



ARKADIUSZ SIEROŃ

Niekonwencjonalna polityka monetarna musi odejść

FOR FORUM
OBYWATELSKIEGO
ROZWOJU
www.for.org.pl

Spis treści

Synteza	3
1. Wstęp.....	5
2. UMP a zjawiska koniunkturalne i zaburzenia w strukturze cen i produkcji.....	7
3. UMP a nadmierne ryzyko	9
4. UMP a produktywność i firmy zombie.....	11
5. UMP a spadek oszczędności i wzrost długu prywatnego.....	13
6. UMP a polityka fiskalna, dług publiczny i niezależność banków centralnych ...	15
7. UMP a neutralna stopa procentowa i inflacja cen konsumpcyjnych.....	18
8. UMP a pandemia COVID-19	22
9. UMP w Polsce	23
10. Podsumowanie.....	24
Literatura	27

Synteza

Ekspansja amerykańskiej gospodarki po Wielkiej Recesji była nie tylko anemiczna w stosunku do poprzednich ekspansji gospodarczych, ale także najwolniejszym powojennym ożywieniem. Oznacza to, że najłabsze ożywienie miało miejsce, gdy polityka monetarna (i fiskalna) była – do czasów pandemii COVID-19, kiedy dotychczasowe działania zintensyfikowano – najbardziej agresywna w historii amerykańskiego pokoju. Częścią wytłumaczenia tego paradoksu jest fakt, że niekonwencjonalna polityka pieniężna prowadzi do negatywnych niezamierzonych efektów jak nadmierne podejmowanie ryzyka, wzrost zadłużenia prywatnego i publicznego oraz zombifikacja gospodarki.

Stopy procentowe pełnią kluczową rolę w gospodarce, ponieważ odpowiadają one za wycenę czasu i ryzyka oraz międzyokresową alokację zasobów. Przy bardzo niskich poziomach stóp procentowych ich funkcje alokacyjne i sygnalizacyjne zostają osłabione, co utrudnia odpowiednią wycenę aktywów i projektów inwestycyjnych, zwiększając ryzyko baniek cenowych, błędnych inwestycji oraz cykli koniunkturalnych.

Bardzo niskie stopy procentowe znacznie utrudniają, albo wręcz uniemożliwiają, właściwą ocenę ryzyka, co zniekształca strukturę ryzyka w gospodarce. Zatem chociaż podejmowanie ryzyka przez podmioty gospodarcze może pomóc gospodarce w perspektywie krótkoterminowej, podejmowanie nadmiernego ryzyka może pogłębić zjawiska koniunkturalne i zaburzenia w strukturze cen oraz produkcji, a także napędzać bańki cenowe na rynkach aktywów, które zagrażają stabilności finansowej w perspektywie długoterminowej.

Wzrost udziału firm zombie po Wielkiej Recesji to ważny efekt uboczny niekonwencjonalnej polityki pieniężnej, który może hamować twórczą destrukcję i wzrost gospodarczy. Jest to dość paradoksalne, ponieważ bardzo luźna polityka pieniężna była uzasadniona powolnym wzrostem gospodarczym, który był częściowo spowodowany przez nią samą. Co ważne, bardzo niskie stopy procentowe mogą powodować nadmierne podejmowanie ryzyka i zombifikację jednocześnie, ponieważ bardziej spekulacyjne przedsięwzięcia mogą wypierać produktywne inwestycje rzeczowe.

Wbrew wielu modelom makroekonomicznym, dług ma znaczenie, ponieważ nadmierne zadłużenie zmniejsza stabilność finansową i hamuje tempo wzrostu gospodarczego. Wpływ bardzo niskich stóp procentowych na dług publiczny i politykę fiskalną dowodzi, że polityka pieniężna nie tylko biernie reaguje na politykę fiskalną, ale aktywnie ją kształtuje poprzez utrzymywanie stóp procentowych na bardzo niskim poziomie, co sprzyja wyższemu poziomowi długu publicznego. To samo dotyczy długu prywatnego. Banki centralne nie tylko pasywnie reagują na decyzje podmiotów gospodarczych dotyczące ich wydatków konsumpcyjnych w całym cyklu życia lub na narastanie długu prywatnego, ale aktywnie wpływają na ceny aktywów i atrakcyjność finansowania dłużnego, co sprzyja wyższemu poziomowi zadłużenia prywatnego. Niekonwencjonalna polityka pieniężna promuje zatem model wzrostu oparty na nadmiernym zadłużeniu, który nie jest możliwy do utrzymania w dłuższej perspektywie.

Wbrew przekonaniu istniejącemu w głównym nurcie ekonomii, polityka pieniężna nie jest neutralna: wpływa na czynniki realne, w tym na neutralną stopę procentową. Zatem coraz luźniejsza polityka pieniężna nie jest zaledwie konsekwencją spadku długoterminowych stóp procentowych, ale mogła się także do niego przyczynić. Stopy procentowe kontrolowane przez banki centralne nie tylko pasywnie odzwierciedlają siły zewnętrzne, lecz również aktywnie kształtują warunki gospodarcze. Oznacza to, że spadek szacunków neutralnej stopy procentowej nie stanowi przekonującego argumentu za prowadzeniem niekonwencjonalnej polityki pieniężnej.

Ponieważ Polska ma słabsze instytucje i mniejszą wiarygodność makroekonomiczną, a do tego nie posiada waluty o zasięgu światowym, nie powinna prowadzić równie luźnej polityki pieniężnej (i fiskalnej) co kraje Zachodu. Zbyt długa kontynuacja niekonwencjonalnej polityki pieniężnej, w tym zwłaszcza utrzymywanie stóp procentowych na zbyt niskim poziomie zbyt długo, może zwiększyć ryzyko wzrostu oczekiwań inflacyjnych oraz nadmiernego osłabienia polskiej waluty.

Słaby popyt zagregowany to tylko symptom: powinniśmy zbadać jego źródła i odpowiedzieć na nie. Nie możemy zakładać, że wszystkie problemy gospodarcze wynikają z niedoboru zagregowanego popytu, który trzeba stymulować luźną polityką fiskalną bądź monetarną. Decydenci polityczni powinni zatem zidentyfikować i zająć się podstawową przyczyną każdego kryzysu gospodarczego. W szczególności dotyczy to kryzysu pandemicznego. W tym kryzysie nie ma potrzeby stymulowania zagregowanego popytu niekonwencjonalną polityką pieniężną, ponieważ luka popytowa nie jest głównym problemem. Wielu konsumentów i inwestorów po prostu nie chce bądź nie jest w stanie, mimo możliwości finansowych, wydawać pieniędzy z powodu dystansowania społecznego lub zakłóceń podaży.

1. Wstęp

Tradycyjnie polityka pieniężna działała poprzez krótkoterminowe stopy procentowe. Banki centralne stosowały operacje otwartego rynku, aby wpływać na oprocentowanie rezerw bankowych, a w konsekwencji na działalność kredytową banków komercyjnych. Co istotne, stopy procentowe pozostawały wyraźnie powyżej zera.

Wielka Recesja spowodowała zmianę w polityce pieniężnej. Po pierwsze, banki centralne obniżyły swoje stopy procentowe praktycznie do zera, a w niektórych przypadkach nawet poniżej. Po drugie, banki centralne uruchomiły programy luzowania ilościowego. Ich celem było zwiększenie podaży pieniądza poprzez bezpośredni wzrost bazy monetarnej, a nie poprzez wpływanie na cenę rezerw bankowych, gdyż ta spadła praktycznie do zera. Innymi słowy, banki centralne zaczęły wprowadzać do gospodarki nowe pieniądze za pośrednictwem rynku aktywów, niejako omijając sektor bankowy, aby oddziaływać na ceny aktywów i długoterminowe stopy procentowe. Po trzecie, banki centralne znacznie rozszerzyły zakres skupowanych aktywów – nie tylko o długoterminowe obligacje skarbowe (tradycyjnie ograniczały się do krótkoterminowych bonów skarbowych), ale także bardziej ryzykowne aktywa sektora prywatnego.

Działania takie składają się na niekonwencjonalną politykę pieniężną (ang. *unconventional monetary policy*, UMP). Polega ona więc na obniżeniu stóp procentowych niemal do zera (lub nawet poniżej) oraz utrzymywaniu ich na tym poziomie przez dłuższy czas, a także na istotnym wzroście podaży rezerw bankowych i sumy bilansowej banku centralnego na skutek nabywania papierów wartościowych, w tym obligacji skarbowych, w znacznych ilościach (wykraczających poza poziom wynikający z zarządzania krótkoterminowymi stopami procentowymi).

Do niekonwencjonalnej polityki pieniężnej zalicza się także luzowanie kredytowe (zakup papierów wartościowych emitowanych przez sektor prywatny w celu złagodzenia warunków finansowych na rynku), luzowanie jakościowe (zakup aktywów bardziej ryzykownych niż krótkoterminowe bony skarbowe), *forward guidance* (komunikowanie przyszłej polityki pieniężnej w celu wpłynięcia na oczekiwania rynkowe), ujemne stopy procentowe (ustalane przez banki centralne stopy procentowe poniżej zera). Wszystkie te działania mają na celu dalsze oddziaływanie na gospodarkę w sytuacji, gdy stopy procentowe zbliżyły się do zera (Borio i Disyatat, 2009).

Niekonwencjonalna polityka pieniężna miała stanowić tymczasową odpowiedź na globalny kryzys finansowy z lat 2007–2009. Jednak była ona kontynuowana jeszcze przez wiele lat po Wielkiej Recesji. Przykładowo, Fed zaczął podwyższać, bardzo powoli, stopę funduszy federalnych dopiero w grudniu 2015 r., doprowadzając ją za ledwie (i nie na długo) do poziomu 2–2,25 proc. w grudniu 2018 r. Bilanse banków centralnych również nie zostały całkowicie znormalizowane, tj. nie powróciły do poziomu sprzed globalnego kryzysu finansowego.

W odpowiedzi na pandemię COVID-19 banki centralne nie tylko ponownie sięgnęły po niekonwencjonalną politykę pieniężną, ale znacznie ją zintensyfikowały. Znacznie szybciej obniżyły stopy procentowe do zera i powiększały swoje bilanse.

Wprowadziły również nowe instrumenty polityki pieniężnej, oddziałując bezpośrednio na koszt i dostępność finansowania dla tzw. realnej gospodarki (gospodarstw domowych i przedsiębiorstw niefinansowych).

Co ważne, również banki centralne, które do tej pory pozostawały relatywnie konserwatywne, jak NBP, sięgnęły po niekonwencjonalną politykę pieniężną w reakcji na epidemię koronawirusa.

