



Jacek Tomkiewicz

Akademia Leona Koźmińskiego
Centrum Badawcze Transformacji, Integracji i Globalizacji
tomkiewj@alk.edu.pl

SKUTKI UBOCZNE KRYZYSOWEJ POLITYKI MONETARNEJ¹

Streszczenie: Celem tekstu jest wskazanie, że aktywna polityka pieniężna wdrożona przez najważniejsze banki centralne świata odniosła swój zasadniczy cel, tj. spłyciła recesję i uspokoiła sytuację na rynkach finansowych. Mimo tych niewątpliwych osiągnięć można jednak wskazać wiele skutków ubocznych ekspansywnej polityki monetarnej. Wśród potencjalnych ryzyk trzeba wspomnieć o zasadniczym pogorszeniu się efektywności instrumentów monetarnych, takich jak stopa procentowa czy poziom rezerwy obowiązkowej, oraz o swoistym uzależnieniu rynków od płynności generowanej przez bank centralny.

Kolejnym strukturalnym efektem jest pogłębianie się nierówności dochodowych poprzez prowadzenie polityki, która preferuje sektor finansowy i dochody z kapitału. Pogarszająca się sytuacja w zakresie spójności społecznej budzi poważne obawy o przyszłą stabilność gospodarki światowej.

Słowa kluczowe: polityka pieniężna, kryzys finansowy, równowaga ekonomiczna i społeczna.

Wprowadzenie

Kryzys finansowy, jaki wybuchł w roku 2008, odcisnął swoje piętno na stanie gospodarki światowej. Praktycznie wszystkie parametry makroekonomiczne, takie jak dynamika PKB, inflacja, bezrobocie, kursy walutowe czy stopy procentowe, zanotowały bardzo dynamiczne zmiany. Równie istotne zmiany zaszły na polu polityki gospodarczej. Standardowe instrumenty, jak saldo budżetu czy stopy procentowe, były i są stosowane z wyjątkowo dużą intensywnością, ale przede wszystkim trzeba zaznaczyć, że rządy i banki centralne sięgnęły po środki, które wcześniej nie były stosowane. Najwięcej nowości można zauważyć

¹ Artykuł powstał w ramach realizacji projektu, który został sfinansowany ze środków Narodowego Centrum Nauki przyznanych na podstawie decyzji nr DEC-2013/09/B/HS4/01966.

w obszarze polityki pieniężnej, gdzie pojawiają się takie działania jak luzowanie ilościowe, tzw. *forward guidance*, czy cały szereg działań banku centralnego, który stara się oddziaływać na długookresowe stopy procentowe. Wobec niespotykanej aktywności banków centralnych coraz częściej pojawiają się analizy, które kwestionują skuteczność „kryzysowej” polityki pieniężnej, a z drugiej strony wskazuje się na liczne skutki uboczne, jakie dla gospodarki niesie super-ekspansywna polityka monetarna. Celem tekstu jest analiza polityki pieniężnej prowadzonej od 2008 roku przez najważniejsze banki centralne świata z punktu widzenia jej skuteczności oraz skutków ubocznych, które powoduje.

Oceniając skuteczność antykryzysowej polityki makroekonomicznej z punktu widzenia głębokości i długości recesji wywołanej kryzysem, można stwierdzić, że rządy i banki centralne prawidłowo wypełniły swoją rolę – recesja mierzona poziomem spadku PKB była stosunkowo płytka i krótka, oczywiście z pewnymi wyjątkami, takimi jak Grecja czy Hiszpania, gdzie do dziś nie widać symptomów ożywienia w sferze realnej. Z drugiej jednak strony jest sporo wątpliwości co do przyszłej skuteczności instrumentów polityki pieniężnej – nominalne stopy banku centralnego już bardziej obniżone nie mogą być, polityka w zakresie ustalania poziomu rezerw obowiązkowych banków praktycznie przestała mieć znaczenie wobec ogromnych ilości środków zgromadzonych przez banki. Nie zostały rozstrzygnięte także dylematy odnoszące się do pożądanej reakcji banku centralnego na pojawiające się bańki spekulacyjne². Równie wiele kontrowersji budzą skutki uboczne ekspansywnej polityki pieniężnej prowadzonej przez główne banki centralne świata. Wyjątkowo luźna polityka monetarna rodzi poważne niebezpieczeństwa dla narastania baniek spekulacyjnych na niektórych rynkach, a gospodarki wyłaniające się muszą zmagać się z wyzwaniem związanym z działaniami inwestorów, którzy w ramach tzw. *carry trade* destabilizują kursy walutowe i wzmagają presję inflacyjną w takich krajach jak Brazylia czy Indie. Wśród skutków ubocznych ekspansywnej polityki pieniężnej należy także wspomnieć niekorzystny wpływ na strukturę dochodów w gospodarce – nierówności dochodowe się pogłębiają, co zagraża stabilności światowej gospodarki.

