

**Iłona Skibińska-Fabrowska, dr**  
**Uniwersytet Marii Curie-Skłodowskiej w Lublinie**

<https://doi.org/10.26366/PTE.ZG.2017.90>

## **Rola banku centralnego w gospodarce – obraz po kryzysie**

### **Streszczenie**

Problem aktywności banku centralnego i jego wpływu na gospodarkę od dawna nurtuje teoretyków i praktyków ekonomii. Znaczenie polityki pieniężnej dla sfery realnej było przedmiotem analiz wielu nurtów myśli ekonomicznej. Konsensus wypracowany w tym zakresie zaowocował nową syntezą neoklasyczną mającą praktyczny wyraz w strategii bezpośredniego celu inflacyjnego. Kryzys finansowy, który wybuchł w 2008 roku sprawił, że banki centralne w sposób niezwykle aktywny podjęły działania wykraczające poza tradycyjne rozumienie ich roli. Skutki kryzysowej polityki pieniężnej widoczne są nie tylko w gospodarce ale także skłaniają do zastanowienia nad przeformułowaniem roli polityki pieniężnej w obrębie polityki gospodarczej.

W artykule obok przeglądu różnych poglądów dotyczących znaczenia polityki pieniężnej dla gospodarki opisane zostały działania podejmowane przez banki centralne w reakcji na kryzys wraz z ich obserwowanymi skutkami. Na tym tle zostanie podjęta próba wskazania możliwego nowego usytuowania polityki pieniężnej w strukturze polityki gospodarczej państwa.

**Słowa kluczowe:** bank centralny, polityka pieniężna, kryzys finansowy

### **The Role of Central Bank – Situation After Crisis**

#### **Abstract**

The problems of the activity of the central bank and impact monetary policy on the economy are interesting for theoreticians and practitioners of economics. The significance of the monetary policy for the real sphere was an object of analyses in many areas of economic. The developed agreement in this respect resulted in the new synthesis neoclassical having a practical expression of the purpose direct in the inflation targeting. The financial crisis which burst in 2008 caused that central banks, in the unusually active way, took action going beyond the traditional understanding their role. Effects of the unconventional monetary policy are visible not only in the economy but also in changing thinking of the role of the monetary. In the article the inspection of the different views concerning the significance of the monetary politics for the economy action taken by central banks in the reaction to the crisis was described along with their observed effects. Taking this into account, the attempt to explain the new place of monetary policy in structure of economic policy was made.

**Keywords:** Central Bank, Monetary Policy, Financial Crisis

**COD JEL:** E58

#### **Wstęp**

Polityka pieniężna stanowi element polityki gospodarczej każdego państwa, a bank centralny jest instytucją uprawnioną do jej prowadzenia. To twierdzenie jest fundamentem dla funkcjonowania współczesnej bankowości centralnej. Nie budzi ono wątpliwości ani na gruncie rozważań teoretycznych ani też na gruncie praktyki. Jednak już określenie wpływu polityki pieniężnej na rozwój gospodarczy i jej relacji z polityką fiskalną jest kwestią dyskutowaną od wielu dziesięcioleci. Próba połączenia dorobku różnych szkół ekonomicznych zaowocowała powstaniem nowej syntezy neoklasycznej, jako teoretycznej podstawy dla prowadzenia współczesnej polityki pieniężnej. W oparciu o tą podstawę wiele banków centralnych wdrożyło strategię bezpośredniego celu inflacyjnego i do 2008 roku skutecznie prowadziło polity-

kę pieniężną, mającą na celu utrzymanie stabilnego poziomu cen. Wykorzystywały one tradycyjne instrumenty polityki monetarnej oddziałując na poziom krótkoterminowych stóp procentowych w gospodarce. Wybuch kryzysu finansowego we wrześniu 2008 roku (umowną datę stanowi upadek banku Lehman Brothers) sprawił, że banki centralne bardzo aktywnie zaangażowały się w działania mające na celu ograniczanie jego skutków. Używały w tym celu instrumentów spoza tradycyjnego zestawu przypisanego polityce monetarnej. Zastosowanie niekonwencjonalnych instrumentów polityki pieniężnej wywołało różne skutki, których znaczenie dla przyszłej polityki gospodarczej jest często istotne i przy tym może być długotrwałe. Skłania to do sformułowania pytania dotyczącego przyszłej roli banku centralnego i prowadzonej przez niego polityki pieniężnej w strukturze polityki gospodarczej.