Niekonwencjonalna polityka pieniężna stała się zatem konwencjonalną polityką pieniężną stosowaną przez banki centralne na całym świecie. Jest to niepokojące zjawisko, gdyż nie dość, że jej skuteczność w stymulowaniu wzrostu gospodarczego okazała się ograniczona (ekspansja gospodarcza Stanów Zjednoczonych po Wielkiej Recesji była najwolniejszym powojennym ożywieniem), to jeszcze generuje ona negatywne skutki, które mogą spowodować, że ta polityka przyniesie skutki odwrotne do zamierzonych.

Wśród negatywnych konsekwencji wymienia się m.in.: zjawiska koniunkturalne i zaburzenia w strukturze cen i produkcji, nadmierne branie ryzyka przez podmioty gospodarcze, zombifikację gospodarki, wzrost zadłużenia prywatnego i publicznego, wzrost ryzyka utraty niezależności przez bank centralny. Niekonwencjonalna polityka pieniężna, w tym stopy procentowe bliskie zera, nie zapewnia zatem darmowego obiadu, lecz wiąże się z istotnymi kosztami, które nie są należycie uwzględniane przez banki centralne.

2. UMP a zjawiska koniunkturalne i zaburzenia w strukturze cen i produkcji

Stopa procentowa pełni bardzo ważną rolę w gospodarce rynkowej. Nie stanowi ona wyłącznie wartości progowej opłacalności inwestycji, kosztu pożyczania pieniędzy, instrumentu polityki pieniężnej, czy „nagrody za rozstanie się z płynnością na określony czas”, jak sądził Keynes (1936, 146). Jest to raczej kluczowa zmienna w gospodarce, która spełnia ważne funkcje sygnalizacyjne i alokacyjne. Ustalenie jej zbyt nisko przez zbyt długi czas może przynieść zatem poważne negatywne konsekwencje. Jak zauważa Brandt (1959, 4): „Swobodnie funkcjonująca stopa procentowa jest podstawowym elementem systemu gospodarczego, takiego jak nasz, którego celem jest zapewnienie wolności wyboru na wolnym rynku”. Jednak gdy banki centralne obniżają stopy procentowe do bardzo niskiego poziomu, funkcje te ulegają osłabieniu, co prowadzi uczestników rynku do kosztownych błędów cenowych i alokacyjnych.

Spadek rynkowej stopy procentowej wynikający z niekonwencjonalnej polityki pieniężnej poniżej neutralnej (naturalnej) stopy procentowej zachęca przedsiębiorców do inwestowania w procesy, które generują dobra konsumpcyjne w znacznie odleglejszej przyszłości niż chcieliby tego konsumenci (ponieważ stopa rynkowa jest obniżana przez banki centralne poniżej poziomu ustalonego przez społeczną preferencję czasową). Zatem bardzo luźna polityka monetarna prowadzi do międzyokresowej błędnej alokacji zasobów: w pierw sztucznego ożywienia i późniejszego nieuniknionego kryzysu, kiedy preferencje konsumentów mogą wreszcie zostać w pełni zmanifestowane.

Innymi słowy, niekonwencjonalna polityka pieniężna może prowadzić do błędnych inwestycji i wywoływać cykle koniunkturalne, zgodnie z austriacką teorią cykli koniunkturalnych (Hayek [1935] 2008).

Niekonwencjonalna polityka pieniężna może wywoływać zaburzenia w strukturze cen, ponieważ wzrost podaży pieniądza i bardzo niskie stopy procentowe odmiennie wpływają na różne ceny. W szczególności może ona prowadzić do wzrostu cen aktywów, które są bardziej wrażliwe na zmiany stóp procentowych, a nawet baniek cenowych (takiej jak bańka na rynku nieruchomości w USA w pierwszej dekadzie XXI wieku), co zwiększa ryzyko kryzysu finansowego.

Niekonwencjonalna polityka pieniężna prowadzi do zmian w strukturze produkcji, ponieważ niektóre sektory są bardziej wrażliwe na stopy procentowe i warunki kredytowe. Przedsiębiorcy dokonują zatem błędnych inwestycji. Ta błędna alokacja zasobów podczas cyklu koniunkturalnego generuje istotne koszty dla społeczeństwa. Istotnie, korzystając z danych dla dwudziestu jeden państw rozwiniętych, Borio i in. (2016) znajdują dowody na to, że boom kredytowy osłabia wzrost wydajności, głównie poprzez niewłaściwą alokację zasobów (np. poprzez ich realokację do sektora budowlanego, który jest jednym z mniej wydajnych sektorów gospodarczych). Warto tutaj też zwrócić uwagę, że finansowanie dłużne opiera się na zabezpieczeniach,

więc ekspansja kredytowa przynosi nieproporcjonalnie korzyści projektom o jednocześnie wysokim poziomie zabezpieczenia i niskiej produktywności, a tym samym błędnie alokuje środki do sektorów, w których łatwo o zabezpieczenie pożyczki (np. do sektora budowlanego, w którym łatwo o zabezpieczenie pożyczki hipoteką), a nie do projektów najbardziej produktywnych, lecz z gorszym zabezpieczeniem, co negatywnie oddziałuje na wzrost łącznej produktywności czynników produkcji (TFP) (Cecchetti i Kharroubi 2015).

3. UMP a nadmierne ryzyko

Niekonwencjonalna polityka pieniężna wpływa na postrzeganie i wycenę ryzyka przez podmioty gospodarcze poprzez tzw. kanał podejmowania ryzyka (ang. *risk-taking channel*). Dotyczy on sytuacji, w której podmioty gospodarcze podejmują ryzyko, które nie znajduje odzwierciedlenia w premii za ryzyko (Borio i Zhu, 2008).

Niekonwencjonalna polityka pieniężna wpływa na podejmowanie ryzyka w ten sposób, że obniżki stóp procentowych i bardzo niskie ich poziomy mogą prowadzić do angażowania się w bardziej ryzykowne projekty w poszukiwaniu wyższych stóp zwrotu oraz zaciągania większej liczby pożyczek. Utrzymywanie przez bank centralny bardzo niskich stóp procentowych w połączeniu z zakupami aktywów czyni względnie bezpieczne papiery wartościowe mniej atrakcyjnymi dla inwestorów, skłaniając ich do inwestowania w bardziej ryzykowne aktywa o wyższej oczekiwanej stopie zwrotu (takie jak papiery wartościowe emitowane przez spółki z rynków wschodzących, obligacje śmieciowe itd.) w celu zwiększenia zysków.

Co ważne, poszukiwanie wyższych stóp zwrotu jest silnie powiązane ze zwiększaniem dźwigni finansowej. Dzieje się tak, ponieważ gdy stopy procentowe są bardzo niskie, bardzo niskie są również koszty pożyczek. Zachęca to osoby i firmy do powiększania dźwigni finansowej, co można uznać za jedną ze strategii zwiększania zysków w środowisku bardzo niskich stóp procentowych. Innymi słowy, podmioty gospodarcze wdrażają bardziej ryzykowną strukturę finansowania swoich bilansów, przechodząc z finansowania kapitałowego na finansowanie dłużne, ponieważ to drugie jest względnie tańsze (Palley 2019).

Wpływ bardzo niskich stóp procentowych na podejmowanie ryzyka dotyczy także pośredników finansowych. Ponieważ bardzo niskie stopy procentowe negatywnie oddziałują na ich wyniki (bardzo niskie stopy procentowe zmniejszają dochody odsetkowe, np. od pożyczek), pośrednicy finansowi mogą podejmować większe ryzyko. Z tego powodu wpływ bardzo niskich stóp procentowych nie zawsze jest wyraźnie widoczny w nominalnej rentowności (nieuwzględniającej ryzyka) – pośrednicy finansowi mogą zachować rentowność kosztem podejmowania większego ryzyka.

Wpływ niekonwencjonalnej polityki pieniężnej na podejmowanie ryzyka manifestuje się na wiele sposobów. Po pierwsze, niższe stopy procentowe powodują wzrost cen aktywów i wartości zabezpieczeń, co może zachęcić do podejmowania większego ryzyka. Po drugie, niekonwencjonalna polityka pieniężna może wzmacniać tzw. pokusę nadużycia, tj. podejmowanie nadmiernego ryzyka w przekonaniu, że bank centralny zainterweniuje na rynku w przypadku wystąpienia strat. Po trzecie, przy bardzo niskich stopach procentowych i relatywnie luźnych warunkach kredytowych fundusze są mniej ograniczone, więc nawet przedsiębiorcy (lub projekty biznesowe) o stosunkowo wysokim profilu ryzyka otrzymują środki pożyczkowe (Evans i Baxendale 2008; Engelhardt 2012). Innymi słowy, przy bardzo niskich stopach procentowych i znacznej płynności na rynku nie tylko przedsiębiorcy stają się mniej ostrożni, ale także mniej rozważni ludzie stają się przedsiębiorcami. Rzeczywiście, Schmidt (2018) pokazuje, że gdy stopy procentowe są zbyt niskie przez zbyt długi czas, banki

udzielają kredytów pożyczkobiorcom o mniejszej zdolności kredytowej, co zmniejsza stabilność finansową.

Gdy stopy procentowe są utrzymywane na bardzo niskim poziomie, ich funkcje sygnalizacyjne i alokacyjne (funkcje te polegają na tym, że stopa procentowa sygnalizuje ryzyko związane z projektami inwestycyjnymi oraz oddziałuje na wybór międzyokresowy, tj. między konsumowaniem a oszczędzaniem, a także na strukturę inwestycji i produkcji) są osłabione, co prowadzi podmioty rynkowe do błędnej wyceny ryzyka oraz do angażowania się w dłuższe i bardziej ryzykowne projekty inwestycyjne. Innymi słowy, środowisko bardzo niskich stóp procentowych utrudnia właściwą ocenę ryzyka, prowadząc do jego błędnej alokacji. Rynkowa stopa procentowa jest koncepcyjnie złożona z tzw. czystej stopy procentowej opartej na preferencji czasowej (czasem zwanej też stopą wolną od ryzyka), premii cenowej (inflacyjnej) oraz premii za ryzyko. Stąd, gdy banki centralnej obniżają rynkową stopę procentową poprzez niekonwencjonalną politykę pieniężną, oddziałują nie tylko na strukturę czasową inwestycji i produkcji, lecz także na wymiar ryzyka procesu inwestycyjnego i produkcyjnego. Zatem każda politycznie wywołana zmiana stóp procentowych wpływa nie tylko na alokację międzyokresową, ale także na alokację ryzyka w gospodarce.

Chociaż stabilność finansowa jest jednym z oficjalnych celów niekonwencjonalnej polityki pieniężnej, jest coraz więcej dowodów na to, że zachęca ona do podejmowania nadmiernego ryzyka, co może prowadzić do znacznych nierównowag gospodarczych.

