

*Eliza Frejtag-Mika**

SPÓR O DROGI WYJŚCIA Z PUŁAPKI PŁYNNOŚCI I DEFLACJI

Streszczenie. Artykuł podejmuje kwestię pułapki płynności. Termin ten został zastosowany przez J. Keynesa na oznaczenie gospodarki w stanie charakteryzującym się stopami procentowymi bliskimi zeru i zagrożonej deflacją. Podstawą dyskusji są tezy wynikające z teoretycznego modelu tzw. *endowment economy* P. Krugmana (1998). Analiza krytyczna zaleca wyjście z pułapki płynności poprzez doprowadzenie przez władze finansowe do negatywnej realnej stopy procentowej w wyniku reform strukturalnych oraz ekspansji fiskalnej i monetarnej. Analiza ta, zarysowana ogólnie przez P. Krugmana i jego krytyków, koncentruje się na krytycznej ocenie teoretycznych skutków diskutowanych propozycji, zwłaszcza tych sformułowanych jako „wiarygodne postanowienie bycia nieodpowiedzialnym” i praktycznych skutków prób wyjścia z pułapki płynności, podjętych przez Japonię, dotąd wszakże bez większego sukcesu. Artykuł zawiera także ocenę odautorską dotyczącą dróg wyjścia z pułapki płynności podejmowanych na przestrzeni ubiegłych lat i nawiązuje do bieżącego kryzysu finansowego w odniesieniu do celu inflacyjnego, kursu wymiennego i zadłużenia.

Słowa kluczowe: pułapka płynności, deflacja, cel inflacyjny, poluzowanie ilościowe (QE).

1. ISTOTA PUŁAPKI PŁYNNOŚCI

Używane powszechnie pojęcie „kryzys gospodarczy” wiąże się z okresem głębokiej i długotrwałej recesji, w odróżnieniu od pojęcia zastoju (stagnacji), znamionującego okres niskiego lub zerowego wzrostu gospodarczego. Kryzys gospodarczy charakteryzuje się zatem ostrym przebiegiem spowolnienia funkcjonowania gospodarki, wyrażającego się w powstaniu pułapki płynności i deflacji. Pojęcie „pułapka płynności” wprowadził J. M. Keynes w swojej epokowej *Ogólnej teorii zatrudnienia, procentu i pieniądza* (1937). Symptomami pozostawiania gospodarki w pułapce płynności jest „pogłębiająca się luka produkcji, zerowa nominalna stopa procentowa, deflacja, niski udział konsumpcji w PKB, a także brak odpowiednio szybkiego wzrostu szerszych agregatów pieniężnych” (Dominguéz, 1998: 188–194). W nawiązaniu do bieżącego kryzysu gospodarczego P. Krugman uznał, że w stanie pułapki płynności znajdują się wszystkie gospodarki rozwinięte, dysponujące łącznie 70% światowego PKB (Krugman, 2010).

* Dr hab. prof. UTH w Radomiu, Katedra Ekonomii, Wydział Ekonomiczny, Uniwersytet Technologiczno-Humanistyczny im. Kazimierza Pułaskiego w Radomiu, ul. B. Chrobrego 31, 26-600 Radom, e-mail: efrejtagmika@interia.pl.

Deflacja jest definiowana jako ogólny, tj. powszechny, wykraczający poza sektory gospodarki spadek cen (Bernanke, 2002). Tematem artykułu jest dyskusja na temat dróg wyjścia z ostrej fazy kryzysu, czyli z pułapki płynności i deflacji.

Powstanie pułapki płynności następuje w wyniku głębokiego załamania popytu (konsumpcyjnego i inwestycyjnego). Spada wtedy ogólny poziom cen, a poziom produkcji kształtuje się poniżej poziomu naturalnego, gdyż gospodarka nie wykorzystuje pełnych zdolności produkcyjnych. W celu przeciwdziałania recesji bank centralny konsekwentnie obniża stopy procentowe do wielkości bliskich zera (*zero bound*). Obligacje krótkoterminowe z zerowym oprocentowaniem, w odróżnieniu od obligacji długoterminowych, nie przynoszą dochodu, co prowadzi do preferencji płynności kosztem posiadania tytułów dłużnych. Na rynku narastają oczekiwania deflacyjne. Korporacje stoją wobec problemu posiadania nadmiernych zapasów niesprzedanych towarów, a pracownicy tracą pracę. W wyniku deflacji realna stopa procentowa staje się dodatnia, dodatkowo osłabiając popyt i produkcję. Ewentualna dalsza emisja pieniądza przyczynia się jedynie do większej płynności i jest zatrzymywana przez podmioty finansowe i gospodarstwa domowe, nie przyczyniając się do ożywienia gospodarki. Tradycyjna polityka monetarna staje się zatem nieefektywna, gdyż nie działa mechanizm transmisyjny do gospodarki. W tych warunkach wyjście z pułapki płynności wymaga użycia niestandardowego instrumentarium finansowego, które może okazać się skuteczne jedynie wtedy, jeżeli będzie stosowane konsekwentnie i w dłuższym okresie.

2. WNIOSKI Z MODELU *ENDOWMENT ECONOMY* P. KRUGMANA

Do zrozumienia istoty pułapki płynności i dróg wyjścia z niej przyczynił się Krugman. Posługując się uproszczonym modelem *endowment economy* (gospodarki dotowanej), w której konieczne jest dokonywanie wyborów międzyokresowych (*intertemporal choices*), wykazał, że rezygnacja z części konsumpcji bieżącej na rzecz większej konsumpcji w przyszłości, przy założeniu stałości przyszłego poziomu produkcji i poziomu cen, kreuje deflację. Dzieje się tak, mówiąc ogólnie, gdy oszczędności (*savings*) są za duże w stosunku do inwestycji (*investments*) (Krugman, 2011: 13). Krugman stwierdza, że „w kraju o słabych perspektywach wzrostu, z powodu na przykład niesprzyjających trendów demograficznych, krótkoterminowa realna stopa procentowa która byłaby konieczna do zrównoważenia oszczędności z inwestycjami, może być ujemna. Ponieważ jednak nominalna stopa procentowa nie może być ujemna, to kraj potrzebuje (*needs*) przyszłej inflacji” (Krugman, 1998a; 1998b: 145). W zapisie formalnym realna stopa rynkowa równa się nominalnej stopie rynkowej pomniejszonej o stopę oczekiwań inflacyjnych. Pułapka płynności powstaje, gdy rynek oczekuje deflacji (ujemnej

inflacji), kiedy nawet zerowa nominalna stopa procentowa oznacza zbyt wysoką stopę realną. Przy niskich oczekiwaniach dotyczących przyszłych dochodów, nawet przy zerowej stopie procentowej, podmioty rynkowe starają się zaoszczędzić więcej niż gospodarka może zaabsorbować bez szkody dla poziomu produkcji. Niezależnie zatem od rozmiarów krótkoterminowej ekspansji monetarnej nie jest możliwe wyjście z pułapki płynności.