Artykuł składa się z trzech części. W pierwszej zostanie dokonany, w oparciu o analizę literatury przegląd poglądów różnych nurtów myśli ekonomicznej na temat roli i usytuowania polityki pieniężnej w strukturze polityki gospodarczej państwa. W części drugiej zostaną opisane użyte przez banki centralne w trakcie kryzysu niekonwencjonalne narzędzia polityki pieniężnej wraz z ich potencjalnymi długoterminowymi skutkami dla gospodarki. W podsumowaniu zostanie zawarta próba odpowiedzi na pytanie dotyczące możliwej zmiany struktury polityki gospodarczej w kontekście przyszłej roli polityki pieniężnej.

### **Przeгляд poglądów na rolę polityki pieniężnej w polityce gospodarczej państwa**

Badacze już od starożytności zajmowali się problematyką pieniądza i jego wpływem na gospodarkę. Z punktu widzenia rozwoju współczesnych teorii najistotniejsze jest sformułowanie pod koniec XIX wieku ilościowej teorii pieniądza (Drabowski 1989, s. 8). Była ona pewnym podsumowaniem i usystematyzowaniem prezentowanych wcześniej przez ekonomistów poglądów. Za twórcę ilościowej teorii pieniądza (w wersji transakcyjnej) uznawany jest Irving Fischer. Opracował on opisujące zasady cyrkulacji pieniądza w gospodarce. Formuła ta opiera się na założeniu istnienia w gospodarce stanu równowagi w warunkach pełnego zatrudnienia. Gospodarka według Fishera dąży samoistnie do uzyskania takiego stanu. W praktyce życia gospodarczego, zgodnie z przyjętymi założeniami banki centralne kontrolowały wielkość emisji banknotów w relacji do zgromadzonych zapasów kruszcu. Zapobiegało to niekontrolowanemu wzrostowi cen i inflacji. Gospodarka mając zdolność do samoistnego powrotu do stanu równowagi nie wymagała żadnych głębszych interwencji ze strony państwa. Wyłączną rolą banku centralnego była kontrola wielkości podaży pieniądza.

Zmiana poglądów na rolę banku centralnego w gospodarce nastąpiła na początku XX wieku. Twórcą i czołowym przedstawicielem nowej szkoły ekonomicznej był J.M. Keynes. Zwrócił on uwagę na znaczenie dla gospodarki efektywnego popytu. Podkreślał zarazem niestabilność generowanych przez sektor prywatny inwestycji i konsumpcji. Głównym zadaniem dla polityki gospodarczej było stabilizowanie wzrostu gospodarczego, na drodze redystrybucji i inwestycji publicznych (Kiedrowska, Marszałek 2003, s. 72). Polityka monetarna polegająca na obniżaniu krótkoterminowej stopy procentowej może wpłynąć na wzrost kredytów w gospodarce i pobudzić aktywność inwestycyjną, ale w związku z odczuwaną przez przedsiębiorców niepewnością nie może ona przynieść takich efektów, jak polityka fiskalna (Pruski 1993, s. 43). Charakterystyczny jest stosunek Keynesa do inflacji. Jego zdaniem może ona stać się groźna dla gospodarki tylko w warunkach pełnego wykorzystania zdolności produkcyjnych, co jest raczej sytuacją wyjątkową. Według keynesistów w strukturze polityki gospodarczej państwa dominującą rolę pełni polityka fiskalna, a polityce monetarnej przypada drugorzędna pozycja.

Koncepcje monetarystyczne w ekonomii pojawiły się w reakcji na nieadekwatność teorii Keynesa w wyjaśnianiu skutków szoków podażyowych i procesów stagflacyjnych w gospodarce w latach 70. i 80. XX wieku (Ptak 2008, s. 100-101). Monetaryzm, jako doktryna ekonomiczna ukształtował się w połowie lat 50. XX wieku, ale popularność zdobył w czasach wiel-