Nadmierne podejmowanie ryzyka – a ściślej: niewłaściwe formy podejmowania ryzyka (Borio 2017) – na skutek niekonwencjonalnej polityki pieniężnej może tłumaczyć rozbieżność między powolnymi inwestycjami w sferze realnej a entuzjazmem na rynkach finansowych. Jak zauważa El-Erian (2016, 134–35), „świat po 2008 roku charakteryzował się zbyt dużym podejmowaniem ryzyka na rynkach finansowych, ale niewystarczającym podejmowaniem ryzyka gospodarczego, jeśli chodzi o firmy inwestujące w wyposażenie zakładów przemysłowych i ludzi”. Gdy podmioty rynkowe są bowiem zachęcane do podejmowania większego ryzyka w gospodarce charakteryzującej się niepewnością, angażują się nie w inwestycje realne, ale w przedsięwzięcia spekulacyjne. Jak to ujęli Acharya i Plantin (2018, 35), „luzowanie polityki pieniężnej pociąga za sobą znaczne podejmowanie ryzyka finansowego kosztem nakładów kapitałowych”.

4. UMP a produktywność i firmy zombie

Niekonwencjonalna polityka pieniężna nie tylko wpływa na zagregowany popyt, ale także pociąga za sobą efekty alokacyjne, które negatywnie wpływają na produktywność. W szczególności przyczynia się do zombifikacji gospodarki, która znacząco hamuje twórczą destrukcję i spowalnia wzrost gospodarczy.

Utrzymywanie stóp procentowych na bardzo niskim poziomie powoduje osłabienie ich funkcji alokacyjnej i sygnalizacyjnej. Przy zerowych stopach procentowych wszyscy pożyczkobiorcy wyglądają na solidnych, gdyż płacą podobnie niewielkie odsetki od zaciąganego długu. Banki i inwestorzy nie mogą zatem tak samo skutecznie alokować zasobów. Przy złagodzonych ograniczeniach finansowych nieproduktywne firmy mogą się więc utrzymywać się na rynku, mimo że przy wyższych stopach procentowych musiałyby upaść.

Innymi słowy, bardzo niskie stopy procentowe działają jak dotacje dla nieproduktywnych firm lub miękkie ograniczenie budżetowe (Kornai 1993), utrudniając selekcję rynkową i wspierając firmy zombie.

Istotnie, bardzo luźna polityka pieniężna zachęca banki komercyjne do oferowania korzystnych warunków pożyczkowych swoim obecnym klientom, nawet jeśli mogą być oni niewypłacalni, oraz do unikania klasyfikowania kredytów jako niespłacalnych i realizowania strat we własnych bilansach. Przy bardzo niskich stopach procentowych banki komercyjne mogą bowiem refinansować pożyczki dla nierentownych firm po prawie zerowym koszcie. Fundusze te pomagają firmom zombie – to znaczy firmom nierentownym, które byłyby zmuszone do restrukturyzacji lub bankructwa na konkurencyjnym rynku – w utrzymaniu się na powierzchni.

Co istotne, pożyczki dla słabych firm tak naprawdę nie pomagają bankom. Mogą na jakiś czas ukryć ich prawdziwą sytuację finansową, ale nie mogą jej naprawić (o ile jakimś cudem firmy zombie nagle nie ozdrowieją). Wręcz przeciwnie, dotowanie nieproduktywnych przedsiębiorstw dodatkowo osłabia kondycję banków, ponieważ pogarsza się jakość portfela kredytowego, zmniejszając stabilność finansową. Kredyty udzielane firmom zombie narażają nowych inwestorów na obciążenie nieujawnionymi stratami z przeszłości i obniżają przyszłe zyski, co negatywnie oddziałuje na wycenę banków i ekspansję kredytową kierowaną do zdrowych przedsiębiorstw.

Wspieranie firm o bardzo niskiej produktywności lub nieproduktywnych obniża stopę wyjść firm i produktywność gospodarki. Dzieje się tak ponieważ „wyjście firm o niskiej produktywności i realokacja posiadanych przez nie zasobów do bardziej produktywnych firm ma kluczowe znaczenie dla wzrostu łącznej produktywności czynników produkcji” (Andrews i Petroulakis 2017, 7). Ponadto Sekine i in. (2003, 88) argumentują, że takie wsparcie dla nieefektywnych firm zniechęca je do podejmowania wysiłków niezbędnych do podniesienia rentowności.

Udzielanie niskooprocentowanych pożyczek dla firm zombie oznacza również mniej kredytów kierowanych do innych, bardziej produktywnych firm, co zakłóca konkurencję na rynku. Cenne aktywa są zablokowane w ich obecnych zastosowaniach

przez nisko produktywne firmy, co blokuje wejście nowych, potencjalnie bardziej produktywnych konkurentów. Obniżona stopa wejść wynikająca z zablokowania aktywów w firmach zombie hamuje twórczą destrukcję i tempo wzrostu gospodarczego. Nowe firmy przynoszą bowiem nowe pomysły i są głównym motorem twórczej destrukcji; w niektórych sektorach odpowiadają za praktycznie cały wzrost produktywności (Haltiwanger 2012).

Quasi-miękkie ograniczenia budżetowe wynikające z bardzo niskich stóp procentowych zmniejszają presję konkurencyjną i zachęty do innowacji, a co za tym idzie, efektywność ekonomiczną i tempo wzrostu gospodarczego (Leibenstein 1966; Freitag i Schnabl 2017). Zatem niekonwencjonalna polityka pieniężna wpływa nie tylko na alokację zasobów, ale także na alokację przedsiębiorczości pomiędzy działaniami o różnej produktywności (Baumol 1990). Bardzo niskie stopy procentowe przyciągają także na rynek „submarginalnych” wcześniej przedsiębiorców, obniżając średnią jakość przedsiębiorczości (Evans i Baxendale 2008; Engelhardt 2012).

Bardzo powolne ożywienie po Wielkiej Recesji może być zatem niezamierzonym skutkiem niekonwencjonalnej polityki pieniężnej. Prowadzi ona bowiem do zombifikacji gospodarki i błędnej alokacji zasobów. Na tym polega pułapka bardzo luźnej polityki pieniężnej: bardzo niskie stopy procentowe i znaczna płynność dostarczana przez banki centralne przyczyniają się do zombifikacji gospodarki, co obniża tempo wzrostu gospodarczego i tworzy usprawiedliwienie dla jeszcze luźniejszej polityki pieniężnej i niższych stóp procentowych.

Istotnie, nasilająca się błędna alokacja kapitału i wzrost udziału firm zombie jawi się jako główne wyjaśnienie spowolnienia produktywności w niektórych krajach w XXI wieku w coraz większej liczbie prac naukowych. Przykładowo, McGowan i in. (2017) pokazują, że rozpowszechnienie firm zombie wzrosło od połowy pierwszej dekady obecnego stulecia, co spowodowało zatłoczenie rynków nisko produktywnymi firmami, ograniczyło wzrost inwestycji biznesowych i zwiększyło średnią wieloczynnikową lukę produktywności między firmami zombie i innymi firmami. Andrews i in. (2016) również dostarczają mocnych dowodów na zombifikację gospodarki w gospodarkach OECD. Stwierdzają, że niedawne spowolnienie produktywności miało jedną uderzającą cechę: było spowodowane nie tyle niższym wzrostem produktywności wśród najbardziej produktywnych firm, co rosnącą rozbieżnością produktywności pracy między liderami i pozostałymi firmami. Sugeruje to, że spowolnienie produktywności nie wynikało ze zmniejszającego się tempa postępu technologicznego, ale raczej ze spowolnienia procesu dyfuzji z powodu rosnących barier wejścia i malejącej konkurencyjności rynków spowodowanej zombifikacją i zablokowaniem aktywów w niewydajnych firmach.

Biorąc pod uwagę, że twórcza destrukcja jest kluczowa dla gospodarki (Schumpeter [1943] 2003), jej osłabienie stanowi silny argument przeciwko niekonwencjonalnej polityce pieniężnej i bardzo niskim stopom procentowym. Spowolnienie wzrostu produktywności oznacza powolny wzrost poziomu życia, co może nasilić populistyczną politykę gospodarczą i bardziej intensywną redystrybucję dochodów (Herok i Schanbl 2018).

5. UMP a spadek oszczędności i wzrost długu prywatnego

Bardzo niskie stopy procentowe powodują problemy nie tylko dla indywidualnych oszczędzających, ale także dla instytucji zarządzających aktywami, w tym dla funduszy emerytalnych, które tradycyjnie polegały na dochodach odsetkowych. Bardzo niskie stopy procentowe zwiększają deficyty w programach emerytalnych o zdefiniowanym świadczeniu, niejako wymuszając podejmowanie bardziej ryzykownych inwestycji przez takie instytucje, a także generując wyższe wydatki publiczne na pokrycie tychże deficytów, co powiększa dług publiczny (Rzońca 2014). Prognozuje się, że deficyty funduszy emerytalnych dla globalnej populacji emerytów będą wzrastały o 5 procent rocznie, z 70 bilionów dolarów w 2015 roku do 400 bilionów dolarów, czyli 108 procent PKB, do 2050 roku (Guo 2019).

Bardzo niskie stopy procentowe nie zwiększają, lecz jedynie przesuują konsumpcję w czasie. Zniechęcają one do oszczędzania, zaś zachęcają do wyższej konsumpcji w teraźniejszości, co jednak nieuchronnie oznacza niższą konsumpcję w przyszłości. Ponieważ przyszłość jest nieograniczona, można by pomyśleć, że nie stanowi to problemu: jutro będziemy realokować konsumpcję od następnego dnia i tak dalej w nieskończoność. Ale, jak zauważył King (2016, 47)

Stymulacja monetarna poprzez niskie stopy procentowe działa głównie poprzez zachęcanie do przesunięcia wydatków z przyszłości na teraźniejszość. Ale to efekt krótkotrwały. Po pewnym czasie jutrzejszy dzień stanie się dzisiejszym. Musimy zatem powtórzyć operację i przenieść wydatki z nowego jutra na nowe dzisiaj. W miarę upływu czasu będziemy kopać coraz większe dziury w przyszłym popycie. Rezultatem jest samonapędzająca się ścieżka słabego wzrostu gospodarczego. [...] Coraz trudniejsze staje się bowiem przekonanie gospodarstw domowych i przedsiębiorstw do ponownej realokacji wydatków z coraz bardziej ponurej przyszłości do teraźniejszości. Po pewnym czasie polityka pieniężna staje więc w obliczu malejących przychodów. Dotarliśmy już do tego punktu.