Wyjście z pułapki płynności jest zatem możliwe jedynie w przypadku, gdy realna stopa procentowa stanie się ujemna, czyli gdy w gospodarce, w wyniku konsekwentnej polityki zwiększania podaży pieniądza, zostaną wywołane i utrwalone w dłuższym okresie wysokie oczekiwania inflacyjne. Krugman podkreśla, że niezbędne znaczne zwiększenie podaży pieniądza okaże się skuteczne, jeżeli bank centralny zdoła w wiarygodny sposób zapewnić (*credibly promise to be irresponsible*) gospodarstwa domowe i podmioty gospodarcze, że wbrew wąsko pojmowanemu ustawowemu nakazowi prowadzenia polityki stabilizacji ceny będzie prowadził „nieodpowiedzialną” politykę monetarną i doprowadzi do pojawienia się trwałych oczekiwań inflacyjnych i inflacji, tj. do ujemnej realnej stopy procentowej.

Skalę niezbędnej inflacji Krugman oszacował na podstawie luki produkcji. Odwołując się do sytuacji w Japonii, w której luka ta w 1998 r. przekroczyła ponad 7% PKB i przyjmując dodatkowo, że przeprowadzane równoległe usprawnienia strukturalne oraz efekty ekspansywnej polityki fiskalnej pozwoliłyby zredukować lukę do 4–5% PKB i że do powiększenia PKB o 1% konieczna jest redukcja długoterminowej stopy procentowej średnio o 0,75% (na podstawie danych dla USA), oszacował skalę pożądanej inflacji na poziomie 3–3,75%, czyli z pewnym marginesem, do 4% rocznie. Stopę tę należałoby utrzymywać przez około 15 lat, by efekty były trwałe.

Krugman zdiagnozował w 1998 r. sytuację w Japonii jako pozostającą w pułapce płynności. Poszukując odpowiedzi na pytanie, co jest do zrobienia, Krugman formułuje daleko idące wnioski, ujmując je w trzy grupy: reformy strukturalne, ekspansję fiskalną i nieortodyksyjną politykę monetarną. Japonia stała wtedy, a wobec niepowodzenia prób wyjścia z kryzysu stoi także teraz, przed koniecznością przeprowadzenia niezbędnych reform strukturalnych, obejmujących uzdrowienie systemu finansowego, w tym zwłaszcza sektora bankowego, uginającego się pod ciężarem niespłacalnych kredytów, deregulację sektora usług, zmiany w systemie rachunkowości korporacyjnej (*corporate accounting*) w celu uniknięcia fryzowania sprawozdawczości finansowej i demontażu *keiretsu*, systemu powiązań interesów natury klanowo-grupowych sfery biznesu, bankowości i polityki. Reformy strukturalne powinny sprzyjać ponownemu uruchomieniu akcji kredytowej banków, ułatwić proces inwestycyjny i skłonić ludzi do zwiększenia wydatków. Skutek tych wszystkich działań, które są obiektywnie niezbędne, nie jest jednak pewny i odległy w czasie.

Z uwagi na nieskuteczność tradycyjnych narzędzi polityki monetarnej należy sięgnąć do opcji natury fiskalnej. Zwiększenie wydatków budżetowych w celu podjęcia nowych programów inwestycyjnych, np. w zakresie infrastruktury, zakupu dóbr i usług przez sektor publiczny, może ograniczać wzrost bezrobocia i zrekompensować spadek konsumpcji prywatnej. Odrębną kwestią, pozostającą wszakże poza zakresem artykułu, jest efektywność wydatków na projekty infrastrukturalne, które nierzadko są kierowane na kolejne drogi i mosty donikąd.

Wyjście z pułapki płynności, zdaniem Krugmana, polega na podjęciu ekspansywnej polityki pieniężnej. Decyduje o tym aspekt praktyczności tego rozwiązania. Znacznie łatwiej bowiem zwiększyć dopływ pieniądza do gospodarki niż zmniejszyć poziom płac i cen. Wtedy bowiem relacja podaży pieniądza do poziomu płac realnie rośnie. Gdyby zaś polegać bardziej na zmniejszeniu nominalnych płac i cen, oznaczałoby to ograniczenie łącznego popytu. Spadek płac prowadzi bowiem do spadku ogólnego poziomu cen, wzrostu realnej wartości pieniądza i wzrostu realnego poziomu zadłużenia, a w konsekwencji do spadku aktywności gospodarczej (spadku produktu).

Problem zadłużenia jest uważany za ważną przeszkodę do ożywienia gospodarki. Większość monetarystów, kierując się praktyczną intuicją, uważa, że poziom zadłużenia jest nadmierny i co ważniejsze, sądzi, że rozwiązywanie problemu ożywienia gospodarki nie może polegać na powiększaniu zadłużenia. Zdaniem Krugmana pogląd ten jest błędny. Przyznaje on jednak, że głównym czynnikiem przyczynowym stojącym za zastojem gospodarki jest zadłużenie. Uważa on wprawdzie, że ogólny poziom zadłużenia jest mniej istotny, gdyż zobowiązania jednej osoby stanowią należność drugiej, a znaczenie ma jedynie wartość zagregowanego majątku netto, to nierozwiązany pozostaje problem nadmiernego zadłużenia u niektórych dłużników. Dzięki zaciągnięciu dodatkowego długu przez rząd z przeznaczeniem na rozwój infrastruktury powstają nowe możliwości zwiększenia produkcji i spłaty starych długów przez zadłużone podmioty. Krugman sądzi, że w pewnym momencie, po uporaniu się z problemem nadmiernego zadłużenia, dalsze finansowanie z deficytu w celu osiągnięcia pełnego zatrudnienia nie będzie konieczne. W wyniku ekspansywnej polityki fiskalnej dług prywatny zostaje wprawdzie zastąpiony długiem publicznym, lecz korzyść z pobudzenia gospodarki jest dobrem wspólnym.

Pułapka płynności jest niepożądanym, ale przejściowym stanem, w którym gospodarka utrzymuje się dotąd, dopóki nie powstaną przesłanki do słabszego preferowania płynności na rzecz silniejszej preferencji dla obligacji i innych aktywów. Obligacje i aktywa są preferowane, gdy przynoszą dochód, czyli generują odpowiednio wysokie stopy zwrotu.

Krugman wyraża także inną myśl, że sam upływ czasu, np. 20 lat, doprowadzi do samoistnego rozwiązania problemu pułapki płynności w wyniku naturalnych zmian w podaży pieniądza, dopasowań cenowych lub reform strukturalnych.

Stanie się tak zapewne w dłuższym okresie. W tym kontekście przypomina znaną dewizę Keynesa: „But on the other hand, in the long run...”.

2.1. Krytyka propozycji Krugmana

Wnioski wynikające z modelu gospodarki dotowanej (*endowment economy*) Krugmana, a zwłaszcza bardzo jednoznaczne rekomendacje dla polityki monetarnej w Japonii były zacznym bardzo inspirującej polemiki, której pokłosiem są następujące tezy krytyczne.