1. Nowe instrumenty i rola banku centralnego

Do wybuchu kryzysu wśród teoretyków i praktyków polityki gospodarczej panowała względna zgoda co do roli banku centralnego w gospodarce rynkowej. Zgodnie z regułą Tinbergena przed polityką pieniężną był postawiony jeden za-

² F.S. Mishkin, *Monetary Policy Strategy: Lessons from the Crisis*, NBER Working Paper 2011, No. 16755.

sadniczy cel, tj. stabilizacja cen, a do osiągnięcia tego celu służył jeden instrument, czyli stopa procentowa o krótkim charakterze. Warto pamiętać, że praktycznie wszystkie działania banku centralnego, takie jak prowadzenie operacji otwartego rynku, ustalanie poziomu rezerw obowiązkowych czy wreszcie regulacja poziomu stóp banku centralnego, sprowadzają się do jednego – oddziaływania na „krótką” rynkową stopę procentową.

Wobec wybuchu kryzysu finansowego aktywność banków centralnych bardzo wzrosła, zarówno na polu stosowania tradycyjnych instrumentów, jak i w zakresie działań, które wcześniej nie były stosowane w polityce pieniężnej. Nowe instrumenty można pogrupować w kilka wiązek³:

1. Polityka tzw. luzowania ilościowego, tj. zwiększania podaży pieniądza przez bank centralny.

Regulacja bieżącej płynności poprzez operacje otwartego rynku jest normalnym, często stosowanym działaniem banku centralnego, natomiast na pewno „normalna” nie jest skala wzrostu podaży pieniądza, jaką obserwujemy od roku 2008 – do chwili obecnej sumy bilansowe Banku Anglii i FED zwiększyły się ponad trzykrotnie, niewiele mniej powiększył się bilans EBC (dane BIS).

2. Wydłużenie horyzontu stóp procentowych, na które oddziałuje bank centralny.

Mimo obniżenia stóp banku centralnego do najniższych w historii poziomów aktywność systemu finansowego na polu zwiększania kredytowania dla przedsiębiorstw i gospodarstw domowych utrzymuje się na niskim poziomie, m.in. ze względu na duży poziom ryzyka panujący w większości gospodarek. W związku z tym banki centralne podjęły działania, których celem jest obniżenie długoterminowych stóp procentowych, co powinno skłonić banki do finansowania długookresowych inwestycji. Poniżej kilka przykładów oddziaływania banków centralnych na długie stopy procentowe:

- wydłużenie horyzontu instrumentów skupowanych przez bank centralny w ramach operacji otwartego rynku – dzisiaj w bilansach FED i EBC dłużne papiery skarbowe o zapadalności więcej niż jednego roku stanowią odpowiednio aż około 50 i 30%,
- we wrześniu 2011 roku FED przeprowadził operację MEP (*Maturity Extension Programme*), która polegała na wymianie na rynku „krótkich” bonów skarbowych na obligacje o odległych terminach zapadalności,
- tzw. *forward guidance*, np. w sierpniu 2011 roku szef FED ogłosił, że stopy procentowe pozostaną na poziomie 0 co najmniej do roku 2013,

³ R. Reis, *Interpreting the Unconventional U.S. Monetary Policy of 2007-09*, NBER Working Paper 2010, No. 15662; J. Tomkiewicz, *Kryzysowa polityka pieniężna – podstawowe dylematy*, Management and Business Administration Central Europe, 2013, 2, s. 38-48.