Zatem bardzo niskie stopy procentowe osłabiają wzrost gospodarczy napędzany oszczędnościami, wzmacniają zaś mniej trwały model wzrostu gospodarczego napędzanego długiem, a także redystrybuują dochody i bogactwo od oszczędzających do pożyczkobiorców.

Istotnie, globalne zadłużenie znacznie się zwiększyło w okresie powojennym. Wzrosło ono z około 100 proc. w 1950 r. do prawie 200 proc. światowego PKB w 2007 r., kiedy rozpoczął się światowy kryzys finansowy (Mbaye i Badia 2019). Co niepokojące, globalne zadłużenie nie spada od Wielkiej Recesji (spowodowanej wszak pęknięciem globalnej bańki kredytowej), lecz rośnie, osiągając 225 proc. w 2017 roku, oraz aż 365 proc. w 2020 r. (Lu, 2020).

Do przyczyn tego wzrostu długu należy zaliczyć wzrost podaży pieniądza poprzez kanał kredytowy oraz obniżki stóp procentowych przez banki centralne, które zredu-

kowały koszt długu (Waldron i Zampolli 2010). Obniżka stóp procentowych zniechęca do oszczędności i pobudza konsumpcję, zwłaszcza finansowaną przez tańszy dług.

Bardzo niskie stopy procentowe wpływają również na podaż kredytów hipotecznych. W takim środowisku banki podejmują większe ryzyko, udzielając większej liczby kredytów hipotecznych (Den Haan i in., 2007). Wynika to z tego, że „działalność banków angażujących się w proces finansowania rynku nieruchomości jest szczególnie rodzajem aktywności gospodarczej, obciążonym złożonym ryzykiem z uwagi na: długoterminowy charakter finansowania, dużą zależność od sytuacji makroekonomicznej kraju i cykliczności gospodarki, niską płynność aktywów, konieczność zaangażowania znacznej ilości środków, ryzyko spadku cen rynkowych nieruchomości stanowiących zabezpieczenie kredytu, ryzyko stopy procentowej, ryzyko kursowe (w przypadku udzielania kredytów walutowych/indeksowanych do walut), możliwość utraty zdolności kredytowej kredytobiorcy w okresie trwania umowy kredytowej, problemy z dostępem do rzetelnych źródeł informacji na temat rynku nieruchomości, lokalny charakter nieruchomości” (Kowalczyk-Rólczyńska, 2013, s. 190).

Spadek stóp procentowych i zwiększenie podaży kredytów hipotecznych wpływa na wzrost cen nieruchomości, co powoduje wzrost postrzeganego bogactwa, podniesienie wartości zabezpieczeń i generowanie oczekiwań na dalszą aprecjację cen, co w konsekwencji prowadzi do wzrostu zadłużenia hipotecznego (Dynam i Kohn 2007). Gdy oczekiwania dalszego wzrostu cen amerykańskich nieruchomości nie spełniły się i ceny zaczęły spadać w 2006 r., nastąpił kryzys na tamtejszym rynku mieszkaniowym, który przekształcił się w globalny kryzys finansowy. Podobne kryzysy mogą nastąpić w przyszłości.

W warunkach bardzo niskich stóp procentowych, kiedy nie można uzyskać zbyt dużego zwrotu z lokaty bankowej lub innego relatywnie bezpiecznego instrumentu finansowego, nieruchomości wygląda bardziej atrakcyjnie jako inwestycja, co zwiększa zadłużenie hipoteczne oraz popyt i cenę mieszkań. Innymi słowy, utrzymujące się bardzo niskie stopy procentowe wspierają finansowane długiem inwestycje w stosunkowo ryzykowne i wysoce lewarowane długoterminowe aktywa, takie jak mieszkania.

Wzrost zadłużenia może prowadzić do baniek cenowych, niestabilności finansowej, podwyższonej niepewności i niestabilności makroekonomicznej (Taylor 2007). Akumulacja zadłużenia sprzyja również pogorszeniu jakości udzielanych kredytów, ponieważ z czasem, zwłaszcza gdy stopy procentowe są zbyt niskie przez zbyt długi okres, pożyczkodawcy udzielają kredytów pożyczkobiorcom o coraz niższej zdolności kredytowej. Rzeczywiście, w 2017 r. w Stanach Zjednoczonych prawie 40 proc. wszystkich niefinansowych obligacji korporacyjnych miało rating BBB, w porównaniu z ich 31-procentowym udziałem w 2000 r. (Lund i in. 2018).

6. UMP a polityka fiskalna, dług publiczny i niezależność banków centralnych

Banki centralne twierdzą, że jedynie reagują na zmiany w polityce fiskalnej. Ale w rzeczywistości polityka pieniężna, w tym bardzo niskie stopy procentowe, wywiera istotny wpływ na dług publiczny i politykę fiskalną. Przede wszystkim bardzo niskie stopy procentowe zwiększają zdyskontowaną wartość przyszłych strumieni pieniężnych, a tym samym zwiększają wartość rynkową skarbowych papierów wartościowych. Wraz ze wzrostem cen obligacji, spada ich rentowność, co zmniejsza koszty odsetkowe długu rządowego. Zaciąganie długów staje się atrakcyjniejsze, co zachęca do utrzymywania lub nawet zwiększania deficytów budżetowych (Mauro i in., 2013). Dzięki bardzo niskim stopom procentowym rosnąca wielkość długu publicznego niekoniecznie musi przekładać się na odpowiednio wyższe koszty obsługi długu. Przykładem może być Japonia, gdzie pomimo ogromnego długu publicznego rentowności są zbliżone do rentowności obligacji niemieckich i niższe niż rentowności obligacji amerykańskich.

Jednak chociaż koszty odsetkowe, jakie ponoszą rządy spadły w ostatnim czasie, to bardzo niskie stopy procentowe nie są rozwiązaniem problemu publicznego zadłużenia. Kreślą one raczej mylący obraz zdolności obsługi zadłużenia: kiedy bowiem stopy procentowe są bardzo niskie, nawet nieodpowiedzialna polityka fiskalna może wyglądać racjonalnie. W ten sposób bardzo niskie stopy procentowe wspierają wzrost napędzany długiem, który jest nie do utrzymania w dłuższej perspektywie.

Rosnący stosunek długu publicznego do PKB powinien znaleźć odzwierciedlenie w zwiększonym ryzyku niewypłacalności i premii za ryzyko. Jednak niekonwencjonalna polityka pieniężna może zmniejszyć premię za ryzyko, podnieść ceny obligacji i zwiększyć wpływy podatkowe w krótkim okresie, sprawiając, że poziomy długu publicznego będą wyglądać na stabilniejsze niż w rzeczywistości. Na przykład wprowadzenie euro obniżyło stopy procentowe i zmniejszyło premię za ryzyko w kilku krajach peryferyjnych strefy euro, co doprowadziło do znacznej nierównowagi fiskalnej (Bagus 2010). W szczególności rentowności obligacji skarbowych w Grecji, Hiszpanii i we Włoszech zaczęły spadać w okresie poprzedzającym wprowadzenie euro, osiągnęły poziom rentowności niemieckich bundów, pomimo wszystkich różnic między politykami fiskalnymi w tych krajach. W międzyczasie boom na rynku nieruchomości w Irlandii i Hiszpanii spowodował zawyżenie dochodów podatkowych i sprawił, że budżety publiczne wyglądały na solidniejsze, niż były w rzeczywistości.

Zakupy obligacji rządowych przez banki centralne również podnoszą ich ceny, jednocześnie zmniejszając ich rentowność. Programy luzowania ilościowego „stanowią zatem masową interwencję banków centralnych na wtórnych rynkach obligacji skarbowych, która prowadzi do wzrostu ich cen i spadku długoterminowych stóp procentowych, skutecznie zmniejszając koszt obsługi długu publicznego” (Sławiński 2016, 13). Co więcej, ponieważ banki centralne zwracają rządowi odsetki od obligacji skarbowych w formie transferu zysku, zaś spłaty kapitału zwracają poprzez reinwestowanie w obligacje rządowe, papiery skarbowe posiadane przez banki centralne

stają się „de facto zerokuponowymi obligacjami wieczystymi” (Sławiński 2016, 13), stwarzając przestrzeń do większego luzowania fiskalnego.

Stąd niekonwencjonalna polityka pieniężna przyczynia się do wzrostu deficytów budżetowych, zmniejszając motywację rządów do przeprowadzania niepopularnych, ale koniecznych reform fiskalnych i strukturalnych. W rezultacie gospodarka nie rozwija się tak szybko, jak by mogła.

Ponadto, większe deficyty budżetowe oznaczają większą redystrybucję z sektora prywatnego do publicznego, co zaburza strukturę cen względnych i hamuje tempo wzrostu produktywności. Luźna polityka fiskalna dodatkowo wspiera firmy zombie – poprzez większe wydatki rządowe, w tym różnego rodzaju subsydia – co również obniża tempo wzrostu gospodarczego, stanowiąc wówczas uzasadnienie dla jeszcze większego poluzowania fiskalnego i monetarnego, tworząc błędne koło bardzo niskich stóp procentowych, wysokiego zadłużenia, i wolnego wzrostu gospodarczego.

Bardzo niskie stopy procentowe i wynikająca z nich akumulacja długu mogą w krótkim okresie pobudzić gospodarkę, ale hamują długoterminowy wzrost gospodarczy. Ponieważ dług musi zostać spłacony, jego akumulacja może dziś przyspieszyć wzrost, ale tylko kosztem wolniejszego wzrostu w przyszłości. Jednak akumulacja długu nie tylko przesuwając wzrost gospodarczy w czasie, poprzez zaciąganie pożyczek z przyszłości, ale także obniża całą ścieżkę wzrostu gospodarczego. Dzieje się tak, ponieważ wysoki poziom zadłużenia wywołany bardzo niskimi stopami procentowymi zwiększa prawdopodobieństwo załamania gospodarczych, jednocześnie zmniejszając odporność gospodarki na nie, i niewłaściwie alokując zasoby, nawet w okresach dobrej koniunktury.

Co ważne, istnieje również odwrotna zależność: wysoki poziom zadłużenia utrudnia wzrost stóp procentowych. Jest to spowodowane presją polityczną, a także tym, że „w gospodarce o wysokim zadłużeniu podwyżki stóp procentowych mogą być bardziej restrykcyjne, niż cięcia są ekspansywne” (Zabai 2017). Innymi słowy, przedłużający się okres niskich stóp procentowych może skutkować pułapką zadłużenia: bardzo niskie stopy procentowe sprawiają, że finansowanie dłużne jest bardziej przystępne, ale jego nagromadzenie wymagałoby większych nakładów na jego obsługę. W takich warunkach jakikolwiek wzrost stóp procentowych może być szkodliwy dla kredytobiorców. Dlatego rola banków centralnych oraz luźnej polityki pieniężnej istotnie wzrosła po Wielkiej Recesji. Na przykład Europejski Bank Centralny (2016) szacuje, że przy założeniu niezmiennych stóp procentowych, łączny dług publiczny strefy euro jako procent PKB spadłby z około 94 proc. w 2015 r. do około 84 proc. w 2026 r., podczas gdy stopa procentowa wyższa o 0,5 punktu procentowego postawiłaby dług na ścieżce rosnącej pod koniec horyzontu scenariusza.