kiej inflacji lat 80. XX wieku. Czołowym przedstawicielem szkoły chicagowskiej tworzącej teorie określone potem mianem monetarystycznych był Milton Friedman. Zdaniem monetarystów warunkiem zapewnienia stabilnego wzrostu gospodarki jest utrzymanie niskiego i stabilnego poziomu inflacji. Ponieważ popyt na pieniądź jest stabilny kluczowe znaczenie dla poziomu cen ma wielkość podaży pieniądza. Ta zaś całkowicie zależy od działań banku centralnego. Stąd wynika duża rola polityki monetarnej. Zdaniem Friedmana i jego następców polityka fiskalna jest nieskuteczna, jako instrument wspierania rozwoju gospodarczego. Wynika to, przede wszystkim z dwóch zjawisk – efektu wypierania (inwestycyjne wydatki rządowe zastępują wydatki sektora prywatnego) i opóźnień (związanych z długotrwałością ścieżki legislacyjnej). W przeciwieństwie do keynesistów monetaryści dawali prymat polityce monetarnej nad polityką fiskalną.

Opozycja pomiędzy podejściem keynesistów i monetarystów do kwestii skuteczności polityki gospodarczej na długie lata ukształtowała myślenie o roli polityk fiskalnej i monetarnej. Przechodząc do założeń nowej syntezy neoklasycznej, jako podstawy dla współczesnej polityki pieniężnej należy wskazać na główne myśli pozostałych szkół tzw. ekonomii głównego nurtu. Nowa szkoła neoklasyczna w powiązaniu z teorią racjonalnych oczekiwań wskazywała na nieskuteczność zarówno polityki monetarnej, jak i fiskalnej w stabilizowaniu gospodarki. Zdaniem jej przedstawicieli tylko nieoczekiwane zmiany w regułach prowadzenia polityki pieniężnej mogą wyrzucić krótkookresowy wpływ na gospodarkę. Jednak w długim okresie polityka gospodarcza jest neutralna. Podobnego zdania są ekonomiści ze szkoły realnego cyklu koniunkturalnego. Co prawda wskazują oni na prymat polityki fiskalnej nad monetarną, jednak nie zalecają jej stosowania, jako narzędzia stabilizowania koniunktury gospodarczej (Kiedrowska, Marszałek 2003, s. 86).

Począwszy od lat 80. XX wieku gospodarka światowa weszła w okres wielkiej stabilizacji. Rządy po wielkiej inflacji w znaczący sposób wycofały się z interwencji w gospodarkę. Rozpoczął się okres niskiej inflacji, której towarzyszył stabilny wzrost gospodarczy. Efektem opisanych powyżej zmian stała się, na gruncie teorii ekonomii, nowa synteza neoklasyczna. Stanowi ona wyraz eklektycznego podejścia do dotychczasowego dorobku ekonomii w zakresie teorii polityki pieniężnej, dla którego punktem wyjścia stał się model równowagi ogólnej dla gospodarki przy założeniu braku sztywności (Grabek, Kłos, Kołoch 2010, s. 24-31). Zgodnie z poglądami tego nurtu ekonomii polityka pieniężna może pełnić istotną rolę przy wspomaganiu gospodarki w wychodzeniu ze skutków szoków realnych. Jej znaczenie dla zapewnienia niskiej i stabilnej inflacji jest z punktu widzenia gospodarki kluczowe. Należy jednak pamiętać, że jej rola ma tylko znaczenie wspomagające wobec zdolności gospodarki do samoregulacji (Sławiński 2016). Polityka fiskalna odgrywa dużo mniejszą rolę i powinna skupiać się na stworzeniu optymalnych warunków dla funkcjonowania gospodarki.

Z zaprezentowanych powyżej poglądów dominujących szkół ekonomicznych wynika, że przekonanie o primacie jednej z polityk, fiskalnej lub monetarnej zmieniało się wraz z upływem czasu. Przy czym zmiana poglądów związana była zwykle z zaburzeniami w sferze realnej gospodarki, które dawały impuls do rewizji dotychczasowych przekonań. Pod koniec XX wieku w zgodzie z nową syntezą neoklasyczną polityka monetarna stała się dominującym elementem polityki gospodarczej, a banki centralne weszły w rolę instytucji nadzorującej ład finansowy w państwie (Alińska, Pietrzak, Wasiak 2016).