- w grudniu 2011 roku i lutym 2012 roku EBC przeprowadził dwie rundy operacji LTRO (*Long Term Refinancing Operations*), które polegały na udzieleniu bankom komercyjnym długoterminowych, bo aż trzyletnich kredytów na kwotę w sumie biliona euro.

3. Poszerzenie zakresu oddziaływania polityki pieniężnej.

Tradycyjna rola państwa na rynku finansowym to przede wszystkim dwa zadania – zapewnienie bezpieczeństwa depozytom zgromadzonym w bankach komercyjnych i prowadzenie polityki pieniężnej ukierunkowanej głównie na stabilizację poziomu cen. Podmiotami mechanizmu transmisji polityki banku centralnego są w obu przypadkach banki komercyjne, pozostałe instytucje finansowe, jak banki inwestycyjne czy zakłady ubezpieczeniowe, raczej pozostają poza zainteresowaniem władz monetarnych. Ilość wzajemnych powiązań pomiędzy instytucjami finansowymi różnego typu sprawiła, że w obawie przed załamaniem rynku finansowego bank centralny musi dziś prowadzić politykę ukierunkowaną na praktycznie wszystkie instytucje finansowe. Znowu można wskazać kilka przykładów takiej aktywności na polu polityki pieniężnej:

- pozycja banku centralnego jako kredytodawcy ostatniej instancji, która była zarezerwowana tylko dla banków komercyjnych, tj. takich, które gromadzą depozyty ludności, została rozszerzona na praktycznie wszystkie instytucje finansowe, włącznie z bankami inwestycyjnymi i zakładami ubezpieczeniowymi,
- w ramach operacji otwartego rynku banki centralne (głównie odnosi się to do Banku Anglii i FED) akceptują obecnie cały wachlarz instrumentów finansowych, które wcześniej ze względu na zbyt duże ryzyko z nimi związane nie mogły wchodzić w skład bilansu BC,
- banki centralne udzielają kredytu lombardowego pod zastaw instrumentów wcześniej nieakceptowanych. Można tutaj przywołać wspomniane wcześniej operacje LTRO, w ramach których zabezpieczeniem mogły być papiery o ratingu niższym niż AAA.

2. Skutki uboczne luźnej polityki monetarnej

Patrząc na bieżący obraz stanu gospodarki w najważniejszych krajach świata, można odnieść wrażenie, że reakcja banków centralnych na kryzys finansowy z roku 2008 była właściwa, bo przecież można wskazać takie fakty jak:

- recesja w najważniejszych gospodarkach była stosunkowo płytka i krótka,
- nie zanotowano deflacji, jeśli nie liczyć wyjątkowych sytuacji, np. w Grecji, gdzie ceny spadły w roku 2013 o 0,9%⁴,

⁴ <http://ec.europa.eu/eurostat/data/database>.

- po chwilowej panice na rynkach finansowych we wrześniu 2008 roku (tuż po upadku Lehmann Brothers) sytuacja wyraźnie się uspokoiła, co widać chociażby w spadku stóp procentowych na rynku międzybankowym,
- nie doszło do runu na banki, utrata środków depozytariuszy miała wprawdzie miejsce np. na Cyprze czy w Islandii, ale na pewno nie można mówić o zasadniczym braku zaufania społecznego do sektora bankowego,
- niski poziom stóp procentowych umożliwił prowadzenie luźnej polityki fiskalnej, która pozwoliła na działanie automatycznych stabilizatorów, co spłyciło i skróciło recesję.

Z drugiej jednak strony coraz wyraźniej wskazuje się⁵, że luźna polityka pieniężna, a przede wszystkim tzw. niestandardowe instrumenty banku centralnego, niosą za sobą cały szereg ryzyk:

- poziom stóp procentowych w wysokości 0 oznacza, że praktycznie utraciliśmy ten najważniejszy instrument banku centralnego – w przypadku kolejnego spowolnienia stopy procentowej nie będzie można obniżyć,
- przyrost sumy bilansowej banków centralnych na skutek ekspansji monetarnej nie przekłada się na zwiększanie akcji kredytowej – duża część środków dostarczonych przez bank centralny „osadza” się w rezerwach banków komercyjnych, które zgromadziły rezerwy znacznie przekraczające wymagane poziomy. To sprawia, że kolejny instrument banku centralnego – stopa rezerw obowiązkowych – staje się bezużyteczny,
- zgromadzone rezerwy banków komercyjnych są potencjalnym zagrożeniem dla przyszłej inflacji, akcja kredytowa może zacząć bardzo szybko rosnać, co przełoży się na rosnący popyt i presję inflacyjną,
- rynki finansowe są coraz bardziej uzależnione od polityki luzowania ilościowego – na zapowiedzi ograniczania dostarczania płynności przez bank centralny rynki reagują spadkami indeksów,
- niski koszt kapitału stwarza okazję do prowadzenia tzw. *carry trade*, tj. zajmowania krótkiej pozycji w walucie o niskiej stopie procentowej i inwestowania pożyczonych środków w aktywa o wyższej stopie zwrotu, co prowadzi do tworzenia się baniek spekulacyjnych i zwiększa zmienność wycen.

⁵ BIS, *Annual Report 2011/2012*, Bank of International Settlements 2012; J.D. Hamilton, J.C. Wu: *The Effectiveness of Alternative Monetary Policy Tools in a Zero Lower Bound Environment*, NBER Working Paper 2011, No. 16956.

3. Podział dochodu jako strukturalne źródło kryzysu

Ostatnie trzy dekady w historii gospodarczej świata to okres przyspieszonej globalizacji gospodarki rozumianej jako postępująca integracja rynków dóbr, kapitału i pracy. Można znaleźć poważne argumenty wskazujące, że pogłębiające się nierówności dochodowe są odpowiedzialne za narastanie nierównowag makroekonomicznych⁶. Połączenie czynników demograficznych (duży wzrost siły roboczej w krajach rozwijających się), technologicznych (spadek kosztów transportu, rozwój technik telekomunikacyjnych), kulturowych (powszechna znajomość języka angielskiego, standaryzacja narzędzi pracy) i politycznych (włączanie się kolejnych, „zamkniętych” wcześniej gospodarek do światowego obiegu), które powodują, że zasadniczo maleje siła przetargowa większości pracowników, podczas gdy wąskie grupy społeczne notują bardzo szybki wzrost dochodów⁷. Skutkuje to z jednej strony zmniejszaniem się udziału płac w PKB (wydajność pracy rośnie szybciej niż płace) kosztem rosnącej roli dochodów kapitałowych⁸, a z drugiej strony szybko rosną nierówności dochodowe zarówno wśród pracowników (nierówności płacowe), jak i w całej gospodarce mierzone na poziomie gospodarstw domowych.

Jeśli produkcja rośnie szybciej niż płace, powstaje bariera popytowa – gospodarstwa domowe nie mają za co kupować dóbr i usług, które są wytwarzane w gospodarce. Są więc dwa wyjścia: konsumpcja może rosnąć szybciej niż ich dochody, ale jest to okupione przyrostem długu prywatnego lub/i publicznego, albo gospodarka musi uzyskiwać nadwyżkę eksportową. Przykładem pierwszego modelu są USA, Wielka Brytania czy Grecja, natomiast drugą ze wskazanych dróg kroczą takie kraje jak Chiny czy Niemcy.

Podsumowując, nie można nie łączyć narosłych nierównowag makroekonomicznych, które doprowadziły do zapaści finansowej z roku 2008, z trendami w zakresie podziału dochodu. Niewielka dynamika dochodów gospodarstw domowych zmusza do finansowania rosnącej konsumpcji poprzez zadłużanie się, a w tym samym czasie szybko zwiększające się zyski przedsiębiorstw napływają na rynek finansowy, prowadząc do powstawania baniek spekulacyjnych i kształ-

⁶ R. Rajan, *Fault lines: how hidden fractures still threaten the world economy*, Princeton University Press, Princeton 2012; M. Kumhof, C. Lebarz, R. Rancière, A. Richter, N. Throckmorton, *Income Inequality and Current Account Imbalances*, IMF Working Paper 2012, WP/12/08; J. Tomkiewicz, *Zmieniająca się struktura dochodów jako jedna z przyczyn kryzysu finansowego*, „Nierówności Społeczne a Wzrost Gospodarczy” 2012, nr 24, s. 103-111.

