

Andrzej Rzońca

KRYZYS BANKÓW CENTRALNYCH

Skutki stopy procentowej bliskiej zera



KRYZYS
BANKÓW CENTRALNYCH
Skutki stopy procentowej
bliskiej zera

Andrzej Rzońca

KRYZYS
BANKÓW CENTRALNYCH
Skutki stopy procentowej
bliskiej zera



Wydawnictwo C.H.Beck
Warszawa 2014

Wydawca: Dorota Ostrowska-Furmanek

Redakcja merytoryczna: Dorota Ostrowska-Furmanek

Recenzent: prof. zw. dr hab. Dariusz Filar

Projekt okładki i stron tytułowych: GRAFOS

Ilustracja na okładce: © claudiodivizia

Publikacja dofinansowana przez Kolegium Analiz Ekonomicznych

Szkoły Głównej Handlowej w Warszawie oraz Konfederację Lewiatan



© Wydawnictwo C.H.Beck 2014

Wydawnictwo C.H.Beck Sp. z o.o.

ul. Bonifraterska 17, 00-203 Warszawa

Skład i łamanie: GRAFOS

Druk i oprawa: Elpil, Siedlce

ISBN 978-83-255-5544-3



ISBN e-book 978-83-255-5545-0

Spis treści

Wstęp	7
1. Wprowadzenie do analizy	13
1.1. Podstawowe pojęcia	19
1.2. Podejście do analizy	22
1.3. Główna oś krytyki stopy procentowej bliskiej zera w literaturze	28
1.4. Wpływ utrzymywania stopy procentowej blisko zera po kryzysie finansowym na wzrost gospodarki	35
1.5. Osadzenie w tradycji ekonomii	48
1.6. Wcześniejsze badania nad kosztami stopy procentowej bliskiej zera po wybuchu kryzysu finansowego	57
1.7. Główne wnioski	63
2. Skutki potencjalnego utrwalenia naturalnej stopy procentowej na niskim poziomie	69
2.1. Wnioski z nowego keynesowskiego schematu analitycznego dla polityki pieniężnej	74
2.2. Konsekwencje uchylecia założenia o braku istotnego wpływu banku centralnego na naturalną stopę procentową	89
2.3. Załamanie łącznego popytu a zdolność banku centralnego do zarządzania oczekiwaniami podmiotów gospodarujących	95
2.4. Podsumowanie	106
3. Wpływ stopy procentowej bliskiej zera na restrukturyzację i niepewność po kryzysie	108
3.1. Kanały wpływu stopy procentowej bliskiej zera na restrukturyzację	113
3.2. Powiązania między restrukturyzacją a niepewnością	155
3.3. Podsumowanie	178
4. Wpływ stopy procentowej bliskiej zera na kredyt i inne rodzaje zewnętrznego finansowania	184
4.1. Dostępność kredytu i innych rodzajów zewnętrznego finansowania po kryzysie	187
4.2. Skutki zmniejszenia dostępności kredytu i innych rodzajów zewnętrznego finansowania po kryzysie	190

4.3. Sposoby uwzględniania kredytu w nowym keynesowskim schemacie analitycznym	201
4.4. Wpływ niskiego natężenia restrukturyzacji na korzystanie z kredytu i innych źródeł zewnętrznego finansowania	205
4.5. Podsumowanie	244
5. Wpływ stopy procentowej bliskiej zera na zdolność banku centralnego do zwiększania podaży pieniądza	251
5.1. Pieniądz w nowym keynesowskim schemacie analitycznym i praktyce banków centralnych	259
5.2. Kryzys finansowy i stopa procentowa bliska zera a zdolność banku centralnego do zwiększenia podaży pieniądza	282
5.3. Stopa procentowa bliska zera a uboczne skutki ilościowego luzowania polityki pieniężnej	308
5.4. Podsumowanie	328
6. Wpływ stopy procentowej bliskiej zera na stan finansów publicznych	333
6.1. Skutki stymulacji fiskalnej w warunkach stopy procentowej bliskiej zera	346
6.2. Pułapka zerowej stopy procentowej i narastającego długu publicznego	361
6.3. Podsumowanie	383
7. Obserwacje z Japonii ze Szwecją i Koreą Południową w tle	388
7.1. Naturalna stopa procentowa, wzrost gospodarczy, restrukturyzacja	398
7.2. Kredyt	409
7.3. Baza monetarna, podaż pieniądza, deflacja	424
7.4. Finanse publiczne, podejście rządu do restrukturyzacji	433
7.5. Podsumowanie	451
8. Wnioski z analizy – rekomendacje dla polityki pieniężnej	455
8.1. Rekomendacje dla polityki stopy procentowej po wybuchu kryzysu finansowego	460
8.2. Rekomendacje odnośnie do ilościowego luzowania po wybuchu kryzysu finansowego	469
8.3. Polityka pieniężna w krajach nieprzechodzących kryzysu finansowego, w warunkach niekonwencjonalnych działań podejmowanych przez główne banki centralne	475
8.4. Podsumowanie	486
Bibliografia	489
Indeks	531