### **Niekonwencjonalne narzędzia polityki pieniężnej i wybrane skutki ich użycia**

Zgodnie z opisanymi założeniami nowej syntezy neoklasycznej banki centralne do wybuchu kryzysu w 2008 roku realizowały przyjęte strategie polityki pieniężnej posługując się tradycyjnymi narzędziami. Były nimi krótkoterminowe stopy procentowe banku centralnego, operacje otwartego rynku i operacje depozytowo-kredytowe, które pozwalały na dostosowanie poziomu bazy monetarnej do pożądanego poziomu (Ząbkowicz 2015, s. 30-31). W in-

strumentarium pozostawała również rezerwa obowiązkowa i coraz bardziej rozbudowywana polityka informacyjna. Przy wykorzystaniu tych narzędzi bank centralny, za pośrednictwem wielu kanałów transmisji impulsów monetarnych oddziaływał na sferę realną gospodarki (Demchuk, Łyziak, Przystupa, Sznajderska, Wróbel 2012, s. 7).

Wybuch kryzysu nastąpił we wrześniu 2008 roku. Spowodował on zaburzenia płynności banków i innych podmiotów rynku finansowego. Były one rezultatem z jednej strony spadku wartości aktywów (zwłaszcza tzw. toksycznych, o źle wycenionym ryzyku) z drugiej zaś gwałtownego zatrzymania funkcjonowania pieniężnego rynku międzybankowego. Utrata zaufania pomiędzy uczestnikami rynku przełożyła się na zmniejszenie ilości zawieranych na rynku pieniężnym transakcji. Wobec opisanych zdarzeń zarówno banki centralne, jak i rządy podjęły szybkie działania. W przypadku banków centralnych polegały one w początkowym okresie na obniżeniu stóp procentowych i zmodyfikowaniu zasad przeprowadzania standardowych operacji otwartego rynku i operacji depozytowo-kredytowych. Podjęte działania okazały się niewystarczające dla powstrzymania narastających zaburzeń. Dodatkowo sytuację komplikował fakt, że stopy procentowe banku centralnego dość szybko (w Stanach Zjednoczonych już pod koniec 2008 roku) zostały sprowadzone do poziomu bliskiego zera. Zamknęło to możliwości dalszego prowadzenia konwencjonalnej polityki pieniężnej. W związku z tym banki centralne uruchomiły nowe, niestandardowe narzędzia polityki pieniężnej. W literaturze określane są one mianem polityki luzowania ilościowego (quantitative easing), bowiem polegają na dostarczaniu dodatkowej płynności do sektora finansowego. Odbywa się to na drodze zakupów różnego typu rynkowych papierów wartościowych, co skutkuje wzrostem sumy bilansowej oraz zmianą struktury bilansu banku centralnego. Nowością są w tym wypadku nie tylko techniczne szczegóły przeprowadzanych operacji ale ich skala (Tomkiewicz 2015, s. 166-167). Jako przykład można wskazać System Rezerwy Federalnej, którego suma bilansowa wzrosła od wybuchu kryzysu pięciokrotnie – z 900 mld do 4,5 bln dolarów (Mester 2016). Należy też zauważyć, że w wyniku przeprowadzania luzowania ilościowego w portfelach banków centralnych znalazły się znaczące ilości skarbowych papierów dłużnych<sup>1</sup>.

Osiągnięcie przez krótkoterminowe stopy procentowe poziomu zbliżonego do zera skłoniło banki centralne do oddziaływania na długoterminowe stopy procentowe na drodze zakupu długoterminowych papierów dłużnych (Roath 2016)<sup>2</sup>. Stworzenie przez banki centralne stałego na nie popytu wpłynęło na obniżenie kosztów pozyskania finansowania przez emitentów takich papierów. Jednak, ponieważ zakupy dokonywane przez bank centralny dotyczą także długoterminowych papierów skarbowych poprawie ulegają również warunki finansowania rządu. Ma to oczywisty wpływ na możliwości prowadzenia aktywnej, stymulującej gospodarkę polityki fiskalnej<sup>3</sup>.