⁷ IMF, *World Economic Outlook*, International Monetary Fund, October 2007; OECD, *Divided We Stand: Why Inequality Keeps Rising*, OECD 2011; ILO, *World of Work, Report 2008. Income Inequalities in the Age of Financial Globalization*, International Labor Organization 2008.

⁸ T. Piketty, *Capital in the Twenty First Century*, Belknap Press 2014.

towania tzw. globalnych nierównowag. Nawet gdy gospodarstwa domowe uniknęły przyrostu zadłużenia, jak stało się to w Niemczech, to taka sytuacja także przyczynia się do narastania nierównowagi, tym razem zewnętrznej, poprzez konieczność utrzymywania nadwyżki eksportowej i transfer kapitału za granicę⁹.

4. Polityka pieniężna a spójność społeczna

Wyraźnie widać, że wybuch kryzysu nie zmienił trendu polegającego na wzroście nierówności dochodowych, przede wszystkim w krajach wysoko rozwiniętych. Mimo spadku skali nierówności w latach 2007-2010, co było skutkiem głębokich spadków zysków kapitałowych spowodowanym załamaniem się rynków finansowych, najnowsze dane wskazują, że rozwarstwienie dochodowe znowu zaczęło rosnać¹⁰.

Istotnym następstwem polityki pieniężnej wdrożonej przez banki centralne w wyniku kryzysu jest pogłębianie się nierówności dochodowych, co ma miejsce poprzez kilka kanałów oddziaływania.

Przed wszystkim luźna polityka banku centralnego oznacza dostęp do taniego kapitału, ale tylko dla podmiotów sektora finansowego. Tylko instytucje finansowe dokonują bezpośrednich transakcji z bankiem centralnym, podczas gdy pozostałe podmioty gospodarcze muszą korzystać z pośrednictwa finansowego. Taka sytuacja powoduje, że sektor finansowy może osiągać wysokie zyski praktycznie bez ponoszenia ryzyka. Dobrym przykładem tej sytuacji są działania EBC, który w ramach operacji LTRO w grudniu 2011 roku i lutym 2012 roku udzielił bankom „długiego”, bo aż trzyletniego kredytu oprocentowanego na poziomie 1%. Uzyskane środki zostały ulokowane w obligacjach krajów strefy euro, a przypomnijmy, że w tym czasie rentowność hiszpańskich i włoskich obligacji wynosiła 5,55 i 5,11%¹¹.

Polityka oznaczająca jawne preferowanie sektora finansowego w stosunku do innych wydaje się nie brać pod uwagę ostatnich badań¹², które wskazują, że o ile sprawnie funkcjonujący sektor finansowy jest niezbędny dla rozwoju gospodarki, to jego zbyt duży rozmiar może stanowić zagrożenie dla wzrostu gospodarczego poprzez przyczynianie się do powstawania baniek spekulacyjnych, których pęknięcie destabilizuje gospodarkę i wymaga działań ratunkowych ze strony państwa.

⁹ J. Tomkiewicz, *Nierówności dochodowe a obecna faza globalizacji*, [w:] *Zarządzanie i polityka gospodarcza dla rozwoju*, red. G.W. Kołodko, Poltext, Warszawa 2014, s. 423-446.

¹⁰ ILO, *World of Work, Report 2013. Repairing Economic and Social Fabric*, International Labor Organization 2013; T. Piketty, E. Saez, *Top Incomes and the Great Recession: Recent Evolutions and Policy Implications*, „IMF Economic Review” 2013, Vol. 61, No. 3.

¹¹ <http://ec.europa.eu/eurostat/data/database>.

¹² J. Arcand, E. Berkes, U. Panizza, *Too Much Finance?*, IMF Working Paper 2012, WP/12/161.

