przeciwstawia się Ben Bernanke. Jego zdaniem akomodacyjna polityka pieniężna prowadzona w większości krajów rozwiniętych w celu stymulowania wzrostu gospodarczego nie pozwala spodziewać się znaczących zmian kursu walutowego między nimi. Dlatego też korzyści z akomodacyjnej polityki pieniężnej płyną głównie ze stymulowania popytu wewnętrznego, a nie ze zmian relacji kursowych. Zewnętrzne efekty takiej polityki są również, jego zdaniem, pozytywne. Zamiast więc o polityce zubożania sąsiada można mówić o jego wzbogacaniu w wyniku ożywienia koniunktury.

Sytuacja nie jest równie jednoznaczna w relacjach z krajami rozwijającymi się. Wynika to po części z odmiennych priorytetów w polityce gospodarczej. W krajach rozwiniętych jej podstawowym celem jest utrzymanie popytu wewnętrznego na poziomie zapewniającym stabilność cen i, w niektórych przypadkach, pełne zatrudnienie. W odróżnieniu od tego wiele krajów rozwijających się w ostatnich latach realizowało politykę rozwoju przez eksport i dlatego mogą być one bardziej wrażliwe na ograniczającą go aprecjację.

Jednak praktycznego wymiaru tych efektów nie należy przeceniać. Po pierwsze, zmiany kursów walutowych w krajach rozwijających się wazone udziałem w handlu po 2008 r. w większości przypadków nie były znaczące. Po drugie, powrót krajów rozwiniętych na ścieżkę wzrostu gospodarczego jest w interesie państw rozwijających

się. Większe perturbacje mogą kreować jedynie znaczące fluktuacje w przepływach kapitału [Bernanke, 2013].

Przepływy kapitału. Pierwszym i podstawowym kanałem, poprzez który polityka niekonwencjonalna wpływa na przepływy kapitału jest wspomniana już restrukturyzacja portfela. Początkowo inwestorzy utrzymują aktywa w ilościach zdeterminowanych przez istniejące w danym momencie uwarunkowania, przede wszystkim zaś stopę zwrotu, przypisywane im ryzyko oraz płynność, a także indywidualne preferencje. W wyniku interwencji pewne podmioty mają więcej jednych aktywów w stosunku do stanu równowagi i mniej innych. Natomiast inne podmioty znajdują się w odwrotnej sytuacji, co uruchamia proces dostosowawczy, trwający do chwili przywrócenia stanu pożądanego przez każdą ze stron.

Część restrukturyzacji portfela dokonuje się na rynku wewnętrznym, natomiast jednocześnie ma miejsce reorientacja geograficzna, w wyniku której część inwestycji w postaci odpływu kapitału jest kierowana do zapewniających wyższą stopę zwrotu krajów rozwijających się. W efekcie powinno dojść do wzrostu cen aktywów nie tylko w kraju stosującym politykę niekonwencjonalną, ale również w otoczeniu. Z kolei zacieśnienie polityki pieniężnej w krajach rozwiniętych może przyciągnąć kapitały krótkoterminowe z krajów rozwijających się. Napływ kapitału ma ograniczony wpływ w kraju dużym, o płynnych rynkach, natomiast w mniejszym państwie o płytkich rynkach może powodować większe efekty.

Drugim jest kanał płynności, jako że polityka niekonwencjonalna zwiększa zasoby środków płynnych w bilansach banków komercyjnych. Ponieważ są one łatwiejszym przedmiotem obrotu niż aktywa długoterminowe spada premia za płynność, co z kolei pozwala bankom podlegającym uprzednio ograniczeniom płynności na kredytowanie inwestorów w większej niż uprzednio skali. To powoduje spadek kosztów pożyczania i zwiększa całkowite pożyczki bankowe, z pożyczkami dla krajów rozwijających się włącznie.

Po trzecie w końcu, polityka niekonwencjonalna pełni funkcję sygnalizacji i jest traktowana jako wiarygodne zobowiązanie banku centralnego do utrzymywania niskich stóp procentowych, nawet po powrocie na ścieżkę wzrostu. Wiarygodność ta wynika z faktu, że przedwczesne podniesienie stóp procentowych oznaczałoby straty na aktywach znajdujących się w portfelach banków centralnych. Dlatego wpływ polityki niekonwencjonalnej na przepływy kapitałowe wykracza poza skutki powodowane przez różnice stóp procentowych. Jej celem było bowiem nie tylko obniżenie stóp procentowych, ale również budowanie przeświadczenia, że pozostaną

one niskie stosunkowo długo, co mogło utrwalić wpływ różnic stóp procentowych na przepływy kapitału.