Podejmowane przez banki centralne niestandardowe działania przyniosły różnorakie skutki. Panika i zaburzenia na rynku finansowym zostały szybko opanowane. Sektor bankowy (również dzięki wsparciu ze strony rządów) nie utracił płynności, a depozytariusze nie ponieśli strat. Recesja po stronie gospodarki realnej była stosunkowo płytka (Tomkiewicz 2015, s. 167-168), ale niestety długotrwała. Może to być efektem zjawiska sekularnej stagnacji, które wystąpiło w gospodarkach rozwiniętych, a które polega na jednoczesnym występowaniu nadmiaru oszczędności i niskiego popytu (Sławiński 2016). Należy też zauważyć, że prowadzona przez długi czas akomodacyjna polityka pieniężna wpłynęła na uzależnienie rynków finansowych od taniego, łatwo dostępnego pieniądza. Zjawisko uzależnienia dotyczy również rządów. Banki centralne wpływały w dwojaki sposób na warunki funkcjonowania rynku rzą-

---

<sup>1</sup> W przypadku Systemu Rezerwy Federalnej i Europejskiego Banku Centralnego jest to około 10% wartości aktywów (Ramotowski 2016).

<sup>2</sup> System Rezerwy Federalnej przeprowadził operację Twist polegającą na zamianie papierów krótkoterminowych na długoterminowe.

<sup>3</sup> Znalazło to szczególny wyraz w ogłoszeniu przez Bank Japonii nowego celu dla polityki pieniężnej, w postaci utrzymania bliskiej zera rentowności 10-letnich obligacji rządowych (Ramotowski 2016).

dowych papierów dłużnych. Po pierwsze utrzymując długoterminowe stopy procentowe na bardzo niskim poziomie (tu można znowu odwołać się przykładu nowego celu polityki Banku Japonii). Po drugie banki centralne generowały i nadal generują stały popyt na papiery skarbowe, kupując je na rynku pierwotnym (Bank Japonii) bądź wtórnym (Europejski Bank Centralny).

Ostatnio w dyskusjach na temat polityki pieniężnej coraz częściej pojawia się stwierdzenie, że wyczerpała ona możliwości stymulowania wzrostu gospodarczego (Ramotowski 2016). Nie oznacza to, konieczności powrotu do przedkryzysowej polityki pieniężnej. Wręcz przeciwnie wydaje się, że powinna ona nadal zachować ekspansywny kierunek oraz wykorzystywać w miarę potrzeb instrumenty niestandardowe. Jednak jej głównym zadaniem powinno stać się stworzenie pola dla szerzej prowadzonej niż ostatnio ekspansywnej polityki fiskalnej (Roath 2016). W analizach dotyczących efektywności proinwestycyjnej polityki pieniężnej i fiskalnej wskazuje się, że ta druga jest obciążona zdecydowanie niższym ryzykiem (Feldstein 2016). Banki centralne kupując rynkowe papiery wartościowe do swoich portfeli przejmują związane z nimi ryzyko. W przypadku polityki fiskalnej, która posługuje się innym zestawem narzędzi ryzyko nie jest przenoszone na rząd. Warto również zasygnalizować, nie rozwijany w tym miejscu (ze względu na obszerność zagadnienia) wątek monetyzacji długu publicznego na drodze emitowania przez bank centralny tzw. helicoptermoney (Sławiński 2016). Wprowadzenie takiego rozwiązania z pewnością wpłynęłoby na wzajemne relacje polityki monetarnej i fiskalnej.

### **Podsumowanie**

Poglądy na temat roli polityki monetarnej i fiskalnej i ich prymatu w oddziaływaniu na gospodarkę w kierunku stymulowania wzrostu w ciągu lat ulegały zmianie. W dużej mierze była to nie tyle konsekwencja rozwoju badań teoretycznych, co zachodzących w sferze realnej zjawisk. Ukształtowany pod koniec lat 80. XX wieku konsensus nadawał prymat polityce monetarnej, jako skuteczniejszej we wspomaganiu procesów samoregulacji w gospodarce. Kryzys, który wybuchł we wrześniu 2008 roku spowodował, że wobec wyczerpania się możliwości prowadzenia standardowej polityki pieniężnej banki sięgnęły po niestosowane dotychczas instrumenty. Dokonując na niespotykaną dotychczas skalę zakupów papierów wartościowych (komercyjnych i rządowych) o długich terminach zapadalności zaczęły skutecznie wpływać na poziom długoterminowych stóp procentowych. Równocześnie taka polityka zmieniła warunki funkcjonowania rynków finansowych w tym, co jest szczególnie istotne rynku rządowych papierów dłużnych. Przez to polityka monetarna zaczęła silnie oddziaływać na politykę fiskalną. Z drugiej jednak strony możliwości oddziaływania niestandardowej polityki monetarnej na pobudzanie wzrostu gospodarczego zdają się wyczerpywać. Wskazywałoby to przyszły prymat polityki fiskalnej. Zdaniem autorki równoległe występowanie obu opisanych tendencji wskazuje na konieczność zbudowania zupełnie nowej strategii polityki gospodarczej polegającej na daleko idącej koordynacji obu równorzędnie traktowanych polityk. Wydaje się, że takie rozwiązanie będzie istotnym novum w sposobie myślenia o polityce gospodarczej państwa.