Tak więc polityka fiskalna i monetarna nie są od siebie niezależne. Asymetryczna polityka pieniężna (czyli polityka, która jest bardziej luźna w odpowiedzi na okres spowolnienia gospodarczego, niż staje się restrykcyjna podczas ekspansji gospodarczej) prowadzi do asymetrycznej polityki fiskalnej: w złych czasach dług publiczny szybko się kumuluje, ale w okresach dobrej koniunktury tylko częściowo (jeśli w ogóle) zmniejsza się, co stoi w sprzeczności nie tylko z klasycznym postulatem zrównoważonego budżetu, ale także z keynesowskim postulatem zrównoważonego budżetu w ramach cyklu koniunkturalnego.

Niekonwencjonalna polityka pieniężna kupuje czas rządowi, ale w większości wypadków ten czas jest marnowany. Obniżka rentowności obligacji skarbowych osłabia bowiem rynkowe zachęty dla rządów do przeprowadzania reform strukturalnych i dążenia do zdrowych finansów publicznych.

Wyższe zadłużenie publiczne, wynikające z bardzo niskich stóp procentowych, znacznie utrudnia normalizację polityki monetarnej i stóp procentowych, ponieważ podniosłoby koszty obsługi długu dla rządów. Zwiększony udział kosztów odsetkowych w budżecie zmusiłby rząd do podniesienia podatków lub ograniczenia wydatków – niepopularnych działań wśród większości polityków i opinii publicznej. Ta presja na bardzo luźną politykę pieniężną prowadzi do uporczywego utrzymywania się niskich stóp procentowych i wysokiego poziomu długu publicznego (Schnabl 2013).

Potrzeba refinansowania dużej kwoty długu publicznego może zwiększyć presję na monetaryzację długu lub zastosowanie represji finansowej (czyli polityki ukierunkowanej na redystrybucję środków od oszczędzających do rządu poprzez działania obniżające realną stopę procentową, zwykle poniżej zera) w celu utrzymania niskich kosztów finansowania dla rządu. Istnieje również ryzyko, że banki centralne będą prowadzić politykę quasi-fiskalną lub że polityka fiskalna zdominuje politykę pieniężną (van Riet 2018). Cele polityki pieniężnej mogą jednak kolidować z celami polityki fiskalnej czy z celami zarządzania długiem publicznym. W tych wszystkich przypadkach niezależność banków centralnych byłaby zagrożona.

7. UMP a neutralna stopa procentowa i inflacja cen konsumpcyjnych

Jednym z najważniejszych uzasadnień polityki bardzo niskich stóp procentowych jest spadek neutralnej stopy procentowej. Ponieważ tym, co naprawdę ma znaczenie dla stanowiska polityki pieniężnej, jest wysokość rynkowej stopy procentowej względem stopy neutralnej, bankierzy centralni twierdzą, że bardzo niskie stopy procentowe są odpowiednie i niekoniecznie wskazują na bardzo luźną politykę pieniężną.

Istnieje jednak wiele problemów związanych z interpretacją neutralnej stopy procentowej w głównym nurcie ekonomii. Po pierwsze, stopa neutralna nie jest obserwowalnym zjawiskiem, ale konstruktem teoretycznym. W związku z tym trzeba ją estymować na podstawie danych interpretowanych w ramach określonego modelu, który nie musi być poprawny. Dlatego też szacunki neutralnej stopy procentowej i odpowiedniej do niej polityki pieniężnej są bardzo zróżnicowane (Lubik i Matthes 2015). Na przykład trzy miary stopy neutralnej zastosowane przez Williamsa (2015) różnią się aż o 1,5 punktu procentowego. Orphanides i Williams (2002) pokazują, że sama niepewność próbkowania daje 95-procentowe przedziały ufności o szerokości od trzech do czterech punktów procentowych. Jeśli uwzględnimy możliwość zmiany neutralnej stopy procentowej w czasie, 95-procentowe przedziały ufności dla stochastycznie zmieniającej się w czasie neutralnej stopy procentowej wzrosną do ponad siedmiu punktów procentowych. Przy tak dużych przedziałach ufności, w sensie istotności statystycznej, nie można z pewnością powiedzieć, że neutralna stopa procentowa spadła. Z różnych metod estymacji wynika, że istnieje wiele neutralnych stóp procentowych i reguł Taylora, które mają na celu ich osiągnięcie (Machaj 2016). Dowolnie niski poziom stóp procentowych można uzasadnić stwierdzeniem, że neutralna stopa procentowa spadła jeszcze bardziej. Istnienie kilku alternatywnych sposobów oszacowania neutralnej stopy procentowej budzi uzasadnione wątpliwości, czy powinna być ona wykorzystywana jako punkt odniesienia dla polityki pieniężnej.

Po drugie, neutralną stopę procentową we współczesnym modelowaniu makroekonomicznym traktuje się jako „realną stopę procentową zgodną z produkcją równą produkcji potencjalnej i stabilną inflacją” (Laubach i Williams 2001, 1063). Jej oszacowanie wymaga więc obliczenia luki inflacyjnej i, co ważniejsze, luki popytowej – czyli różnicy między produkcją potencjalną i rzeczywistą – która również jest zmienną nieobserwowalną. Problemy związane z oszacowaniem luki popytowej są tak znaczące, że Orphanides i Norden (2002, 582) stwierdzają, że „nawet jeśli wiarygodność danych miałaby się poprawić, oszacowania luki popytowej w czasie rzeczywistym pozostałyby niewiarygodne”. Beyer i Wieland (2019, 1) również argumentują, że „ze względu na dużą niepewność i wrażliwość, które towarzyszą szacunkom równowagowej stopy procentowej, obserwowany spadek szacunków nie jest wiarygodnym wskaźnikiem przemawiający na rzecz ekspansywnej polityki pieniężnej i fiskalnej”.

Po trzecie, modele makroekonomiczne postrzegają stopę neutralną jako stopę procentową, która istniałaby przy doskonałej konkurencji i braku nominalnych sztywno-

ści cenowych. Ponadto, nie uwzględniają one należycie struktury produkcji, ryzyka oraz wielości stóp procentowych, co może zaburzać wynikające z nich szacunki neutralnej stopy procentowej (Cukierman 2016).

Po czwarte, modele stosowane przez banki centralne nie uwzględniają tego, że szoki monetarne i cykle finansowe mają znaczący i długotrwały wpływ na krótkoterminowe realne stopy procentowe (Międzynarodowy Fundusz Walutowy 2014). Według Juseliusa i in. (2016), a także Borio i in. (2019), po należyтым uwzględnieniu czynników finansowych (takich np. jak relacja kredytu do PKB) neutralna stopa procentowa jest wyższa i spada o mniej niż sugerowałyby to dominujące podejścia empiryczne, przynajmniej od 2000 r.

Po piąte, dowodem na spadek neutralnej stopy procentowej ma być powolny wzrost produktywności po Wielkiej Recesji. Według Williamsa (2015), spowolnienie wzrostu produktywności odpowiada za prawie połowę spowolnienia wzrostu neutralnej stopy procentowej w latach 2007–2014. W związku z tym polityka bardzo niskich stóp procentowych została uznana za uzasadnioną. Jednak niekonwencjonalna polityka pieniężna i bardzo niskie stopy procentowe mogły przyczynić się do spowolnienia wzrostu produktywności poprzez zwiększanie niepewności, kurczenie się puli realnych oszczędności, kierowanie większej ilości funduszy do kasy rządowej, błędną alokację zasobów, wzrost długu i zombifikację gospodarki. Rzońca (2014) pokazuje, że bardzo niskie stopy procentowe utrudniają restrukturyzację gospodarczą po kryzysie, co spowalnia wzrost TFP, obniżając neutralne stopy procentowe.

Spadek rynkowych stóp procentowych nie musi zatem dowodzić sekularnej stagnacji i spadku neutralnej stopy procentowej. Może on być przynajmniej częściowo spowodowany ekspansją kredytową i niekonwencjonalną polityką pieniężną, a mianowicie tym, że banki centralne nieustannie próbują podnosić inflację poprzez obniżanie stóp procentowych i kupowanie aktywów (Borio i in. 2017). Co ważne, luzowanie ilościowe ogranicza podaż aktywów wolnych od ryzyka, co również może wpływać na szacunki neutralnej stopy procentowej (Filardo i Nakajima 2018).

Bardzo istotnym czynnikiem jest również asymetryczna polityka pieniężna. Ponieważ akumulacja długu i zniekształcenia w strukturze produkcji wywołane bardzo niskimi stopami procentowymi utrudniają ich powrót do poprzednich poziomów, banki centralne mają tendencję do agresywnego luzowania, ale tylko stopniowego zacieśniania (Hoffman i Schnabl 2009; Beckworth 2017). Ponieważ ta „funkcja reakcji” jest znana uczestnikom rynku, mogą oni spodziewać się w przyszłości niższych krótkoterminowych stóp procentowych, co będzie wywierać presję na obniżenie długoterminowych stóp procentowych, zgodnie z teorią oczekiwań.

Dane empiryczne nie potwierdzają spadku wszystkich stóp procentowych. Duarte i Rosa (2015) szacują, że oczekiwana premia za ryzyko – oczekiwany stopa zwrotu powyżej stopy wolnej od ryzyka – nie spadła w okresie spadku neutralnej stopy procentowej. Co ważniejsze, chociaż stopy zwrotu (rozumiane jako stosunek nadwyżki operacyjnej netto do zasobów netto aktywów wytworzonych) dla amerykańskich przedsiębiorstw niefinansowych spadły po Wielkiej Recesji, to jednak szybko odbiły się, a nawet na chwilę wzrosły powyżej poziomu sprzed kryzysu (Osborne i Retus

2017). Jeśli chodzi o dłuższe ramy czasowe, Bullard (2018) zwraca uwagę, że realne zyski *ex post* z kapitału, mierzone na podstawie rachunków narodowych Stanów Zjednoczonych, są dość stałe od lat 80. Brand i in. (2018) pokazują również, że zwrot z kapitału w strefie euro i Stanach Zjednoczonych był zasadniczo stabilny w czasie. Dowody dotyczące zwrotów z kapitału produkcyjnego sugerują, że w przeciwieństwie do wielu szacunków głównego nurtu neutralna stopa procentowa może nie spadać i nie brakuje odpowiednich możliwości inwestycyjnych.