Wspomniana wcześniej presja na wzrost cen aktywów finansowych pozwala na uzyskiwanie wysokich dochodów kapitałowych, co jest domeną instytucji finansowych i właścicieli dużych kwot oszczędności. W tym samym czasie posiadacze skromnych zasobów oszczędności, którzy nie mają możliwości aktywnego zarządzania swoim portfelem, nie mają praktycznie żadnych dochodów ze swojego kapitału. Oprocentowanie lokat bankowych i rachunków bieżących jest obecnie praktycznie na poziomie 0, co biorąc pod uwagę inflację i opłaty na rzecz instytucji finansowych sprawia, że *de facto* z małych kwot oszczędności uzyskuje się ujemny zwrot. Nierówności dochodowe zwiększają się więc w dwójnasób – dochody z kapitału rosną szybciej niż płace i w tym samym czasie pogłębia się zróżnicowanie dochodów z kapitału na rzecz wyższych stóp zwrotu dla tych, którzy dysponują kapitałem na tyle dużym, że można nim aktywnie zarządzać.

Tabela 1. Dynamika i struktura dochodów w gospodarce USA

Rok	Udział 10% najbogatszych gospodarstw domowych w całości dochodu w gospodarce	Zwrot na akcjach z indeksu SP 500 w latach 2009-2012 (w %)*		Nominalna dynamika płac w latach 2009-2012 (w %)	
		Zwrot w całym okresie	Roczna stopa zwrotu	Dynamika w całym okresie	Dynamika roczna
2007	49,74	78,7	16	7,2	1,8
2008	48,23				
2009	46,5				
2010	48,04				
2011	48,13				
2012	50,42				

* Zwrot zakłada przyrost ceny akcji oraz refinansowanie dywidend.

Źródło: Na podstawie Top Income Database, <http://topincomes.parisschoolofeconomics.eu/> oraz danych Banku Rozliczeń Międzynarodowych, <http://www.bis.org/statistics/index.htm>.

Jedną z przyczyn kryzysu finansowego, czyli nierozważna polityka kredytowa banków, które udzielały masowo kredytów typu *subprime*, tj. takich, gdzie wiarygodność kredytobiorcy była wątpliwa, zasadniczo wpłynęła na podejście banków do akcji kredytowej. Dzisiaj sytuacja wygląda zupełnie inaczej. Mimo bardzo luźnej polityki pieniężnej banków centralnych, dostęp do kredytów podmiotów spoza sektora finansowego jest bardzo utrudniony. Co więcej, dzisiaj dużo wyraźniej niż przed kryzysem widać, jak rynek finansowy różnicuje koszt kapitału ze względu na siłę ekonomiczną pożyczkobiorcy. W 2007 roku różnica w oprocentowaniu 5-letnich obligacji korporacyjnych pomiędzy emitentem o ra-

tingu AAA a BBB wyniosła ok. 1,5 pkt. proc., podczas gdy na początku roku 2014 były to aż 4 pkt. proc.¹³, a praktycznie cały wzrost *spreadu* wynika ze spadku oprocentowania kapitału dla najmocniejszych ekonomicznie podmiotów. Podobny wniosek wynika z badań EBC¹⁴, który regularnie analizuje dostęp do kapitału małych i średnich przedsiębiorstw: w porównaniu do roku 2007, mimo obniżek stóp procentowych banku centralnego, koszt kapitału pozyskiwanego przez małe podmioty na rynku finansowym się zwiększył i w tym samym czasie jego dostępność spadła na skutek wymaganych przez banki zabezpieczeń.

Podobną sytuację, tj. różnicowanie kosztów kapitału z punktu widzenia siły ekonomicznej, widać również w finansowaniu sektora publicznego. Tutaj także z dobrodziejstwa niskich stóp procentowych korzystają największe gospodarki, cieszące się zaufaniem rynków finansowych.

Tabela 2. Rentowność obligacji wybranych krajów z roku 2007 i 2014

Kraj \ Miesiąc i rok	XII 2007	V 2014
Włochy	4,54	3,12
Hiszpania	4,35	2,93
Grecja	4,53	6,38
Niemcy	4,21	1,33
Francja	4,35	1,84

Źródło: <http://ec.europa.eu/eurostat/data/database>.

Obserwowane wyżej zmiany w dużej mierze wynikają ze swoistego powrotu do normalności – tak niewielka różnica między rentownością niemieckich i greckich obligacji ewidentnie nie uwzględniała dużo gorszej polityki fiskalnej prowadzonej przez lata w Grecji. Uprzywilejowana pozycja na rynku długu krajów najbogatszych ma także związek z prowadzoną przez banki centralne polityką pieniężną. Obok oczywistego wpływu zwiększonej podaży pieniądza na rentowność papierów skarbowych, warto zwrócić uwagę także na inne prawidłowości, które wyraźnie widać w światowym systemie finansowym.