Dominguez przypominała, że w warunkach normalnych polityka pieniężna jest neutralna, czyli nieefektywna w długim okresie czasu. W sytuacji pułapki płynności, gdy krótkoterminowa stopa procentowa jest zerowa, polityka pieniężna jest nieskuteczna w pobudzaniu popytu. Z tego powodu tradycyjnie sądzi się, że wyjście z pułapki płynności dokonuje się dzięki ekspansji fiskalnej. Krugman uważa zaś, że ekspansja fiskalna w dłuższej perspektywie staje się niewiarygodna. Uczestnicy rynku kierują się bowiem zasadą równoważności Ricardiańskiej (*Ricardian equivalence*), tj. że większe wydatki budżetowe obecnie spowodują w przyszłości większe podatki. Z tego powodu są oni w warunkach ekspansji fiskalnej bardziej skłonni do zwiększenia oszczędności niż dokonywania wydatków. Dominguez ma wątpliwości, czy bankowi centralnemu udałoby się przekonać rynki, że będzie prowadził „nieodpowiedzialną” ekspansję monetarną w przyszłości. Krugman zakłada, że procesy ekspansji pieniężnej spowodują stały wzrost cen, obniżkę realnych stóp procentowych i deprecjację waluty krajowej oraz że procesy te odbędą się w sposób uporządkowany. Nie wyjaśnia on jednak, czy utrwalone oczekiwania inflacyjne nie ulegną przyspieszeniu. Czy w takim przypadku bank musiałby się zobowiązać jedynie do umiarkowanej inflacji? Osiągnięcie dostatecznie niskiej lub ujemnej realnej stopy procentowej oznaczałoby także zachętę do lokowania inwestycji za granicą w poszukiwaniu dodatniej (wyższej) stopy zwrotu. Odpływ pieniądza spowodowałby zmniejszenie bazy depozytowej banków i, w konsekwencji, ograniczenie przez nie akcji kredytowej. Wyższa inflacja prowadzi do wyższych długoterminowych stóp procentowych, a więc do redukcji popytu. Deprecjacja waluty krajowej oznacza zaś zakłócenie w stosunkach handlowych z innymi krajami i może prowadzić także do deprecjacji waluty partnerów, podrożyć znacznie koszty obsługi długu zagranicznego i uruchomić pętlę zadłużenia. Zasadnicze jednak zastrzeżenie Dominguez dotyczy możliwości powstania ujemnej realnej stopy procentowej w warunkach wyjątkowo wysokiej mobilności kapitału, jaką charakteryzuje się współczesna gospodarka światowa. Dystansuje się ona także od zalecenia Krugmana, który zaproponował, by centralny bank Japonii obrał cel inflacyjny w wysokości 4% w okresie 15 lat i uznała je za prowokację intelektualną.

Rogoff, nawiązując do tezy Krugmana, że negatywne realne stopy procentowe są nie tylko użytecznym narzędziem polityki pieniężnej, lecz w przypadku

Japonii są one absolutnie konieczne, by wyjść z pułapki płynności, stwierdza, że negatywne realne stopy są pochodną nierównowagi pokoleniowej w krótkim i średnim okresie. Japonia jest krajem o wysokiej, ponad 29% stopie oszczędności (Rogoff, 1998: 194–197). Ma zatem zawsze możliwość ulokowania swoich oszczędności za granicą i nie musi się godzić na negatywne realne stopy w kraju. Propozycja Krugmana utrzymania wysokich oczekiwań inflacyjnych przez wiele lat, jako warunku utrzymania negatywnej realnej stopy inflacji, jest egzotyczna. Do pomyslenia jest natomiast zwiększenie podaży pieniądza o 25% w celu wykupienia z rynku 4% obligacji rządowych. Byłoby to jednak zupełnie niezgodne z dotychczasowym kursem banku centralnego na rzecz stabilizacji cen. Rogoff polemizuje także z Krugmanem na temat roli ekspansywnej polityki fiskalnej. Jego zdaniem problem pułapki płynności może być rozwiązany przez umiejętne powiązanie ekspansji fiskalnej z równoległym zwiększeniem podaży pieniądza. Taka polityka pozwala także powstrzymać zbyt szybką deprecjację waluty krajowej i ograniczyć ujemne krótkoterminowe konsekwencje dla gospodarek partnerów handlowych. Skutki deprecjacji waluty jednak nie są nadmiernie dolegliwe, gdyż kraje, które w czasach Wielkiej Depresji odeszły od standardu złota i pobudziły inflację, zdołały szybciej i silniej ożywić gospodarkę. Odnosząc się do propozycji ilościowych dotyczących poziomu i czasokresu wysokiej inflacji, Rogoff sądzi, że wystarczyłaby skumulowana inflacja w wysokości 20% w okresie trzech lat, by utrzymać realne stopy procentowe na poziomie ujemnym.

Wypowiedzi innych ekonomistów także były sceptyczne. Ogólnie podnoszono kwestię, że Japończycy preferują oszczędzanie z uwagi na niepewną przyszłość, obawy o utratę pracy i niestabilność gospodarki. Obawy te nie skłaniają więc ludzi do zwiększenia wydatków, lecz raczej zachęcają ich do dalszego oszczędzania. W tym kontekście formułowano pogląd, że większą szansę powodzenia miałyby raczej opcja dalszej deprecjacji jena, mimo potencjalnie ujemnych skutków dla zewnętrznego otoczenia gospodarczego. Najlepszą wszakże opcją byłyby bodźce fiskalne, które spowodowałyby ożywienie gospodarcze poprzez pobudzanie popytu wewnętrznego, nie zwiększając jednocześnie japońskiej nadwyżki handlowej.

3. DROGI WYJŚCIA Z PUŁAPKI PŁYNNOCI POLEMKA B. BERNANKE VERSUS K. OKINA

Oceniając doświadczenia Japonii w walce z deflacją i próbę uporania się z pułapką płynności w latach 90., Bernanke sądzi, że polityka pieniężna obejmuje wiele opcji przydatnych do stymulowania gospodarki poprzez wzrost nominalnego łącznego popytu i poziomu cen. Przekonanie to wynika z pewności, że władze monetarne mogą dokonać praktycznie nieograniczonej emisji pieniądza, co wprawdzie naruszyłoby równowagę na rynku pieniądza, na którym

początkowo nominalna stopa rynkowa jest bliska zeru, lecz spowodowałyby to pożądaną wzrost poziomu cen.

Zastój gospodarczy Japonii w latach 90. został pogłębiony przez następujące po sobie błędy w polityce monetarnej. Wyraziły się one brakiem zacieśnienia polityki monetarnej w obliczu narastania presji inflacyjnej na początku dekady, która umożliwiła powstanie bańki spekulacyjnej na rynku nieruchomości i akcji, nieudaną próbę przebicia tej bańki w kolejnych latach i nieskuteczną próbę poluzowania polityki pieniężnej w latach 1991–1994, w których doszło do załamania systemu bankowego i spadku dochodu narodowego. Sytuacja kryzysowa przetrwała w ostrej postaci przez następne pięć lat (Bernanke, 1999: 5–8). Miarą kryzysu był spadek nominalnego PKB w 1999 r. o $-0,97\%$, deflator PKB wyniósł $-0,66\%$, a wcześniej w latach 1994–1996 był także ujemny. Narastająca inflacja od 1991 r. okazała się bliska zeru. Słaby wzrost PKB oraz niskie lub zgoła ujemne wskaźniki inflacji wskazują na brak dostatecznego łącznego popytu. Wskaźniki spadku cen akcji przy ich dużej zmienności oraz spadku cen ziemi (średnio o ok. 3–6% rocznie), którym towarzyszyła wyraźna aprecjacja waluty narodowej, świadczą o dużej presji inflacyjnej. Wskaźniki czysto monetarne, tj. stopa *call* banku centralnego spadła do praktycznie zerowego poziomu ($0,03\%$ w 1999 r.). Wyraźnie spadły także krótko- i długoterminowa stopa *prime rate*, które obrazują raczej koszty pieniądza dla sektora prywatnego. Jednocześnie, zwłaszcza w ostatnich pięciu latach, wzrosła bardzo podaż pieniądza bazowego i w mniejszym stopniu – szerokiego agregatu pieniężnego M2+CDs. Realna stopa procentowa ukształtowała się zatem na poziomie poniżej 1%. Mimo że władze monetarne podjęły dostosowawczą politykę monetarną, która nie ma precedensu w historii (*historically unprecentended accomodative monetary policy*) (Okin, 1999: 167), to jej tradycyjne narzędzia okazały się nieskuteczne. Gospodarka Japonii znalazła się w pułapce płynności z powodu braku dostatecznego łącznego popytu. Bernanke nie zgadza się z poglądem, że japońska polityka monetarna, przy niskiej realnej stopie procentowej, uczyniła wszystko, by uporać się z pozamonetarnymi skutkami załamania się rynku akcji i nieruchomości oraz systemu bankowego. Należy także mieć na uwadze, że skutki polityki monetarnej znajdują odzwierciedlenie w bilansie podmiotów gospodarczych (*balance-sheet channel of monetary policy*). Przy dodatniej realnej stopie procentowej, która cechuje deflację, następuje równoległy proces wzrostu wartości zobowiązań pieniężnych oraz spadku wartości zabezpieczeń przy spadku cen nieruchomości. W rezultacie osłabiona zostaje gotowość do konsumpcji i inwestycji po stronie pożyczkobiorcy oraz skłonność do udzielenia kredytu po stronie pożyczkodawcy.