Przepływom kapitału dodatkowo sprzyja spekulacja polegająca na zadłużaniu się w walucie kraju o niskiej stopie procentowej oraz lokowanie tak uzyskanych środków w walutę kraju o wysokiej stopie procentowej, ponieważ waluty krajów o wysokich stopach procentowych mają tendencję do umacniania się. Oznacza to zadłużanie się w krajach rozwiniętych oraz lokowanie pozyskanych w ten sposób środków w państwach rozwijających się. Taka strategia pozwala nie tylko na osiągnięcie korzyści z różnic stóp procentowych, ale również w wyniku spodziewanych zmian kursowych.

Niezależność banku centralnego. Kontrowersje związane z niezależnością banku centralnego odżyły w wyniku jego zaangażowania w prowadzenie niekonwencjonalnej polityki monetarnej. Nieortodoksyjne działania wyprowadziły banki centralne na niezbadane wody i bezpośrednio stworzyły wyzwanie dla jego niezależności. Polityka monetarna może zarówno przynosić zyski, jak i powodować straty. Bezprecedensowa ekspansja bilansów od początku kryzysu może spowodować znaczne straty kapitałowe, podważając wiarygodność i niezależność banków centralnych. Jeżeli jednak poniesie on straty, to nawet ich zrekomensowanie przez rząd zagraża reputacji banku centralnego. Zakwestionowana zostanie również i jego zdolność do osiągnięcia celów statutowych. Z drugiej jednak strony, jeżeli rząd zostanie zmuszony do wywiązania się z tych gwarancji fiskalny wymiar polityki pieniężnej stanie się bardzo widoczny i wyraźna linia demarkacyjna między polityką fiskalną i pieniężną zostanie naruszona.

Większość niekonwencjonalnych operacji banku centralnego może być prowadzona przez władze fiskalne. Stąd też pojawiło się pojęcie polityki quasi fiskalnej dla określenia przedsięwzięć banku centralnego z efektami, które mogą być równie dobrze uzyskane dzięki polityce fiskalnej i które wywierają lub mogą wywrzeć wpływ na operacje banku centralnego [Mackenzie, Stella, 1996]. Na przykład ułatwienia kredytowe uznawane są za politykę quasi fiskalną, ponieważ zmieniają strukturę aktywów banku centralnego. Jeżeli poniesie on straty na posiadanych aktywach, które nie zostaną zrekomensowane przez władze fiskalne wówczas ich decyzja jest również polityką quasi fiskalną, ponieważ zmienia część kapitałową bilansu banku centralnego [Park, 2012]. Istnieją obawy, że polityka quasi fiskalna podważy niezależność banku centralnego i zdolność do prowadzenia polityki stabilizacyjnej.

Jednocześnie w wyniku polityki niekonwencjonalnej bilans banku centralnego jest wystawiony na wyższe od przeciętnego ryzyko. Przyjmowanie w charakterze zastawu bardziej ryzykownych aktywów, bezpośrednia interwencja na rynku kredytowym i bezpośrednie zasilanie indywidualnych instytucji implikuje ryzyko, szczególnie duże

jeżeli banki kupują instrumenty finansowe sektora prywatnego. Ma to miejsce zwłaszcza, jeżeli pożyczki są udzielane pod zastaw aktywów, których wartość jest trudna do określenia i mogła zostać zdeformowana w wyniku interwencji.

Utrzymywanie aktywów długookresowych w bilansach banków centralnych wystawia je na ryzyko stopy procentowej, jako że aktywa te były nabywane po stosunkowo wysokich cenach w środowisku niskich stóp procentowych. Nieuchronne w mniej lub bardziej odległej przyszłości podniesienie stóp procentowych będzie oznaczało spadek cen aktywów znajdujących się w bilansie banku centralnego. Jeżeli w rezultacie dojdzie do strat lub społeczeństwo się ich obawia potencjalne obciążenie podatników z tego tytułu może postawić na porządku dziennym kwestię zaufania do banku centralnego. Jeżeli straty te zostaną zrekompensowane przez rządy uzależnienie banku centralnego od ministra finansów może podważyć wiarę w jego niezależność. Słabnąca wiarygodność oraz obawy o niezależność banku centralnego mogą zachwiać wiarą w jego zdolność do kontrolowania inflacji i oczekiwań inflacyjnych [Minegishi, Courneade, 2010].