Duża skala integracji globalnego sektora finansowego zmniejsza efektywność polityki pieniężnej w zakresie regulowania podaży pieniądza na rynku krajowym. Wobec braku ograniczeń w przepływach kapitałowych zwiększona

¹³ www.bondsonline.com.

¹⁴ EBC, *Survey on the access to finance of small and medium-sized enterprises in the euro area*, EBC 2014.

płynność w sektorze finansowym, która jest dostarczana przez bank centralny czy to w ramach polityki luzowania ilościowego, czy poprzez bezpośrednie udzielanie kredytu bankom komercyjnym, jak było to w przypadku operacji LTRO, może bardzo szybko być użyta do zakupu aktywów zagranicznych. Szczególnie jest to widoczne w strefie euro, gdzie pomiędzy jej poszczególnymi członkami nie występuje ryzyko kursowe. Taka sytuacja w oczywisty sposób sprzyja tym rządów, które oferują najbardziej wiarygodne papiery – popyt na nie rośnie nie tylko ze strony krajowych, ale również zagranicznych instytucji finansowych.

Innym czynnikiem, który ułatwia prowadzenie polityki fiskalnej w krajach najbardziej wiarygodnych finansowo, jest zachowanie banków centralnych innych krajów, które muszą reagować na działania FED, EBC czy Banku Anglii. Z jednej strony zwiększona podaż pieniądza w USA czy Europie prowadzi do angażowania się w transakcje typu *carry trade*, co zwiększa napływ kapitału na rynki wschodzące. Z drugiej strony, na rynku finansowym widać poszukiwanie bezpiecznych lokat, tj. walut, w stosunku do których istnieje małe niebezpieczeństwo deprecjacji i zwiększonej inflacji. Przykładem takiej waluty jest frank szwajcarski, który od 2008 roku zaczął się bardzo szybko aprecjonować w stosunku do euro i dolara, co zmusiło Bank Szwajcarii we wrześniu 2011 roku do jednostronnego zablokowania kursu na poziomie 1,2 franka za euro. Zauważmy, że w obu przypadkach (napływ kapitału do *emerging markets* i Szwajcarii) następuje wzrost sumy bilansowej banku centralnego poprzez przyrost rezerw walutowych. Rezerwy walutowe banku centralnego są lokowane w płynne, bezpieczne aktywa, co w efekcie prowadzi do zwiększenia popytu na obligacje krajów, które oferują papiery nominowane w światowej walucie rezerwowej, więc ministrowie finansów w Niemczech, USA czy Wielkiej Brytanii nie mają problemów z finansowaniem swoich potrzeb pożyczkowych.

Tabela 3. Rezerwy walutowe w wybranych krajach świata w mld USD

Kraj \ Rok	2007	2013
Brazylia	194	359
Chiny	1996	3880
Szwajcaria	74	536

Źródło: <http://data.worldbank.org/indicator/FI.RES.TOTL.CD>.

Zróźnicowanie kosztu finansowania potrzeb pożyczkowych sektora publicznego w oczywisty sposób zwiększa nierówności dochodowe na poziomie międzynarodowym. Kraje najbogatsze mają niższe koszty obsługi długu pu-

blicznego, a co za tym idzie, są w stanie prowadzić luźną politykę fiskalną, która przyspiesza wzrost gospodarczy. W Hiszpanii czy Grecji narzucony przez rynek koszt finansowania długu wymusza szybkie dostosowanie fiskalne, które w obecnych warunkach musi być prorecesyjne¹⁵, więc luka dochodowa między poszczególnymi krajami się powiększa.