Bernanke przedstawił kilka propozycji wyjścia z pułapki płynności, choć nie uważa on, że wszystkie one są jednakowo przydatne. Sądzi on jednak, że wystarczy zastosować jedynie politykę agresywnej deprecjacji jena. Nie wszystkie opcje są wyłącznie natury monetarnej. Niektóre z nich wymagałyby współpracy wielu instytucji, w tym także władzy ustawodawczej. Warunkiem, by proponowane

zmiany przyniosły pożądany skutek, jest jednak determinacja w działaniu. Propozycje te obejmują:

Politykę zerowej stopy procentowej i wyznaczenie celu inflacyjnego. Bank centralny Japonii (BoJ) przyjął w lutym 1999 r. nieomal zerową stopę rynkową i zapowiedział, że utrzyma ją aż do ustąpienia obaw związanych z presją deflacyjną. Miało to pozytywny skutek zarówno dla stopy krótko-, jak i długoterminowej, która ustaliła się na poziomie poniżej 1%. Decyzję tę uważa się za prawidłową, chociaż przeważa pogląd, że lepszy skutek wywołałoby równoległe wyznaczenie celu inflacyjnego, zwłaszcza na dość wysokim poziomie. Świadczyłyby to nie tylko o poważnym zamiarze uporania się z deflacją, lecz także o braku intencji banku odnośnie do zrekompensowania braku wzrostu poziomu cen przez kilka lat przy okołozerowej inflacji lub deflacji. Decydenci japońscy nie zdecydowali się na ten krok, argumentując, że ogłoszenie celu inflacyjnego „podważyłoby wiarygodność” banku. Okina przyznaje, że cel inflacyjny jest przydatnym narzędziem polityki monetarnej w zapewnieniu stabilności cen. Bank jednak go dotąd nie stosuje z uwagi na trudności w ilościowym zdefiniowaniu tego celu oraz wskazaniu dróg jego osiągnięcia. BoJ jest wprawdzie ustawowo zobowiązany do zapewnienia rozwoju gospodarki narodowej w drodze utrzymania stabilności poziomu cen w długim okresie, lecz członkowie japońskiej *Policy Board* nie są zgodni, że cel ten zostanie osiągnięty przy spełnieniu celu inflacyjnego. Stosowane mierniki inflacji, takie jak deflator GDP, indeksy CPI czy WPI, nierzadko wykazują różnokierunkową dynamikę i nie są wolne od wpływu czynników pozamonetarnych, np. niekorzystnych jednorazowych zjawisk losowych lub nawet błędów pomiaru. Cel inflacyjny został początkowo wprowadzony w krajach borykających się z wysoką inflacją, a więc w sytuacji zasadniczo różnej od tej, w której znalazła się Japonia. Analitycy gospodarki japońskiej powszechnie zalecają, by bank ogłosił wysoki cel inflacyjny w celu przeciwstawienia się oczekiwaniom deflacyjnym. Bank uważa jednak, że skoro nie jest w stanie wskazać drogi dojścia do jednoznacznego celu inflacyjnego, to ryzykuje utratę własnej wiarygodności. W rezultacie bank opowiedział się za symetrycznym podejściem odnośnie do oczekiwań de- i inflacyjnych, stwierdzając jedynie, że zapewni niezbędną płynność na rynku pieniężnym tak długo, jak długo nie ustąpią oczekiwania deflacyjne, utrzymując *overnight call rate* w pobliżu zera.

Deprecjacje jena. W okresie recesji 1998–1999 waluta japońska odnotowała znaczną aprecjację (z poziomu ok. 145 do 102 jenów za dolara). Świadczyło to o tym, że inwestorzy, w obliczu niskiej stopy procentowej dotyczącej aktywów denominowanych w jenach, oczekiwali dalszej deflacji i aprecjacji jena. W tej sytuacji wielu ekonomistów uważało, że BoJ powinien dążyć do dużej deprecjacji jena poprzez dużą sprzedaż jena na otwartym rynku. Spowodowałoby to wzrost cen towarów z importu, ułatwienia dla eksportu towarów japońskich i uruchomiłoby oczekiwania inflacyjne. Bank nie zdecydował się jednak na przyjęcie opcji deprecjacji jena, zasłaniając się brakiem mandatu do prowadzenia

takiej polityki i ograniczeniami natury politycznej. Do prowadzenia stabilnej polityki kursowej ustawowo zobowiązane jest bowiem Ministerstwo Finansów Japonii, a za politykę cenową (stabilizację cen) odpowiada BoJ. W warunkach deflacji, która stanowi przecież formę destabilizacji cen o wyjątkowo destrukcyjnych skutkach, bank mógłby jednostronnie zdecydować się na istotną deprecjację jena. Ograniczenia polityczne sprowadzały się do zarzutu, że skutkiem tej polityki, określanej mianem „zrzuń sąsiada” (*beggar-thy-neighbour*), było znaczne pogorszenie sytuacji głównych partnerów handlowych Japonii. Trudno zgodzić się z poglądem, że deprecjacja jena byłaby jedynie przejściowo skuteczna, gdyż duża emisja jena musiałaby przecież wpłynąć na spadek jego kursu wymiennego, a niżej notowany jen stałby się w bardziej odległej przyszłości mniej atrakcyjnym aktywem dla inwestorów zewnętrznych. W wyniku dużej, inflacyjnej emisji jena, której efekt można przyrównać do sterylizacji pieniądza, BoJ zgromadziłby znaczne rezerwy walutowe, co trudno uznać za wadę proponowanego rozwiązania. Deprecjacja waluty narodowej pozostaje skuteczną metodą zwiększenia płynności w warunkach deflacji. Gdyby bowiem władze monetarne zgodziły się na radykalne obniżenie kursu wymiennego, to wpłynęłoby to na wzrost wydatków, produkcji i poziomu cen. Działanie to wydaje się podobne do nieograniczonego zakupu przez bank centralny długoterminowych obligacji rządowych. W przypadku zakupu obligacji ma miejsce zmiana formy posiadanych aktywów, bez presji na długoterminowe stopy rynkowe przy nawrocie inflacji. Inaczej jest w przypadku nieograniczonego zakupu waluty obcej. Obserwujemy wtedy deprecjację kursu, również przy powrocie inflacji. Ponadto inne będą skutki dla bilansu banku centralnego. W przypadku powodzenia działań mających na celu deprecjację waluty krajowej bilans banku będzie zawierał niezrealizowane zyski, podczas gdy nabywanie długoterminowych obligacji wiąże się z ryzykiem poniesienia strat z tytułu wzrostu rynkowych stóp procentowych. Opcja deprecjacji jena wydaje się zatem bardziej atrakcyjna, chociaż przesłanką jej zastosowania w praktyce banku, troszczącego się o swoją wiarygodność, jest jego przekonanie o trwałości efektów monetarnych takiej opcji. Mimo że opcja deprecjacji jena wydaje się efektywna, to istnieją znaczne przeszkody w jej przyjęciu przez bank centralny z powodu niepożądanych efektów ubocznych (Okina, 1999: 179).