Wstęp

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Andrzej Rzońca

1 Wprowadzenie do analizy

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

Bernanke [2002a, s. 9]¹

Rewolucja jest niemożliwa bez rewolucyjnej sytuacji.

Lenin [1915]²

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

Kopernik [1976, s. 3]

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

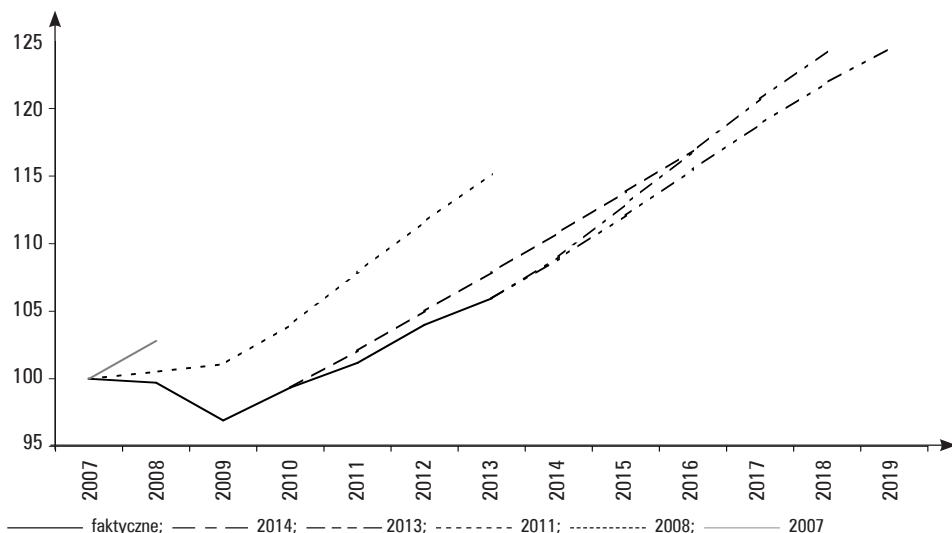
¹ Tłumaczenie własne (tak samo jak w przypadku wszystkich innych zamieszczonych w tej książce cytatów z pozycji w języku angielskim).

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

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

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

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



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

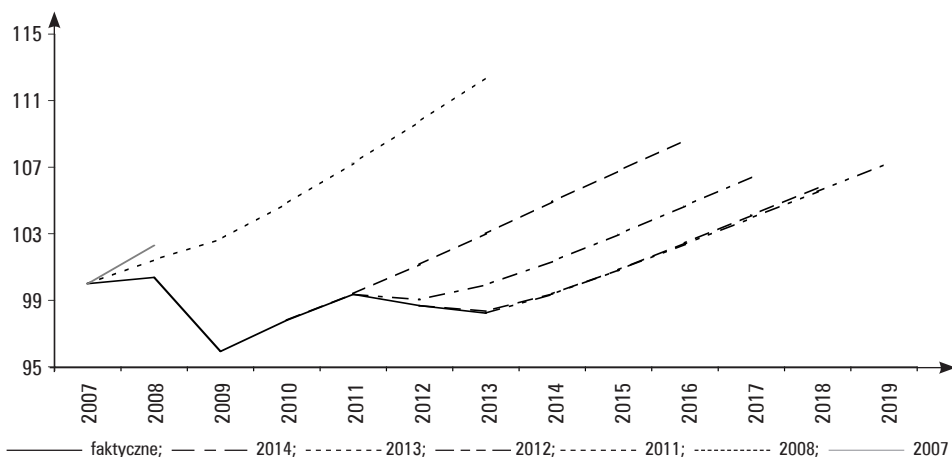
* Prognozy z lat 2009, 2010 i 2012 również wskazywały na szybszy skumulowany wzrost PKB od faktycznie odnotowanego. Nie zostały uwzględnione na wykresie, ponieważ przecinałyby się z innymi liniami, czyniąc wykres mniej czytelnym.