Podsumowanie

Wśród ekonomistów panuje względny konsensus co do tego, że skutki kryzysu z roku 2008 dla gospodarki realnej były stosunkowo niewielkie tylko dlatego, że rządy i banki centralne podjęły daleko idącą interwencję w system rynkowy. Fakt, że kryzysowa recesja była stosunkowo krótka i płytka nie świadczy jednak, że gospodarka światowa jest stabilna i wolna od ryzyk. Kryzys nie tyle się skończył, co zmienił się jego charakter. Długi prywatne wprowadzi się zmniejszyły, ale w dużej mierze odbiło się to na przyroście zadłużenia publicznego. Na rynkach finansowych panuje względny spokój, ale koszt tego spokoju także jest duży – pojawia się wiele skutków ubocznych ekspansywnej polityki pieniężnej, nie wszystkie się w pełni ujawniły, ale wyraźnie widać, że nierównowagi makroekonomiczne znowu zaczęły narastać, głównie poprzez pogłębianie się nierówności dochodowych i majątkowych.

Literatura

- Arcand J., Berkes E., Panizza U., *Too Much Finance?*, IMF Working Paper 2012, WP/12/161.
- BIS, *Annual Report 2011/2012*, Bank of International Settlements 2012.
- EBC, *Survey on the access to finance of small and medium-sized enterprises in the euro area*, EBC 2014.
- Hamilton J.D., Wu J.C.: *The Effectiveness of Alternative Monetary Policy Tools in a Zero Lower Bound Environment*, NBER Working Paper 2011, No. 16956.
- <http://data.worldbank.org/indicator/FI.RES.TOTL.CD>.
- <http://ec.europa.eu/eurostat/data/database>.
- ILO, *World of Work, Report 2008. Income Inequalities in the Age of Financial Globalization*, International Labor Organization 2008.
- ILO, *World of Work, Report 2013. Repairing Economic and Social Fabric*, International Labor Organization 2013.

¹⁵ R. Perotti, *The „Austerity Myth”: Pain Without Gain*, BIS Working Paper 362, Basel 2011.

- IMF, *World Economic Outlook*, International Monetary Fund, October 2007.
- Kumhof M., Lebarz C., Rancièrè R., Richter A., Throckmorton N., *Income Inequality and Current Account Imbalances*, IMF Working Paper 2012, WP/12/08.
- Mishkin F.S., *Monetary Policy Strategy: Lessons from the Crisis*, NBER Working Paper 2011, No. 16755.
- OECD, *Divided We Stand: Why Inequality Keeps Rising*, OECD 2011.
- Perotti R., *The „Austerity Myth”: Pain Without Gain*, BIS Working Paper 362, Basel 2011.
- Piketty T., *Capital in the Twenty First Century*, Belknap Press 2014.
- Piketty T., Saez E., *Top Incomes and the Great Recession: Recent Evolutions and Policy Implications*, „IMF Economic Review” 2013, Vol. 61, No. 3.
- Rajan R., *Fault lines: how hidden fractures still threaten the world economy*, Princeton University Press, Princeton 2012.
- Reis R., *Interpreting the Unconventional U.S. Monetary Policy of 2007-09*, NBER Working Paper 2010, No. 15662.
- Tomkiewicz J., *Kryzysowa polityka pieniężna – podstawowe dylematy*, Management and Business Administration Central Europe, 2013, 2.
- Tomkiewicz J., *Nierówności dochodowe a obecna faza globalizacji*, [w:] *Zarządzanie i polityka gospodarcza dla rozwoju*, red. G.W. Kołodko, Poltext, Warszawa 2014.
- Tomkiewicz J., *Zmieniająca się struktura dochodów jako jedna z przyczyn kryzysu finansowego*, „Nierówności Społeczne a Wzrost Gospodarczy” 2012, nr 24.
- Top Income Database, <http://topincomes.parisschoolofeconomics.eu/oraz> danych Banku Rozliczeń Międzynarodowych, <http://www.bis.org/statistics/index.htm>.
- www.bondsonline.com.

SIDE EFFECTS OF CRISIS MONETARY POLICY

Summary: Goal of the text is to show that in spite of achievements in macroeconomic stabilization, monetary policy implemented due to the 2008 financial crisis, has few important side effects. We lost two important tools of monetary policy: nominal interest rate and regulation of bank's obligatory reserve level. In the same time, financial markets are addicted to the liquidity created by central bank.

Next, important and structural effect of super expansionary monetary policy, is contribution to growing income inequalities by giving preferences to the financial sector and capital owners. Growing income and wealth inequalities are real threat for stability of global economy.

Keywords: monetary policy, financial crisis, economic and social equilibrium.