Transfery pieniężne. Opcja ta polega na bezpośrednim transferze świeżo wyemitowanego pieniądza na rzecz gospodarstw domowych. Jest oczywiste, że spowodowałby on wzrost wydatków i poziomu cen, gdyż nie odpowiadałaby mu równoważna podaż towarów i usług. Dodatkowy strumień pieniądza byłby zapewne w dużym stopniu tezauryzowany, także z obawy o konieczność podniesienia przez rząd podatków w przyszłości. Ubocznymi skutkami takiego transferu (rozdawnictwa) pieniędzy byłby w przyszłości wzrost wpływów podatkowych z powodu ożywienia wydatków i produkcji oraz realny spadek długu rządowego. Bernanke przyznaje, że transfery pieniężne oznaczają koszty zasobu, którym jest

podatek inflacyjny. Pojawia się on jednak dopiero wtedy, gdy ceny rosną i co nie jest bez znaczenia, są one ponoszone przez posiadaczy depozytów.

Niestandardowe operacje otwartego rynku. Uzupelnieniem palety opcji będących w dyspozycji BoJ są niestandardowe operacje otwartego rynku. Są to operacje skupu w ramach operacji repo (*repurchase agreement*) dotyczących długoterminowych obligacji skarbowych lub korporacyjnych, obligacji zabezpieczonych na hipotece (*mortgage-backed securities – MBS*), a nawet *commercial papers (CP)* lub obligacji zabezpieczonych na aktywach (*asset-backed securities – ABS*) albo wykorzystywania tych papierów jako zabezpieczenia udzielanych pożyczek. Operacje te są współcześnie określane mianem „poluzowania ilościowego” (*Quantitative Easing – QE*). Jeżeli operacje te odbywają się po uczciwej bieżącej cenie rynkowej, to są one pozbawione elementu fiskalnego w formie ukrytej dotacji, który wystąpiłby, gdyby zakup odbywał się po cenie nominalnej. Efektem tych operacji jest wzrost cen tych aktywów, które jako zabezpieczenia stanowiłyby zachętę do zaciągania pożyczek. Opcje te nie spotkały się jednak z aprobatą władz monetarnych Japonii, które wskazywały na możliwość powstawania strat kapitałowych, jeżeli w przyszłości wzrosłyby stopy procentowe od długoterminowych papierów wartościowych. Stanowisko to jest o tyle ciekawe, że ewentualne straty z tego tytułu byłyby skompensowane przez równoważne oszczędności budżetowe. Rozbieżne uwarunkowania prawne pomiędzy władzami monetarnymi i fiskalnymi stanowią zatem nieprzewidywaną przeszkodę w podjęciu niestandardowych operacji otwartego rynku. Przeciwdziałanie presji deflacyjnej wymaga zwiększenia podaży pieniądza w formie obniżenia stóp procentowych i zwiększenia zasobu pieniądza rezerwowego. Sama infuzja pieniądza rezerwowego nie powoduje automatycznie zwiększenia pożądanej podaży pieniądza. W warunkach deflacyjnej niepewności na rynku banki wpływają na podaż pieniądza raczej poprzez nabywanie obligacji i innych aktywów niż poprzez uruchamianie większej akcji kredytowej. Wznowienie kredytowania jest utrudnione z powodu mniejszej skłonności do ryzyka tych banków, których pozycja kapitałowa została uszczuplona z powodu niespłaconych kredytów (*unperformed loans*) oraz ostrożności podmiotów gospodarczych w realizacji nowych projektów inwestycyjnych w obliczu strat na poprzednich projektach. Interesujący jest pogląd na temat *integrated government*, który dążyłby do wymiany przynoszących oprocentowanie obligacji rządowych na nieoprocentowane rezerwy banku centralnego poprzez zakupy obligacji rządowych. Bank centralny jest odpowiedzialny za ewentualne straty w swojej działalności, podczas gdy jego zysk stanowi dochód budżetu. Postulat „zintegrowanego rządu” naruszyłby zatem niezależność banku centralnego i mógłby się stać przyczyną negatywnych skutków natury prawnej i instytucjonalnej. Zakup obligacji rządowych pociąga za sobą także problem ich wyceny. W przypadku wzrostu stóp rynkowych spada ich wartość. W bilansie banku należałoby zatem stosować kosztową metodę ich wyceny, która pozwala na ukrycie strat zamiast zapisów zgodnych z wyceną rynkową. W praktyce oznaczałoby to

przechowywanie obligacji do wykupu, przez co stałyby się one nie płynnymi aktywami i nie mogłyby być wykorzystywane do krótkoterminowych operacji absorpcji pieniądza rezerwowego.