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

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

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

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



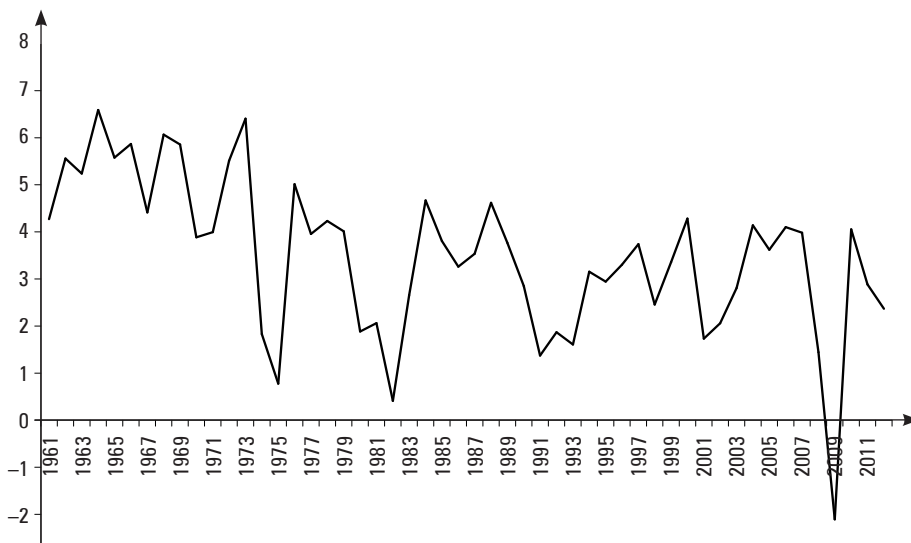
Rysunek 1.2. Zestawienie prognoz Międzynarodowego Funduszu Walutowego z lat 2007–2014 oraz realizacji dynamiki PKB dla strefy euro w latach 2007–2013*

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

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

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

1. Wprowadzenie do analizy



Rysunek 1.3. Tempo wzrostu globalnego PKB (w %)

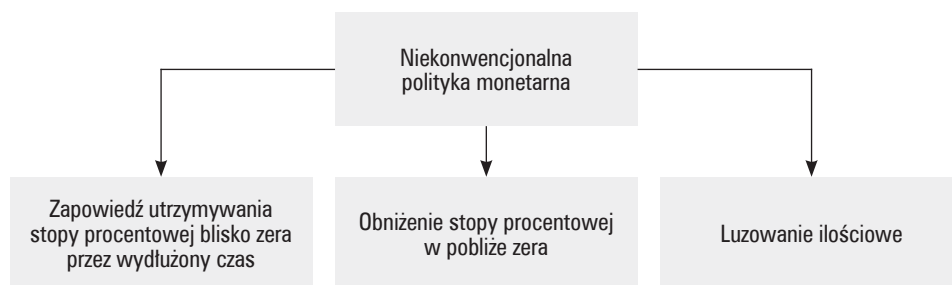
Źródło: baza danych EcoWin Reuters.

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

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

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

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



Rysunek 1.4. Niekonwencjonalne działania w polityce pieniężnej

Źródło: opracowanie własne.

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

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

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

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

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

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

1.1. Podstawowe pojęcia

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

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