Ponieważ działania banków centralnych mogą w rzeczywistości wpływać na neutralną stopę procentową, polityki pieniężnej nie można rozumieć jako niezależnego czynnika, który próbuje jedynie ustalać stopy procentowe zgodnie z neutralną stopą procentową. Bardzo niskie stopy procentowe mogą nawet stać się samouzasadniające się, ponieważ tworzą warunki, które je potwierdzają. Przykładowo, bardzo niskie stopy procentowe zachęcają pożyczkobiorców do zaciągania większego zadłużenia, przez co ewentualne podwyżki stóp są bardziej kosztowne. Zbyt niskie stopy procentowe w przeszłości powodują niższe stopy procentowe w przyszłości. Oznacza to, że neutralne stopy procentowe byłyby wyższe bez banków centralnych, które mają tendencję do prowadzenia zbyt luźnej polityki monetarnej.

W pewnym sensie obowiązuje tu prawo Goodharta, które stwierdza, że kiedy miara staje się celem, przestaje być dobrą miarą (Goodhart 1984). Ekonomści wykorzystują względny poziom neutralnej stopy do oceny stanu gospodarki i polityki pieniężnej, ale ta stopa procentowa przedstawia zniekształcony obraz, ponieważ sama polityka pieniężna nie jest neutralna, lecz wpływa na gospodarkę i jej miary. Innymi słowy, aby dostosować stopy rynkowe do stóp neutralnych, banki centralne interweniują na rynku. Następnie używają danych, które są rezultatem tych interwencji, jako danych wejściowych do modelu, które mają odpowiadać stopom równowagowym zgodnym ze stabilnym poziomem cen. W konsekwencji banki centralne reagują na symptomy swojej dotychczasowej polityki, biorąc je za zmiany egzogeniczne.

Banki centralne kierują się neutralną stopą procentową. Jednak nie są w stanie precyzyjnie określić poziomu neutralnej stopy procentowej, ale nawet gdyby to zrobiły, to i tak spowodowałyby pewne zakłócenia gospodarcze podczas dopasowywania swoich stóp procentowych do neutralnej stopy procentowej. Coraz luźniejsza polityka pieniężna jest nie tylko konsekwencją spadku długoterminowych stóp procentowych, ale także jego przyczyną. Stopy procentowe kształtowane przez banki centralne nie odzwierciedlają jedynie pasywnie egzogenicznych zmian w warunkach gospodarczych, ale te warunki kształtują. Taylor i Wieland (2016) dostarczają dowodów na to, że odchylenie od polityki pieniężnej implikowane przez regułę Taylora, a nie spadek neutralnej stopy procentowej, spowodowało politykę bardzo niskich stóp procentowych Fedu. Oznacza to, że bardzo niskie stopy procentowe kontrolowane przez banki centralne nie stanowią odpowiedzi na spadek neutralnych stóp procentowych, ale są raczej wynikiem systematycznie zbyt luźnej polityki pieniężnej (Hofmann i Bogdanova 2012). Występuje tutaj błędne koło: działania banków centralnych obniżają neutralną stopę procentową, co uzasadnia utrzymywanie stóp procentowych na niskim poziomie i prowadzi do dalszego obniżania neutralnej stopy procentowej.

Jak Borio i in. (2019, 29) zauważają,

jeśli banki centralne po załamaniach gospodarczych agresywnie i trwale łagodzą politykę pieniężną, mogą powodować trend zniżkowy w poziomie nominalnych i realnych stóp procentowych. Ponadto jeśli w rezultacie bardzo niskich stóp procentowych zadłużenie rośnie w stosunku do PKB, to może pojawić się „pułapka zadłużenia”, w której trudno będzie podnieść stopy procentowe bez powodowania szkód w gospodarce z powodu dużego zadłużenia. W rezultacie niskie stopy procentowe powodują niższe stopy procentowe.

Innym uzasadnieniem niekonwencjonalnej polityki pieniężnej jest niski poziom inflacji cen konsumpcyjnych. Opierając się na krzywej Phillipsa, banki centralne interpretują niskie wskazania inflacji jako wskazówkę, że produkcja jest poniżej potencjału, a stopa naturalna jest poniżej stóp rynkowych. Jednak inflacja może się zmieniać również w odpowiedzi na czynniki podażowe.

Ponadto niektóre symptomy niezrównoważonego boomu mogą pojawić się nie w postaci rosnącej inflacji konsumenckiej, ale rosnących cen aktywów i nierównowagi finansowej (Borio 2017). Christiano i in. (2010) argumentują, że inflacja jest niska podczas boomu na giełdzie, więc reguła stóp procentowych, która zbyt wąsko koncentruje się na inflacji, destabilizuje rynki aktywów i szerzej pojętą gospodarkę. Podobnie Fahr i in. (2011) argumentują, że nadmierne skupianie się na krótkoterminowych zmianach inflacji może zaostrzyć cykl koniunkturalny i destabilizować gospodarkę. Blanchard i in. (2010) zwracają również uwagę, że inflacja może być stabilna, ale luka popytowa może się nadal zmieniać, a nawet inflacja i luka popytowa mogą pozostać w ramach pożądanego zakresu, ale zachowanie cen aktywów lub struktura produkcji mogą być niepożądane.

Niska inflacja może wynikać z relatywnie niskiego tempa wzrostu szerokiej podaży pieniądza (do czasu pandemii). Względnie ograniczone tempo ekspansji kredytowej i szerszej podaży pieniądza nie oznacza jednak, że polityka stóp procentowych czy polityka bilansowa banków centralnych jest odpowiednia. Można nawet argumentować, że niekonwencjonalna polityka pieniężna i bardzo niskie stopy procentowe obniżają – poprzez m.in. zombifikację gospodarki i wynikający z tego słabszy popyt na kredyt – tempo ekspansji kredytowej.

Warto nadmienić, że od marca 2021 r. w zapisach regulujących prowadzenie polityki pieniężnej przez Bank Rezerwy Nowej Zelandii dodana została klauzula, w której zapisano, że bank centralny ma uwzględniać efekt swoich działań na ceny nieruchomości. Zmiana wynikała z dynamicznego wzrostu cen na tamtejszym rynku nieruchomości, częściowo wynikającego z bardzo niskich stóp procentowych. Przykład ten pokazuje, że niska inflacja cen konsumpcyjnych nie musi oznaczać braku szerszej inflacji cenowej, uwzględniającej ceny aktywów, oraz braku nierównowag gospodarczych.

8. UMP a pandemia COVID-19

W odpowiedzi na kryzys gospodarczy towarzyszący pandemii COVID-19 i lockdownowi, wiele banków centralnych, w tym NBP, obniżyło stopy procentowe do bardzo niskich poziomów i uruchomiło programy luzowania ilościowego. Jednak recesja pandemiczna nie wynikała z niedostatku zagregowanego popytu. Wynikała ona z zaburzeń podaźowych oraz z tego, że podmioty gospodarcze nie chciały (ponieważ bały się koronawirusa i postanowiły się społecznie dystansować) albo nie mogły (ze względu na rządowe ograniczenia sanitarne) wydawać pieniędzy w ten sam sposób, jak czyniły to przed pandemią. Innymi słowy, luka popytowa nie odzwierciedla głównie brak dochodu do dyspozycji wśród obywateli, ale ograniczenia mobilności i strach konsumentów przed COVID-19. Zatem nie mamy do czynienia z niewystarczającym zagregowanym popytem, który trzeba by stymulować bardzo luźną polityką pieniężną, ale z tym, że różne sektory gospodarki są w odmiennym stopniu podatne na negatywne skutki gospodarcze pandemii (tj. na rządowe restrykcje sanitarne i społeczne dystansowanie się).

Źródłem kryzysu gospodarczego w 2020 r. była pandemia i wynikająca z niej wyższa zachorowalność i umieralność, przeciążony system opieki zdrowotnej, dystansowanie społeczne, większa absencja pracowników oraz zaburzenia w handlu międzynarodowym i łańcuchach dostaw. Obniżki stóp procentowych nie mogły rozwiązać tych problemów.

Co prawda obniżki stóp procentowych poprawiają sytuację dłużników, ale czynią to kosztem wierzycieli. Sama redystrybucja nie wspiera jednak gospodarki. Ponadto zadłużonym gospodarstwom domowym i firmom można było pomóc wprowadzając karencję, odraczając spłatę kredytu do okresu po epidemii, a nawet umarzając część zobowiązań. Nie byłoby wtedy potrzeby obniżania stopy procentowej, która odgrywa kluczową rolę w całej gospodarce, koordynując międzyokresową alokację zasobów oraz wycenę czasu i pośrednio ryzyka.

9. UMP w Polsce

NBP prowadził tradycyjnie relatywnie konserwatywną politykę monetarną i aż do recesji pandemicznej nie sięgał po niekonwencjonalne instrumenty polityki pieniężnej.

W odpowiedzi na kryzys gospodarczy wywołany pandemią i rządowymi obostrzeniami NBP ściął jednak stopy procentowe niemalże do zera oraz uruchomił program skupu aktywów. Rozszerzono również zakres aktywów, które może nabywać NBP z obligacji skarbowych na gwarantowane przez Skarb Państwa papiery dłużne innych instytucji (np. PFR).

Przedstawiciele NBP nie kryją, że głównym celem tych działań było zapewnienie niskiej rentowności obligacji skarbowych, umożliwiając rządowi znaczny wzrost wydatków i deficytu budżetowego. Przykładowo, podczas konferencji prasowej z 8 kwietnia 2020 r. prezes NBP Adam Glapiński powiedział:

*My nie finansujemy [wydatków rządu], dlatego że nie istnieje taka możliwość prawna. My przeprowadzamy operacje strukturalne na otwartym rynku obligacji, zapewniając płynność tego rynku i **odpowiednio niską rentowność**. [...] Bank nie finansuje wydatków rządowych, bank nie monetyzuje długu, bank działa na rynku obligacji i papierów wartościowych ogólnie rzecz biorąc, zapewnia jego płynność. Co oznacza z punktu widzenia rządu, że **rząd może lokować na tym rynku tak ogromne sumy, o których tutaj mówimy. Inaczej to by było niemożliwe i rentowności poszybowałyby gdzieś tam pod niebo** (Glapiński 2020).*

Wzrost zaangażowania polskiego banku centralnego w politykę fiskalną może osłabić jego niezależność, a w przyszłości doprowadzić do wzrostu oczekiwań inflacyjnych oraz osłabić polskiego złotego.