Należy wskazać na różnice między tym, jakie przynosi opcja deprecjacji jena i ewentualnego powrotu do stałego kursu wymiennego a poluzowaniem ilościowym w formie kontroli celu (*targeting*) nadmiernych rezerw. QE nie przynosi zazwyczaj bezpośredniego skutku, gdyż jego wynikiem jest zazwyczaj nagromadzenie nadmiernych rezerw przez banki i innych pośredników finansowych. Jedynie w przypadku, gdyby operacje ilościowego poluzowania były konsekwentnie stosowane, to mogłyby one wpłynąć na oczekiwania inflacyjne. Operacje te, w przeciwieństwie do opcji deprecjacji jena, nie spotykają się natychmiast z negatywną reakcją partnerów handlowych. Istnieje jednak niebezpieczeństwo, że doprowadzą one do przyspieszonej inflacji, zwłaszcza gdy nastąpi wzrost gospodarczy, a wraz z nim wzrost oczekiwań inflacyjnych. Zarzuca się bankowi centralnemu, że dobrą formą poluzowania ilościowego są operacje bezwarunkowego nabycia (*outright purchase*) obligacji rządowych, a niechęć do tych operacji wynika z obaw o utratę niezależności i prestiżu banku. BoJ uważa, że co do istoty, bezwarunkowe operacje zakupu obligacji rządowych są równoznaczne z operacjami *underwritingu*, których zabrania ustawa o banku centralnym. Ponadto, w praktyce światowej dotyczą one krótkoterminowych operacji zapewnienia płynności; naruszają one dyscyplinę fiskalną i mogą, jak uczy doświadczenie z Wielkiej Depresji, prowadzić do wzrostu oprocentowania obligacji długoterminowych. Bank centralny nie jest w stanie kontrolować stóp oprocentowania obligacji długoterminowych. BoJ zarzucono, że mimo ogłoszonej strategii QE polegającej na zapewnieniu znacznej płynności na krótkoterminowym rynku pieniężnym, poprzez sprowadzenie stopy *unsecured overnight call rate* do praktycznie zerowego poziomu, prowadzi jednocześnie operacje sterylizujące (absorpcji funduszy). Zdaniem banku realizacja strategii QE powinna odbywać się w sposób uporządkowany z zachowaniem kontroli dodatkowych wskaźników ilościowych, np. stanu rezerw. Wprawdzie najbardziej właściwym miernikiem ilościowym jest poziom bazy monetarnej składającej się z pieniądza w obiegu i rezerw, to jednak z uwagi na fakt, że bank centralny nie kontroluje bezpośrednio pieniądza w obiegu, to przyjęcie jej jako celu oznacza kontrolę rezerw. Pieniądz rezerwowy stanowi ok. 1/10 bazy pieniężnej, dlatego zmiany w bazie, np. w związku ze wzrostem popytu na banknoty, powodują dużą zmienność (*volatility*) stanu rezerw w kontekście bazy monetarnej jako celu. Utrzymanie bazy monetarnej jako celu może nastąpić wtedy jedynie poprzez zmiany poziomu rezerw. Z powyższego powodu przyjęcie bazy monetarnej jako celu w kontekście QE jest dla banku nieatrakcyjne.

Potencjalny cel banku w postaci kontroli nadmiernych rezerw również nie został wprowadzony, gdyż przeważa pogląd, że w sytuacji deflacji i praktycznie zerowej stopy rynkowej o rozpoczęciu przez bank szerszej akcji kredytowej nie

tylko decyduje dopływ większych rezerw, lecz także własna pozycja kapitałowa banków i wiarygodność kredytobiorców.

Wpływanie na długoterminowe stopy procentowe. Powszechnie sądzi się, że opcja ta jest strategią zawodną, gdyż stopy długoterminowe są związane z bliską zera stopą krótkoterminową. Opcja ta nie stwarza perspektywy wzrostu oczekiwań inflacyjnych.

Władze finansowe Japonii ciągle kierują się zasadą, że „BoJ nie stosuje polityki, która powoduje większe efekty uboczne niż pożądane skutki” (Okina, 1999: 181), lecz dotąd nie zdołały dowieść jej praktycznej przydatności.

Pobudzenie oczekiwań inflacyjnych można teoretycznie osiągnąć znacznie prościej – przez zwiększenie podaży pieniądza. Tak długo, jak nominalna stopa procentowa pozostaje na poziomie równym zero, zarówno gotówka, jak i obligacje, nie przynoszą dochodu. Ewentualna wyższa podaż pieniądza przy nominalnej stopie procentowej bliskiej zera nie skłania zatem do rezygnacji z gotówki na rzecz obligacji. Obligacje staną się na powrót atrakcyjne dopiero, gdy nominalna stopa procentowa wzrośnie i stanie się dodatnia. By tak się stało i trwale zwiększyć oczekiwania inflacyjne oraz dostatecznie zmniejszyć (ewentualnie do wartości ujemnych) realną stopę procentową, należy znacząco zwiększyć podaż pieniądza. Zasadniczą słabością proponowanego wyjścia z pułapki jest niskie prawdopodobieństwo utrzymywania w przyszłości stałej wysokiej podaży pieniądza, gdyż bank centralny ma pokusę porzucenia tej strategii po doprowadzeniu inflacji do poziomu celu inflacyjnego. Świadczą o tym doświadczenia Japonii, gdzie w okresie 2003–2006 baza monetarna w wyniku poluzowania ilościowego wzrosła o 70%, co nie doprowadziło jednak do wyraźnego wzrostu inflacji i przyszłego poziomu cen. Gospodarstwa domowe i korporacje w dalszym ciągu nie były przekonane, że ekspansja monetarna jest trwała.

4. „NIEZAWODNY SPOSÓB” (*THE FOOLPROOF WAY*) WALKI Z DEFLACJĄ WEDŁUG L. SVENSSONA

Svensson (2009) proponuje przyjęcie wiarygodnego celu inflacyjnego powyżej wartości zerowej, który zapobiegnie pojawieniu się oczekiwań deflacyjnych. Ocenę wiarygodności celu przez podmioty rynkowe podnoszą publikowane przez bank prognozy inflacji, stóp repo i analizy stanu gospodarki (Svensson, 2009). Ustalenie numerycznie stałego celu inflacyjnego może jednak okazać się mało wiarygodne, gdy po okresie niskiej inflacji bank zadawała się osiągnięciem celu i poprzez jego przekroczenie nie kompensuje okresów niskiej inflacji. Rynek może przyjąć, że możliwy jest powrót do niskiej inflacji. Tej wady można uniknąć, jeżeli zostanie ustalona ścieżka inflacji – dopuszczenie, by po okresach niskiej inflacji cel inflacyjny mógł być wyższy, tak by w dostatecznie długim okresie (np. pięciu lat) jego średni poziom był stały. Cel w postaci ścieżki inflacyjnej

jest stabilny w dłuższej perspektywie. Svensson opowiada się za uważnym śledzeniem inflacji i oczekiwań odnośnie do przyszłego poziomu cen z wykorzystaniem w tym celu kursu wymiennego. Wyższe oczekiwania inflacyjne, tj. oczekiwania wyższego poziomu cen w przyszłości, prowadzą bowiem do deprecjacji waluty krajowej, podczas gdy jej wzmocnienie oznacza, że oczekiwania inflacyjne spadają. Gdy zatem poziom inflacji i gospodarka realna nie może być dłużej pobudzana poprzez obniżkę stóp procentowych, to można osiągnąć pożądany efekt przez deprecjację waluty. Powyższe tezy są podstawą propozycji Svenssona mającej na celu wyjście z pułapki płynności. Składa się ona z trzech etapów: 1) ustala się ścieżkę inflacyjną, tj. uśredniony poziom inflacji w dłuższym okresie, 2) ogłasza się cel kursu wymiennego zgodny z celem inflacyjnym. Kurs wymienny jest zakotwiczony do tego celu aż do momentu osiągnięcia ustalonego celu inflacyjnego. Jeżeli np. poziom cen ma być podniesiony o pewną liczbę procent, to cel kursu wymiennego należy ustalić tak, by waluta uległa deprecjacji o tę samą liczbę procent, 3) po osiągnięciu celu poziomu cen wprowadza się reżim kursu płynnego. Polityka monetarna powraca do dawnego celu inflacyjnego. Ustalenie niższego kursu wymiennego, tj. *de facto* reżimu stałego kursu wymiennego, w przypadku gdy waluta jest mocna i wykazuje tendencję do aprecjacji, jest prostą operacją polegającą na zakupie walut obcych za walutę krajową, którą bank może emitować bez ograniczeń. Należy jednak mieć na uwadze, że jakakolwiek niekonsekwencja w kontynuowaniu tej polityki może stworzyć zachętę dla uczestników rynku do włączenia się do gry spekulacyjnej i nabywania waluty krajowej po niskim kursie w celu jej późniejszej odsprzedaży po kursie wyższym. Ustalenie quasi-stałego kursu wymiennego w przypadku waluty słabej z tendencją do deprecjacji stwarza natomiast ryzyko konieczności zakupu waluty krajowej (własnej) za waluty wymienialne kosztem uszczuplenia rezerw walut obcych. Ustalenie celu inflacyjnego prowadzi zatem do wzrostu oczekiwań inflacyjnych, zmniejszenia realnej stopy procentowej i wzrostu poziomu cen w kierunku jego obranego celu.