### **Bibliografia**

Alińska A., Pietrzak B., Wasiak K., *Ewolucja zmian i zadania dla banków centralnych w świetle doświadczeń kryzysu finansowego*, <http://kolegia.sgh.waw.pl/pl/KES/kwartalnik/Documents/AABPKW231.pdf>, (data dostępu 16.10.2016).

Demchuk O., Łyziak T., Przystupa J., Sznajderska A., Wróbel E. (2012), *Mechanizm transmisji polityki pieniężnej w Polsce. Co wiemy w 2011 roku?* „Materiały i Studia”, nr 270, NBP, Warszawa.

Drabowski E. (1987), *Wpływ pieniądza na gospodarkę w teoriach keynesizmu i monetaryzmu*, PWN, Warszawa.

Feldstein M., *The Future of Fiscal Policy*, <http://www.nber.org/feldstein/IMF%20April%202015.pdf>, (data dostępu 15.10.2016).

Grabek G., Kłos B., Koloch G. (2010), *SOE<sup>PL2009</sup> – Model DSGE małej otwartej gospodarki estymowany na polskich danych. Specyfikacja, oceny parametrów, zastosowania*, „Materiały i Studia”, nr 251, NBP, Warszawa.

Kiedrowska M., Marszałek P. (2003), *Polityka pieniężna i fiskalna w teoriach makroekonomicznych*, „Ruch Prawniczy, Ekonomiczny i Socjologiczny”, nr 1, Poznań.

Łaski K. (2011), *Strukturalne przyczyny kryzysu finansów publicznych w Unii Europejskiej oraz w Unii Gospodarczej i Walutowej*, „Studia Ekonomiczne”, nr 1, Warszawa.

Mester L. J., *Recent Developments in U.S. Monetary Policy: From Extraordinary Back to Ordinary*, [file:///C:/Users/U132622/Downloads/sp%2020150323%20recent%20developments%20in%20the%20us%20monetary%20policy%20pdf%20\(1\).pdf](file:///C:/Users/U132622/Downloads/sp%2020150323%20recent%20developments%20in%20the%20us%20monetary%20policy%20pdf%20(1).pdf), (data dostępu 10.08.2016).

Pruski J. (1993), *Ewolucja keynesistowskiej teorii pieniądza – tobinowska teoria popytu na pieniądź*, w: Belka M., Wojtyła A. (red.), *Współczesny keynesizm*, PAN Instytut Nauk Ekonomicznych, „Studia i Materiały”, nr 42, Warszawa.

Ptak P. (2008), *Ile państwa w gospodarce? Milton Friedman o ekonomicznej roli państwa*, Wydawnictwo C.H.Beck, Warszawa.

Ramotowski J., *Rośnie protekcjonizm a rządy patrzą krótkoterminowo*, <https://www.obserwatorfinansowy.pl/tematyka/makroekonomia/rosnie-protekcjonizm-a-rzady-patrza-kratkoterminowo/>, (data dostępu 10.10.2016).

Roath S. S., *Desperacja banków centralnych*, <https://www.obserwatorfinansowy.pl/forma/rotator/desperacja-bankow-centralnych/>, (data dostępu 10.10.2016).

Sławiński A., *Granice skuteczności polityki pieniężnej*, <https://www.obserwatorfinansowy.pl/forma/rotator/granice-skuteczności-polityki-pięniejszej/>, (data dostępu 10.10.2016).

Tomkiewicz J. (2015), *Skutki uboczne kryzysowej polityki monetarnej*, Uniwersytet Ekonomiczny w Katowicach, „Studia Ekonomiczne”, nr 214, Katowice.

Ząbkowicz A. (2015), *Odejście od konwencjonalnej polityki pieniężnej*, Szkoła Główna Handlowa, „Prace i Materiały Instytutu Rozwoju Gospodarczego”, nr 95, Warszawa.