Redystrybucja dochodów. Wpływ niekonwencjonalnej polityki monetarnej na dystrybucję dochodów jest przedmiotem wielu kontrowersji, przede wszystkim ze względu na ubogie jak dotąd doświadczenia. Polityka monetarna wpływa na dochody i wydatki:

- budżetu centralnego;
- przedsiębiorstw przemysłowych;
- banków;
- towarzystw ubezpieczeniowych;
- gospodarstw domowych.

Elementarna zależność sprowadza się do konstatacji, że niskie stopy procentowe korzystnie wpływają na położenie dłużników i negatywnie oddziałują na sytuację wierzycieli. Jednak to podstawowe stwierdzenie nie wyczerpuje wszystkich skutków ekspansywnej polityki monetarnej dla redystrybucji dochodów. Niektóre kierunki oddziaływania są dosyć oczywiste i nie wymagają szerszego komentarza. Na przykład budżet korzysta z niskich stóp procentowych dzięki niskim kosztom pożyczania i obsługi długu. Natomiast szerszego naświetlenia wymaga wpływ niekonwencjonalnej polityki monetarnej na dochody gospodarstw domowych oraz położenie towarzystw ubezpieczeniowych i funduszy emerytalnych.

Polityka monetarna wpływa na dochody gospodarstw domowych zależnie od ich cech.

1. Polityka monetarna odmiennie wpływa na położenie oszczędzających i pożyczkobiorców. Wzrost stóp procentowych jest korzystny dla oszczędzających. Ponieważ gospodarstwa bogate oszczędzają zwykle więcej niż ubogie to właśnie te pierwsze zyskują na polityce restrykcyjnej i tracą na ekspansji monetarnej.
2. Niejednorodność gospodarstw domowych w kategoriach głównego źródła pozyskiwania dochodów. Większość gospodarstw domowych otrzymuje dochody głównie z pracy i tylko dominująca część wpływów nielicznych pochodzi z działalności gospodarczej i operacji finansowych. Jeżeli szok ze strony polityki monetarnej powoduje szybszy wzrost zysków niż płac nierówności dochodowe rosną.
3. Kanał segmentacji finansowej wynika z faktu, że podmioty prowadzące operacje na rynku finansowym wcześniej niż pozostałe odczuwają skutki zmian podaży pieniądza, które w pierwszej kolejności wpływają na ceny aktywów, a dopiero z pewnym opóźnieniem na ceny dóbr i usług. Tak więc wzrost podaży pieniądza powoduje wzrost bogactwa podmiotów bardziej zaangażowanych w rynki finansowe. Ponieważ są to również jednostki zamożniejsze mechanizm ten implikuje narastanie nierówności.
4. Kanał portfela. Ekspansywna polityka monetarna silniej wpływa na położenie mniej zamożnych gospodarstw, które utrzymują w swoim portfelu prawie wyłącznie gotówkę niż podmiotów posiadających inne aktywa. Zasoby gotówki podlegają erozji w wyniku inflacji, natomiast przed jej negatywnym oddziaływaniem w większym stopniu chronią inne aktywa.
5. Polityka monetarna odmiennie wpływa na dochody utrzymujących się z pracy bogatych i biednych gospodarstw domowych [Airaud, Bossi, 2014]. Gospodarstwa domowe o niskich dochodach są bardziej podatne na wahania koniunkturalne i tym samym bardziej korzystają na ekspansywnej polityce monetarnej [Coibion i inni, 2012].

Przejęcie korzyści z luzowania ilościowego przez najbogatszych może mieć negatywne następstwa dla gospodarki. Po pierwsze, może się przyczynić do odpływu kapitału. Dochody osób najzamożniejszych są z reguły wysoko opodatkowane, co może prowadzić do ich transferu do rajów podatkowych i poszukiwania lokat nieopodatkowanych. Po drugie, zmiany w dystrybucji dochodów mogą zmniejszać popyt ze strony gorzej sytuowanych obywateli, którzy w warunkach straty wartości realnej dochodów bieżących i oszczędności oraz ze względu na wzrost niepewności w niestabilnej sytuacji gospodarczej mogą obrać strategię zaciskania pasa. Po trzecie, zmiany w dystrybucji dochodów oznaczają ich transfer od podmiotów o wysokiej

skłonności do konsumpcji do gospodarstw domowych o niskiej skłonności do wydatkowania.