Co ważne, polski program luzowania ilościowego był jednym z większych na rynkach wschodzących, co naraża polską gospodarkę na istotne osłabienie złotego. Warto bowiem pamiętać, że w sytuacjach kryzysowych inwestorzy przenoszą swój kapitał z rynków uważanych za mniej stabilne do tzw. bezpiecznych przystani, w tym zwłaszcza na rynek amerykański. Polski bank centralny i rząd nie cieszą się tak wysokim zaufaniem i ratingiem jak rządy i banki centralne państw zachodnich. Zaś polski złoty – w przeciwieństwie do dolara amerykańskiego czy euro – nie jest walutą rezerwową, na którą jest relatywnie wysoki popyt. Do tej pory wyższe stopy procentowe rekompensowały wyższe ryzyko. Jednak bardzo niskie stopy procentowe ustalone przez polski bank centralny mogą obniżyć atrakcyjność lokowania pieniędzy w Polsce. Z tych powodów NBP powinien być bardziej konserwatywny niż zachodnie banki centralne (Fed, EBC, Bank Anglii itp.).

10. Podsumowanie

Stopa procentowa to nie tylko stopa progowa opłacalności inwestycji czy koszt pożyczania pieniędzy; odgrywa ona znacznie ważniejszą rolę w gospodarce, ponieważ koordynuje międzyokresową alokację zasobów oraz wycenia czas i ryzyko.

Kształtowanie stóp procentowych przez banki centralne na bardzo niskim poziomie osłabia zatem ich funkcje alokacyjne i sygnalizacyjne, prowadząc do kosztownych zjawisk koniunkturalnych i błędów przedsiębiorczych.

Przy bardzo niskich stopach procentowych praktycznie wszyscy pożyczkobiorcy i wszystkie projekty inwestycyjne wyglądają na solidne, gdyż maskują one nieefektywne projekty i złe długi. Utrudniają tym samym, jeśli nie umożliwiają, efektywną alokację zasobów.

Bardzo niskie stopy procentowe mogą utrudniać ożywienie przez osłabienie motywacji podmiotów gospodarczych do naprawy swoich bilansów, co prowadzi do zombifikacji gospodarki. Wynika to z tego, że bardzo niskie stopy procentowe działają jak dotacje dla nieproduktywnych firm lub miękkie ograniczenia budżetowe, utrudniając rynkowy mechanizm selekcji.

Bardzo niskie stopy procentowe mogą również sprzyjać podejmowaniu nadmiernego ryzyka, zagrażając stabilności finansowej.

Bardzo niskie stopy procentowe zachęcają podmioty gospodarcze do zwiększania zadłużenia, co pociąga za sobą poważne negatywne konsekwencje, które z kolei wydłużają okres obowiązywania bardzo niskich stóp procentowych. W szczególności bardzo niskie stopy procentowe przenoszą bogactwo od oszczędzających do zadłużonych rządów.

Polityka pieniężna nie jest niezależna od polityki fiskalnej. Bardzo niskie stopy procentowe nie motywują polityków do obniżania deficytów budżetowych i długu publicznego, lecz raczej zachęcają do łągodzenia polityki fiskalnej.

Neutralna stopa procentowa nie jest niezależna od polityki pieniężnej. Banki centralne nie tylko biernie dostosowują polityczne stopy procentowe do spadku neutralnej stopy procentowej, ale aktywnie kształtują warunki gospodarcze i rynkowe stopy procentowe. Zatem tzw. sekularny spadek długoterminowych stóp procentowych może być, przynajmniej częściowo, spowodowany asymetryczną polityką pieniężną.

Nie ma czegoś takiego jak neutralna polityka stóp procentowych czy neutralna polityka pieniężna, nawet w długim okresie. Bardzo niskie stopy procentowe, spowalniając ożywienie gospodarcze i wspierając firm zombie, mogą zahamować wzrost produktywności. Efekty te mogą być trwałe, ponieważ przynajmniej niektóre z błędnych alokacji zasobów spowodowanych niekonwencjonalną polityką pieniężną mogą być nieodwracalne. Innymi słowy, łatwo jest zombifikować gospodarkę, ale nie jest tak łatwo ją zdezombifikować.

Niska inflacja cen konsumpcyjnych nie oznacza, że neutralna stopa procentowa musiała spaść, a polityka pieniężna nie jest wystarczająco luźna.

Powyższe efekty stanowią ważne argumenty przeciwko polityce bardzo niskich stóp procentowych. Banki centralne powinny nie tylko unikać ujemnych stóp procentowych, ale powinny w ogóle przestać nimi manipulować lub przynajmniej nie zmniejszać ich poniżej odpowiednio wysokiego poziomu powyżej zera (Rzońca 2014). Jeśli banki centralne mają funkcjonować, to powinny ograniczyć się do zapewniania płynności w czasach kryzysów. Zdecydowanie nie powinny jednak tłumić rynkowych stóp procentowych, osłabiając w ten sposób ich funkcje alokacyjne i sygnalizacyjne. Stopa procentowa nie jest zwykłym narzędziem polityki pieniężnej. To kluczowa cena w gospodarce. Ustawienie jej zbyt nisko przez zbyt długi czas może generować poważne negatywne konsekwencje. Stąd zarówno skala, jak i zakres polityki pieniężnej powinny być ograniczone.

Polityka pieniężna powinna być również bardziej symetryczna. Banki centralne nie powinny zachęcać do podejmowania nadmiernego ryzyka i zwiększać cen aktywów, a tym samym wzmocniać potencjał przyszłej niestabilności gospodarczej.

Banki centralne nie powinny skupiać się wyłącznie na luce popytowej i poziomie cen, ale także na strukturze produkcji, cenach aktywów, dźwigni finansowej i ryzyku podejmowanym przez różne podmioty gospodarcze. Innymi słowy, nie potrzebujemy po prostu pobudzenia popytu, ale pobudzenia „zrównoważonego” popytu. Wzrost napędzany długiem, co oznacza pożyczanie wzrostu z przyszłości, jest ewidentnie nietrwały, a zmniejszony popyt w przyszłości ogranicza zachęty do inwestowania. Globalny kryzys finansowy z lat 2007-2009 był wynikiem nadmiernej dźwigni, więc dalsze zwiększenie dźwigni nie powinno być zbyt pomocne.

Stopy procentowe są zbyt ważne, by banki centralne nimi manipulowały. Decydując o międzyokresowej alokacji zasobów i alokacji ryzyka, więc wszelkie zmiany w strukturze stóp procentowych wpływają na całą gospodarkę w kilku kluczowych wymiarach. Dlatego stopy procentowe są w pewnym sensie zbyt prymitywnym narzędziem dla polityki pieniężnej. Światowy kryzys finansowy spowodował wzrost premii za ryzyko, której żądali uczestnicy rynku. Aby przeciwdziałać temu wzrostowi, główne banki centralne obniżyły stopy procentowe, wpływając na całą gospodarkę światową. Nie jest jednak jasne, w jaki sposób spadek stóp procentowych wolnych od ryzyka mógłby rozwiązać problemy, które spowodowały wzrost premii za ryzyko. Zamiast tego powoduje on nowe zaburzenie gospodarcze, które mogą zwiększyć niepewność, a tym samym pogłębić pierwotny problem. Innymi słowy, gdy banki centralne obniżają stopy procentowe, mogą obniżyć koszty kredytu, ale nie zajmują się podstawowymi przyczynami kryzysu i następującej po nim recesji. Jeśli już, to pogarszają sytuację i prowadzą do wielu niezamierzonych konsekwencji, ponieważ wpływ stóp procentowych nie ogranicza się do konkretnego segmentu rynku, ale rozciąga się na całą gospodarkę. W czasie kryzysu pomoc niektórym systematycznie ważnym instytucjom może być zrozumiała, ale manipulowanie stopami procentowymi jest zdecydowanie bardziej dyskusyjne.

Po zakończeniu kryzysu nacisk powinien być położony na promowanie koniecznych pokryzysowych korekt w bilansach podmiotów gospodarczych i szybkiej realokacji zasobów, aby uniknąć powstawania firm zombie. Wychodząc z kryzysu, gospodarka potrzebuje więcej napraw bilansów i mniejszego polegania na tradycyjnym zarządzaniu zagregowanym popytem poprzez politykę pieniężną. Trzeba porzucić iluzję, że

banki centralne są wszechmocne. Mogą zapewnić płynność, ale nie mogą rozwiązać problemów strukturalnych. Ani obniżone stopy procentowe do bardzo niskich poziomów, ani luzowanie ilościowe nie zastąpią restrukturyzacji gospodarki.

Z powyższego nie wynika, że gospodarka potrzebuje luźniejszej polityki fiskalnej, do której sięgają obecnie politycy w wielu krajach na świecie. Z punktu widzenia długookresowego, stabilnego wzrostu gospodarczego dużo lepsze byłyby rozwiązania przyspieszające naprawę bilansów i realokację zasobów, takie jak normalizacja stóp procentowych, odpisywanie długów, deregulacja i liberalizacja gospodarki, prywatyzacja państwowych firm, uelastycznienie rynku pracy, reformy prawa upadłościowego, które uczyniłyby wejście i wyjście firmy mniej kosztownymi, a także reformy wzmacniające pozycję kapitałową banków komercyjnych.