5. PODSUMOWANIE Dyskusji. Uwagi ogólne dotyczące wychodzenia z kryzysu

Analiza podejmowanych w przeszłości prób wyjścia z deflacji i pułapki płynności, a zwłaszcza nieudanych doświadczeń Japonii w latach 90. i w okresie późniejszym, wskazuje, że centralnym warunkiem prowadzenia efektywnej polityki monetarnej jest skuteczne i trwałe pobudzanie oczekiwań inflacyjnych. Działania te muszą być wiarygodne w percepcji uczestników rynku. Ustalenie ścieżki inflacyjnej w postaci odpowiednio szerokiego przedziału pozwala w dłuższym okresie utrwalić realną stopę procentową na ujemnym lub odpowiednio niskim poziomie dodatnim, by zachęcić uczestników rynku do konsumpcji i inwestowania.

Wygodną metodą podniesienia inflacji jest odpowiednia deprecjacja waluty krajowej, np. według propozycji L. Svenssona. Poza pożądanym, lecz kontrolowanym wzrostem inflacji metoda ta zapewnia wzrost rezerw dewizowych kraju i zmniejsza podatność na ewentualny nawrót kryzysu. Osiągnięcie pożądanego celu inflacyjnego nie może być powodem do pospiesznego jej porzucenia.

Wyjście z pułapki zadłużenia poprzez inflację gospodarki znajduje ważne teoretyczne uzasadnienie w formie wniosków płynących z analizy uproszczonego modelu gospodarki endowment Krugmana. Teoretyczny wniosek głoszący, że deflacja wymaga inflacji stwarza teoretyczną podstawę do praktycznych działań w zakresie niekonwencjonalnych posunięć monetarnych (zob. punkt 2 niniejszego artykułu). Aczkolwiek propozycje Krugmana dotyczące skali i horyzontu czasowego niezbędnego do wydobycia Japonii z pułapki płynności w latach 90. wydają się „nieodpowiedzialne”, to metody walki z nią, podjęte zarówno wtedy, jak i później, okazały się niekonsekwentne i nietrwale, a ostatecznie – nieskuteczne.

Stosowanie metody poluzowania ilościowego prowadzi do zwiększenia płynności w systemie finansowym. Wprawdzie początkowo jest to użyteczne i powszechnie stosowane narzędzie do walki z deflacją, ale jego dalekosiężną konsekwencją jest zagrożenie uruchomienia chaotycznych procesów inflacyjnych, które istotnie różnią się od polityki zmierzającej do osiągnięcia trwałego celu inflacyjnego. Skala przyszłej inflacji może okazać się rujnująca dla perspektyw rozwoju gospodarki i często prowokuje do zarzucenia planów stymulowania gospodarki. Jednocześnie samo zwiększenie bazy monetarnej, jak miało to miejsce w Japonii w latach 2003–2006, gdy wzrosła ona w wyniku QE o 70%, nie przełożyło się na odpowiedni wzrost pozostałych agregatów pieniężnych i nie doprowadziło do wyraźnego wzrostu inflacji oraz przyszłego poziomu cen. Gospodarstwa domowe i korporacje w dalszym ciągu nie były przekonane, że ekspansja monetarna jest trwała.

W wyniku ostatnio realizowanych programów przewyciężenia wieloletniego zastoju w gospodarce, charakteryzującego się niskim wzrostem gospodarczym, bliską zera stopą procentową, a nawet deflacją, rząd Japonii (2013) zdecydował się na znaczne zwiększenie podaży pieniądza w formie poluzowania ilościowego, zatwierdził nowe pakiety stymulacyjne o wartości ponad 116 mld dolarów i przygotował nową strategię wzrostu, obejmującą reformy strukturalne w zakresie rynku pracy, ochrony zdrowia, ułatwienia obrotu ziemią na cele inwestycyjne, deregulację sektora usług i zmiany w nadzorze właścicielskim (*corporate governance*) („The Economist”, 2013).

W przypadku wystąpienia recesji gospodarczej Krugman wypowiada się jednoznacznie za redukcją rynkowej stopy procentowej, nawet do wartości zerowej, a w warunkach deflacji i utrzymywania się oczekiwań deflacyjnych – za przeprowadzeniem infuzji do gospodarki znacznej ilości świeżego pieniądza. Słabością proponowanych rozwiązań jest brak przekonujących sugestii dotyczących wysokości pożądanego celu inflacyjnego, a po jego osiągnięciu ustalenia terminu

rozpoczęcia redukcji inflacji. Problem inflacji jest szczególnie wrażliwy w kraju o szybko starzejącej się ludności, wyczulonej na spadek realnej wartości pieniądza. Kwestię tę w bardzo obrazowy sposób zilustrował Krugman (K r u g m a n, 2009: 16–22) na przykładzie kooperatywy międzysąsiedzkiej zajmującej się wzajemnym świadczeniem usług opieki nad dziećmi. Rodzice sprawujący opiekę nad dziećmi sąsiadów gromadzą punkty, którymi płacą ci rodzice, którzy w danym momencie korzystają z opieki. Zazwyczaj w okresie zimowym, który nie sprzyja wychodzeniu z domu, rodzice są bardziej skłonni do świadczenia opieki, licząc na to, że w okresie letnim wykorzystają zgromadzone punkty. Inaczej jest w okresie letnim, kiedy, wobec braku chętnych do opieki, zarząd kooperatywy wprowadza dodatkową opłatę albo zgoła emituje pewną liczbę nowych punktów, by ożywić rynek świadczeń (analogia do dodatkowej emisji pieniądza). W okresie zimowym, przy nadmiarze chętnych do sprawowania opieki, dopłaty do uprawnień zostały zniesione (analogia do zerowej stopy procentowej). Z powyższego wynika, że obiektywna wartość uprawnień jest różna, w zależności od ich podaży i popytu. Podobnie w świecie realnego pieniądza – wartość pieniądza jest różna w gospodarce inflacyjnej i w warunkach deflacji. Kreacja pieniądza z niczego (*fiat money*) podejmowana w celu pobudzenia gospodarki redukuje wartość wcześniejszych oszczędności do poziomu wynikającego z uwzględnienia nowego pieniądza w obiegu. Wzrost zadłużenia w wyniku stosowania programów stymulacyjnych prowadzący do wyższego deficytu budżetowego, a w perspektywie także do wyższej przyszłej inflacji, oznaczają częściową ekspropriację podmiotów gospodarczych oraz gospodarstw domowych dysponujących realnymi oszczędnościami.