Wprawdzie niekonwencjonalna polityka monetarna wpłynęła na położenie wszystkich przedsiębiorstw, to jednak stwarza ona szczególne problemy towarzystwom ubezpieczeń na życie i funduszom emerytalnym, zwłaszcza oferującym produkty o gwarantowanej stopie zwrotu.

Zagrożenie powstaje zwłaszcza w przypadku dłuższego utrzymywania się niskich stóp procentowych. Wiele polis ubezpieczeniowych zawieranych jest w perspektywie 40 lub nawet 50 lat. Ponieważ trudno jest znaleźć aktywa o tak długim terminie zapadalności towarzystwa ubezpieczeniowe są wystawione na ryzyko stóp procentowych. Obecnie mają one w swoich portfelach stosunkowo dużo aktywów zakupionych jeszcze przed wybuchem kryzysu finansowego, zapewniających stosunkowo wysoką stopę zwrotu. Jednak w miarę upływu terminów zapadalności towarzystwa będą musiały inwestować uwolnione środki według bieżącej niższej stopy zwrotu co doprowadzi do spadku rentowności całego portfela. Na przykład oferowana przez niemieckie towarzystwa ubezpieczeniowe sięgająca 1,75% stopa zwrotu przewyższa stopę zwrotu 10-letnich niemieckich papierów skarbowych wynoszącą 1,54%, co oznacza, że wykonywanie przeszłych zobowiązań pociągnie za sobą straty. Ubezpieczyciele usiłują złagodzić problem poszukując alternatywnych inwestycji o wysokiej stopie zwrotu i wprowadzając nowe produkty. Jest to jednak jedynie częściowe rozwiązanie, ponieważ większość ubezpieczycieli musi przestrzegać narzuconych górnych limitów inwestowania w produkty obciążone wysokim ryzykiem.

W celu zminimalizowania potencjalnych zagrożeń przedsięwzięcia niestandardowe muszą spełniać pięć podstawowych warunków:

1. precyzyjne określenie skali powodowanych przez nie deformacji rynkowych;
2. zdecydowane przesłanie kierowane do banków komercyjnych, zmuszające je do dokapitalizowania i poprawy bilansów;
3. jednoznaczne przesłanie do zainteresowanych krajów;
4. poprawa zarządzania w skali światowej;
5. w Europie niezbędne jest staranne monitorowanie polityki budżetowej i ekonomicznej [Trichet, 2013].

*

Przeprowadzona analiza skłania do refleksji ogólniejszej, bowiem rozwój wydarzeń nie po raz pierwszy zaskoczył. Powstaje pytanie czy powtarzalność takiej sytuacji wynika z niesprawności intelektualnej przedstawicieli profesji ekonomicznej, czy też

ma uzasadnienie obiektywne. Pewne argumenty zdają się przemawiać za drugą odpowiedzią. Przede wszystkim ekonomiści mają do czynienia ze zmiennością przedmiotu poznania, bowiem gospodarka i społeczeństwo podlegają nieustannej ewolucji, której kierunki są trudne do przewidzenia. Teoretycznie można byłoby przygotowywać się na wszystkie warianty przyszłości. Jednak podejście takie oznaczałoby konieczność mało efektywnego zaangażowania olbrzymich środków. Zatem biorąc to pod uwagę różnorodne zdarzenia będą nas nadal zaskakiwać.

Bibliografia

- Airaudo M., Bossi L., *Trickle-Down Consumption, Monetary Policy, and Inequality*, http://www.cepweb.org/wp-content/uploads/2014/04/CEP_Atlanta_Fed_Airaudo.pdf
- Auerbach A. J., *Implementing the New Fiscal Policy Activism*, "American Economic Review" 2009, no. 2.
- Auerbach A. J., *The Fall and Rise of Keynesian Fiscal Policy*, "Asian Economic Policy Review" 2012, no. 2.
- Barro R. J., *Are Government Bonds Net Wealth?*, "Journal of Political Economy" 1974, no. 6.
- Bernanke B. S., *Monetary Policy and the Global Economy*, Public Discussion in Association with the Bank of England, London School of Economics, London, United Kingdom, 2013 March 25, <http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20130325a.htm> (6.06.2015).
- Bernanke B. S., *The Economic Outlook and Monetary Policy*, Jackson Hole, Wyoming, 2010.
- Bernanke B., Gertler M., *Agency Costs, Net Worth, and Business Fluctuations*, "American Economic Review" 1989, no. 1.
- Bernanke B. S., Reinhart V. R., *Conducting Monetary Policy at Very Low Short-Term Interest Rates*, "American Economic Review" 2004, no. 2.
- Bernanke B. S., Reinhart V. R., Sack B. P., *Monetary Policy Alternatives at the Zero Bound: An Empirical Assessment*, "Brookings Papers on Economic Activity" 2004, no. 2.
- Brainard W. C., *Uncertainty and the Effectiveness of Policy*, "American Economic Review" 1967, no. 2.
- Buiter W. H., Tobin J., *Fiscal Policy and Monetary Policies, Capital Formation, and Economic Activity*, "Cowles Foundation Discussion Paper" 1978, no. 512.

- Céspedes L. F., Chang R., Garcia-Cicco J., *Heterodox Central Banking, w: Monetary Policy Under Financial Turbulence*, ed. L. F. Céspedes, R. Chang, D. Saravia, Central Bank of Chile, Santiago 2011.
- Coibion O., Gorodnichenko Y., Kueng L., Silvia J., *Innocent Bystanders? Monetary Policy and Inequality in the U.S.* "NBER Working Paper" 2012, no. 18170.
- Córdoba de G. F., Kehoe T. J., *The Current Financial Crisis: What Should We Learn from the Great Depressions of the Twentieth Century?*, "Federal Reserve Bank of Minneapolis Research Department Staff Report" 2009, no. 421.
- Demirgüç-Kunt A., Detragiache E., *The Determinants of Banking Crises in Developing and Developed Countries*, "IMF Staff Papers" 1998, no. 1.
- Dewatripont M., Portes R., *Macroeconomic Stability and Financial Regulation: Key Issues for the G20*, http://www.voxeu.org/reports/G20_ebook.pdf
- Dornbusch R., *Expectations and Exchange Rate Dynamics*, "Journal of Political Economy" 1976, no. 6.
- Eichenbaum M., *Some Thoughts on Practical Stabilization Policy*, "American Economic Review" 1997, no. 2.
- Elmendorf D. W., Furman J., *If, When, How: A Primer on Fiscal Stimulus*, The Hamilton Project Strategy Paper, http://www.brookings.edu/~media/research/files/papers/2008/1/10%20fiscal%20stimulus%20elmendorf%20furman/0110_fiscal_stimulus_elmendorf_furman (dostęp 24 kwietnia 2016 r.).
- Feldstein M., *The Role for Discretionary Fiscal Policy in a Low Interest Rate Environment*, "NBER Working Paper" 2002, no. 9203.
- Fiscal Implications of the Global Economic and Financial Crisis*, "IMF Staff Position Note", 2009, no. SPN/09/13.
- Frankel J. A., *Expectations and Commodity Price Dynamics: The Overshooting Model*, "American Journal of Agricultural Economics" 1986, no. 2.
- Global Economic Policies and Prospects*, Note by the Staff of the IMF Group of Twenty Meeting of the Ministers and Central Bank Governors, London, March 13–14, 2009.
- Global Impact and Challenges of Unconventional Monetary Policy*, „IMF Policy Paper“, October 2013.
- Higgs R., *Wartime Prosperity? A Reassessment of the U.S. Economy in the 1940s*, „Journal of Economic History” 1992, no. 1.
- Horton M., Kumar M., Mauro P., *The State of Public Finances: A Cross-Country Fiscal Monitor*, "IMF Staff Position Note" 2009, no. SPN/09/21.