Jest oczywiste, że chociaż emisja dodatkowego pieniądza jest zabiegiem niezbędnym do wyjścia z pułapki płynności, to wiele proponowanych rozwiązań i programów stymulacyjnych premiuje ostatecznie rozrutne szafowanie pieniądzem publicznym, umożliwia zamianę długu prywatnego na publiczny, wywołuje spadek dyscypliny budżetowej oraz kreuje postawy pokusy nadużycia (R o u b i n i, M i h m, 2011: 187). Słabością proponowanych środków zaradczych w zakresie polityki fiskalnej jest kwestia efektywności wydatków infrastrukturalnych; a wadą obniżki podatków jest to, że środki z tego tytułu są najczęściej tezauryzowane.

Władze finansowe USA, bank centralny (Fed) i ministerstwo skarbu, walcząc ze współczesnym kryzysem finansowym, który zaznaczył się głęboką recesją, podjęły szereg programów ratunkowych (*bail-out*), programów stymulacyjnych (*fiscal stimuli*) i poluzowania ilościowego (*QE*). W ich wyniku odnotowano powszechnie wysokie deficyty budżetu i duży wzrost długu publicznego. Na rzetelną ocenę ich skuteczności jest jeszcze za wcześnie. nierozwiązaną ciągle kwestią jest ustalenie *timingu* i skali odejścia z uruchomionych programów. Sama zapowiedź z sierpnia 2013 r. wycofania się Rezerwy Federalnej z programu QE3, polegającego na nabywaniu z rynku papierów wartościowych do kwoty 85 mld

dolarów miesięcznie, spowodowała zawirowania na rynkach walutowych i giełdach, głównie w Azji. W oczekiwaniu na syntezę natury i przyczyn kryzysu, który dotknął cały świat, warto zastanowić się nad nieskutecznością polityki monetarnej w obliczu narastających spekulacyjnych baniek giełdowych i na rynku nieruchomości, które sygnalizują narastanie zjawisk kryzysowych w gospodarce. Jest bowiem oczywiste, że nie można uznać za możliwe, by utrzymały się oczekiwania inwestorów giełdowych, że ceny akcji będą rosły o kilkadziesiąt procent rocznie przez wiele lat. Podobnie nabywcy nieruchomości nie mogą racjonalnie oczekiwać, że ceny nieruchomości, finansowane w dużym stopniu z kredytu, będą ciągle rosły w dwucyfrowym tempie. Jak wynika z doświadczeń amerykańskich, Fed spóźnił się z podjęciem działań prewencyjnych, zarówno w formie podniesienia stóp procentowych, jak i innych dostępnych narzędzi polityki monetarnej, prowadzących do ograniczenia ekspansji kredytu, np. zmiany poziomu rezerw obowiązkowych czy udziału funduszy własnych przy zakupie papierów wartościowych. Obawy przed prewencyjnym podjęciem zacieśnienia polityki pieniężnej wynikają z jego negatywnych skutków dla wzrostu gospodarczego. Jednak skutki jego zaniechania są nieporównanie bardziej groźne i trwałe. Prowadzenie polityki łagodzenia amplitudy cykli koniunkturalnych za pomocą narzędzi monetarnych wymaga także dużej determinacji w działaniu. Nie mieli racji pesymistów, których dewizą było stwierdzenie, że „przekłucie bańki spekulacyjnej oznacza krach gospodarki”, że to dopiero podniesienie stóp procentowych w 1929 r. w USA, podobnie jak w 1990 r. w Japonii bezpośrednio wywołało kryzys. W obu przypadkach to raczej brak wcześniejszych reakcji na narastanie baniek spekulacyjnych przyczynił się do pogłębienia spekulacji i kryzysu (Roubini, Mihm, 2011: 235).

Warunkiem skutecznej strategii wyjścia z pułapki płynności jest umiejętne łączenie reform strukturalnych, polityki fiskalnej i polityki monetarnej. Wskazując na potrzebę działań prewencyjnych, w myśl maksymy, że „jedna uncja prewencji jest warta funta leczenia”, należy powrócić do dopasowań strukturalnych, tj. uzdrowienia systemu bankowego, podniesienia stanu regulacji nadzoru finansowego oraz adaptacji niezbędnych zmian w architekturze światowego systemu finansowego.

BIBLIOGRAFIA

- Bernanke B. S. (1999), *Japanese Monetary Policy: A Case of Self-Induced Paralysis?*, Princeton University.
- Bernanke B. S. (2002), *Deflation: Making Sure „It Doesn't Happen Here”*, National Economists Club, November 2, Washington, D.C.
- Dominguez K. M. (1998), Comments and Discussion, (attached to) Krugman P. R., *It's Backs: Japan Slump and the Return of the Liquidity Trap*, „Brooking Paper on Economic Activity”, 2.
- Krugman P. (1998a), *Japan's trap*, MIT, May, web.mit.edu/krugman/www.japtrap.html (dostęp: 10.03.2013).

- Krugman P. (1998b), *It's Baacks: Japan Slump and the Return of the Liquidity Trap*, „Brooking Paper on Economic Activity”, 2.
- Krugman P. (2009), *The Return of Depression Economics and the Crisis of 2008*, W. W. Norton & Company, New York–London.
- Krugman P. (2010), *How Much of the World Is in a Liquidity Trap?*, The NYT, March 17.
- Krugman P. (2011), *Mr. Keynes and the Moderns*, Cambridge Conference commemorating the 75th anniversary of the publication of *The General Theory of Employment, Interest, and Money*, June 21, www.princeton.edu/~pkrugman/keynes_and_the_moderns.pdf, s. 13 (dostęp: 10.03.2013).
- Okina K. (1999), *Monetary Policy under Zero Inflation: A Response to Criticism and Questions Regarding Monetary Policy*, „Monetary and Economic Studies”, December.
- Rogoff K. (1998), *Comments and Discussion*, (attached to) Krugman P. R., *It's Baacks: Japan Slump and the Return of the Liquidity Trap*, „Brooking Paper on Economic Activity”, 2.
- Roubini N., Mihm S. (2011), *Crisis Economics. A Crash Course in the Future of Finance*, Penguin Books, London.
- Svensson L. (2009), *Monetary Policy with a Zero Interest Rate*, Centre for Business and Policy Studies, February 17, Stockholm, www.riksbank.se (dostęp: 10.03.2013).
- The Third Arrow of Abenomics: Misfire*, „The Economist” (2013), June 15th, s. 43–44.

Eliza Frejtag-Mika

WAYS OUT OF LIQUIDITY TRAP AND DEFLATION

Abstract. This paper addresses the issue of liquidity trap. The term is adopted from J. Keynes to define an economy in the state of zero bound interest rate and imminent deflation. The discussion is based on findings from P. Krugman's theoretical model of an endowment economy (1998). Critical analysis is applied to recommendations for escaping from the liquidity trap which involves introduction of negative real interest rate by appropriate decisions of financial authorities aiming at structural reforms, fiscal and monetary expansion. This analysis, outlined in general terms by P. Krugman and his critics, focuses on critical assessment of theoretical consequences of discussed proposals, particularly those formulated as calls for “credible promises to be irresponsible”, and practical effects of escaping from the liquidity trap which has been undertaken by Japan, so far largely to no avail. Also, this paper presents the author's evaluation of ways out of the liquidity trap attempted over the years and related to the current financial crisis, highlighting the issues of inflation targeting, exchanges rates, and debt.

Keywords: liquidity trap, deflation, inflation targeting, Quantitative Easing (QE).