- Ishi K., Stone M., Yahoue E., *Unconventional Central Bank Measures for Emerging Economies*, "IMF Working Paper" 2009, no. 09/226.
- Kollmann W. R., Jan in't Veld J., *Fiscal Policy in a Financial Crisis: Standard Policy versus Bank Rescue Measures*, "American Economic Review" 2012, May.
- Leeper E. M., Walker T. B., Yang S., *Government Investment and Fiscal Stimulus in the Short and Long Runs*, "Journal of Monetary Economics" 2010, no.8.
- Lenza M., Pill H., Reichlin L., *Monetary Policy in Exceptional Times*, "ECB Working Paper Series" 2010, no. 1253.
- Mackenzie G. A., Stella P., *Quasi-Fiscal Operations of Public Financial Institutions*, "IMF Occasional Paper" 1996, no. 142.
- Minegishi M., Cournède B., *Monetary Policy Responses to the Crisis and Exit Strategies*, "OECD Economics Department Working Papers" 2010, no. 753.
- Miron J. A., *Bailout or Bankruptcy?*, "Cato Journal" 2009, no. 1.
- Mishkin F. S., *Is Monetary Policy Effective During Financial Crises?*, "American Economic Review" 2009, no. 2.
- Montecino J. A., Epstein G., *Have Large Scale Asset Purchases Increased Bank Profits?*, "Political Economy Research Institute Working Paper" 2014, no. 5.
- Mortimer-Lee P., *The Effects and Risks of Quantitative Easing*, "Journal of Risk Management in Financial Institutions" 2012, no. 4.
- Mountford A., Uhlig H., *What Are the Effects of Fiscal Policy Shocks?*, "Journal of Applied Econometrics" 2009, no. 6.
- Neary J. P., Stiglitz J. E., *Towards Reconstruction of a Keynesian Economics: Expectation and Constrained Equilibria*, "Quarterly Journal of Economics" 1983, Supplement.
- O'Driscoll G. P. Jr., *Money and the Present Crisis*, "Cato Journal" 2009, no. 1.
- OECD Economic Outlook. Interim Report*, March 2009.
- Palley T. I., *Quantitative Easing: A Keynesian Critique*, "Investigación Económica" 2011, julio-septiembre.
- Park G., *Central Banks Quasi-Fiscal Policies and Inflation*, "IMF Working Paper" 2012, no. WP/12/14.
- Public Finances in EMU*, "European Economy" 2009, no. 5.
- Qianying Ch., Filardo A., He D., Zhu F., *International Spillovers of Central Bank Balance Sheet Policies*, "BIS Papers" 2012, no. 66.
- Reis R., *Interpreting the Unconventional U.S. Monetary Policy of 2007-09*, "Brookings Papers on Economic Activity" 2009, Fall.

- Report on the Troubled Asset Relief Program—May 2013*, Congressional Budget Office, May 23, 2013.
- Rochet J-Ch., Tirole J., *Interbank Lending and Systemic Risk*, “Journal of Money, Credit and Banking” 1996, no. 4.
- Sargent T. J., Wallace N., *Some Unpleasant Monetarist Arithmetic*, “Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review” 1981, no. 1.
- Skidelsky R., Keynes. *Powrót mistrza*, Wydawnictwo Krytyki Politycznej, Warszawa 2012.
- Smaghi L. B., *Conventional and Unconventional Monetary Policy*, Keynote Lecture at the International Center for Monetary and Banking Studies, Geneva, 28 April 2009.
- Summers L. H., *Fiscal Stimulus Issues*, Testimony before the House Budget Committee. Washington, January 29, 2008.
- Taylor J. B., *Discretion versus Policy Rules in Practice*, “Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy” 1993, no. 39.
- Taylor J. B., *Reassessing Discretionary Fiscal Policy*, “Journal of Economic Perspectives” 2000, no. 3.
- Taylor J. B., *The Lack of an Empirical Rationale for a Revival of Discretionary Fiscal Policy*, Annual Meeting of the American Economic Association Session January 4, 2008.
- Trichet J-C., *Unconventional Monetary Policy Measures: Principles—Conditions—Raison d’être*, “International Journal of Central Banking” 2013, January.
- The State of Public Finances: Outlook and Medium-Term Policies After the 2008 Crisis*, IMF Fiscal Affairs Department.
- Vale B., *The Norwegian Banking Crisis*. w: *The Norwegian Banking Crisis* red. T. G. Moe, J. A. Solheim, B. Vale, “Norges Bank Occasional Papers” 2004, no. 33.
- Will U.S. *Quantitative Easing End Badly?*
<https://www.amundismithbreeden.com/915700.pdf>
- World Economic Outlook*, April 2009 Crisis and Recovery.
- World Economic Outlook October 2008. Financial Stress, Downturns, and Recoveries*, IMF, Washington DC 2008.
- 100th Annual Report*, Board of Governors of the Federal Reserve System, Washington 2013.