Literatura

1. Acharya V. V., Plantin, G., 2017, "Monetary Easing, Investment, and Financial Instability," *CEPR Discussion Paper*, No. DP13072, <https://ssrn.com/abstract=3222583>, retrieved June 25, 2019.
2. Andrews D., Criscuolo C., Gal P. N., 2016, "The Best versus the Rest: The Global Productivity Slowdown, Divergence across Firms and the Role of Public Policy," *OECD Productivity Working Papers*, 2016-05, Paris: OECD Publishing.
3. Andrews D., Petroulakis F., 2017, "Breaking the Shackles: Zombie Firms, Weak Banks and Depressed Restructuring in Europe," *OECD Economics Department Working Papers*, No. 1433, ECO/WKP(2017)65.
4. Bagus P., 2010, *The Tragedy of the Euro*, Auburn, AL: Ludwig von Mises Institute.
5. Baumol W. J., 1990, "Entrepreneurship: Productive, Unproductive, and Destructive," *Journal of Political Economy*, Vol. 98, No. 5, Part 1, October, 893–921.
6. Beckworth D., 2017, "The Knowledge Problem in Monetary Policy. The Case for Nominal GDP Targeting," *Mercatus on Policy Series*, July, 1–7.
7. Blanchard O., Dell'Ariccia G., Mauro P., 2010, "Rethinking Macroeconomic Policy," *IMF Staff Position Note*, No. SPN/10/03, February 12, 1–18.
8. Beyer R. C. M., Wieland V., 2019, "Instability, Imprecision and Inconsistent Use of Equilibrium Real Interest Rate Estimates," *Journal of International Money and Finance*, Vol. 94, February, 1–14.
9. Borio C., 2017, "Secular Stagnation or Financial Cycle Drag?" *Keynote Speech at 33rd Economic Policy Conference*, National Association for Business Economics, March 5–7, 2017, Washington, DC.
10. Borio C., Disyatat P., 2009, "Unconventional Monetary Policies: An Appraisal," *BIS Working Papers*, No. 292, 1–29.
11. Borio C., Disyatat P., Juselius M., Rungcharoenkitkul P., 2017, "Why So Low for so Long? A Long-Term View of Real Interest Rates," *BIS Working Papers*, No. 685, December, 1–68.
12. Borio C., Disyatat P., Rungcharoenkitkul P., 2019, "What Anchors for the Natural Rate of Interest?" *BIS Working Papers*, No. 777, March, 1–49.
13. Borio C., Kharroubi E., Upper C., Zampolli F., 2016, "Labour Reallocation and Productivity Dynamics: Financial Causes, Real Consequences." *BIS Working Papers*, 534.
14. Borio C., Zhu H., 2008, "Capital Regulation, Risk-Taking and Monetary Policy: A Missing Link in the Transmission Mechanism?" *BIS Working Papers*, No. 268.
15. Brand C., Bielecki M., Penalver A., 2018, "The Natural Rate of Interest: Estimates, Drivers, and Challenges to Monetary Policy," *Occasional Paper Series*, European Central Bank, No. 217, December, 1–69.
16. Brandt H., 1959, "The Function of Interest Rate," *Monthly Review of the Federal Reserve Bank of Atlanta*, December, 1–4.
17. Bullard J. B., 2018. "R-Star Wars: The Phantom Menace," *Business Economics*, Vol. 53, No. 2, 60–5.
18. Cecchetti S., Kharroubi E., 2015, "Why Does Financial Sector Growth Crowd Out Real Economic Growth?" *BIS Working Papers*, No. 490, February.
19. Christiano L., Ilut C. L., Motto R., Rostagno M., 2010, "Monetary Policy and Stock Market Booms," *NBER Working Paper*, No. 16402, September, 1–38.

20. Cukierman A., 2016, "Reflections on the Natural Rate of Interest, Its Measurement, Monetary Policy and the Zero Lower Bound," *CEPR Discussion Papers*, No. 11467.
21. Den Haan W. J., Sumner S. W., Yamashiro G. M., 2007, "Bank Loan Portfolios and the Monetary Transmission Mechanism." *Journal of Monetary Economics*, Vol. 54, No. 3, 904–24.
22. Duarte F., Rosa C., 2015, "The Equity Risk Premium: A Review of Models," *FRB New York Staff Reports*, 714, February, https://www.newyorkfed.org/research/epr/2015/2015_epr_equity-risk-premium, retrieved July 12, 2019.
23. Dynan K. E., Kohn D. L., 2007, "The Rise in US Household Indebtedness: Causes and Consequences," RBA Annual Conference Volume, in: Kent C., Lawson J., (eds.), *The Structure and Resilience of the Financial System*, Sydney: Reserve Bank of Australia, 84–113.
24. El-Erian M. A., 2016, *The Only Game in Town: Central Banks, Instability, and Avoiding the Next Collapse*, New York: Random House.
25. Engelhardt L., 2012, "Expansionary Monetary Policy and Decreasing Entrepreneurial Quality," *Quarterly Journal of Austrian Economics*, Vol. 15, No. 2, 172–94.
26. Europejski Bank Centralny, 2016, "Government Debt Reduction Strategies in the Euro Area," *ECB Bulletin*, Issue 3, 1–20.
27. Evans A. J., Baxendale T., 2008, "Austrian Business Cycle Theory in Light of Rational Expectations: The Role of Heterogeneity, the Monetary Footprint, and Adverse Selection in Monetary Expansions." *Quarterly Journal of Austrian Economics*, Vol. 11, No. 2, 81–93.
28. Fahr S., Motto R., Rostagno M., Smets F., Tristani O., 2011, "A Monetary Policy Strategy in Good and Bad Times," Lessons from the Recent Past," *ECB Working Paper*, No. 1336, May, 1–64.
29. Filardo A., Nakajima J., 2018, "Effectiveness of Unconventional Monetary Policies in a Low Interest Rate Environment," *BIS Working Papers*, No. 691, January, 1–34.
30. Freytag A., Schnabl G., 2017, "Monetary Policy Crisis Management as a Threat to Economic Order," *CESifo Working Paper*, No. 6363, February.
31. Glapiński A., 2020, Konferencja prasowa, 8 kwietnia 2020 r., <https://www.youtube.com/watch?v=dktvIX3lpms>, dostęp: 9.03.2021 r.
32. Goodhart C., 1984, "Problems of Monetary Management: The UK Experience," in: Goodhart C., *Monetary Theory and Practice: The UK Experience*, London and Basingstoke: The Macmillan Press, 91–121.
33. Guo J., 2019, "Global Pensions System in Crisis: How Insurance Can Help," *Economic Insights*, Issue 1/2019, Swiss Re Institute.
34. Haltiwanger J., 2012, "Job Creation and Firm Dynamics in the United States," in: Lerner J., Stern S. (eds.), *Innovation Policy and the Economy*, Chicago, IL: University of Chicago Press, 17–38.
35. Hayek F. A., (1935) [2008], "Prices and Production," in: Salerno J. T. (ed.), *Prices and Production and Other Works*, Auburn, AL: Ludwig von Mises Institute, 189–329.
36. Herok D., Schnabl G., 2018, "Europäische Geldpolitik und Zombifizierung," *Austrian Institute Paper*, No. 21.
37. Hoffman A., Schnabl G., 2009, "A Vicious Cycle of Manias, Crashes and Asymmetric Policy Responses – An Overinvestment View," *MPRA Paper*, No. 18532, November, 1–27, <http://mpa.ub.uni-muenchen.de/18532/>, retrieved July 25, 2019.
38. Hofmann B., Bogdanova B., 2012, "Taylor Rules and Monetary Policy: A Global 'Great Deviation'?" *BIS Quarterly Review*, September, 37–49.
39. Juselius M., Borio C., Disyatat P., Drehmann M., 2016, "Monetary Policy, the Financial Cycle and Ultra-Low Interest Rates," *BIS Working Papers*, No. 569, July.

40. Keynes J. M., 1936, *The General Theory of Employment, Interest, and Money*, London: Palgrave Macmillan Version rendered into HTML on Wednesday April 16 09:46:33 CST 2003 by Steve Thomas for The University of Adelaide Library Electronic Texts Collection.
41. King M., 2016, *The End of Alchemy. Money, Banking, and the Future of the Global Economy*, Kindle version, New York and London: W. W. Norton & Company.
42. Kornai J., 1993, "The Evolution of Financial Discipline under the Postsocialist System," *Kyklos*, Vol. 46, No. 3, 315–36.
43. Laubach T., Williams J., 2003, "Measuring the Natural Rate of Interest," *The Review of Economics and Statistics*, Vol. 85, No. 4, 1063–70.
44. Leibenstein H., 1966, "Allocative Efficiency vs. 'X-Efficiency'," *The American Economic Review*, Vol. 56, No. 3, June, 392–415.
45. Lubik T. A., Matthes C., 2015, "Calculating the Natural Rate of Interest: A Comparison of Two Alternative Approaches," *Economic Brief*, Federal Reserve Bank of Richmond, EB15-10, October.
46. Lu M., 2020, "This chart shows how debt-to-GDP is rising around the world", World Economic Forum, 14.12.2020 r., <https://www.weforum.org/agenda/2020/12/global-debt-gdp-covid19/>, dostęp: 4.03.2021 r.
47. Lund S., Woetzel J., Windhagen E., Dobbs R., Goldshtein D., 2018, "Rising Corporate Debt. Peril or Promise?" *Discussion Paper*, McKinsey Global Institute, McKinsey & Company.
48. Machaj M., 2016, "Can the Taylor Rule be a Good Guidance for Policy? The Case of 2001–2008 Real Estate Bubble," *Prague Economic Papers*, Vol. 25, No. 4, 381–95.
49. Mauro P., Romeu R., Binder A., Zaman A., 2013, "A Modern History of Fiscal Prudence and Profligacy," *IMF Working Paper*, No. WP/13/5, January, 1–52.
50. Mbaye S., Badia M. M., 2019, "New Data on Global Debt," *IMF Blog*, January 2, 2019, <https://blogs.imf.org/2019/01/02/new-data-on-global-debt/>, retrieved August 6, 2019.
51. McGowan M. A., Andrews D., Millot V., 2017, "The Walking Dead? Zombie Firms and Productivity Performance in OECD Countries," *OECD Economic Department Working Paper*, No. 1372.
52. Międzynarodowy Fundusz Walutowy, 2014, "World Economic Outlook: Recovery Strengthens: Remains Uneven," April, IMF Press.
53. Orphanides A., Norden S., 2002, "The Unreliability of Output-Gap Estimates in Real Time," *The Review of Economics and Statistics*, MIT Press, Vol. 84, No. 4, November, 569–83.
54. Orphanides A., Williams J. C., 2002, "Robust Monetary Policy Rules with Unknown Natural Rates," *Brookings Papers on Economic Activity*, Vol. 2, 63–145.
55. Palley T. I., 2019, "The Fallacy of the Natural Rate of Interest and Zero Lower Bound Economics: Why Negative Interest Rates May Not Remedy Keynesian Unemployment," *Review of Keynesian Economics*, Vol. 7, No. 2, April, 151–70.
56. Rzońca A., 2014, *Kryzys banków centralnych. Skutki stopy procentowej bliskiej zera*, Warszawa: Wydawnictwo C.H. Beck.
57. Schmidt J., 2018, "Unconventional Monetary Policy and Bank Risk Taking in the Euro Area," *Joint Discussion Paper Series in Economics*, No. 24–2018, July, Gießen, Göttingen, Kassel, Marburg, Siegen: Universities of Aachen, ISSN 1867-3678.
58. Schnabl G., 2013, "The Global Move into the Zero Interest Rate and High Debt Trap," *Working Paper*, Universität Leipzig, Wirtschaftswissenschaftliche Fakultät, No. 121, July, 1–27.
59. Schumpeter J., 1943 [2003], *Capitalism, Socialism and Democracy*, London and New York: Routledge.

60. Sekine T., Kobayashi K., Saita Y., 2003, "Forbearance Lending: The Case of Japanese Firms," *Bank of Japan Institute for Monetary and Economic Studies*, Vol. 21, No. 2, 69–92.
61. Sławiński A., 2016, "The Limits to Monetary Policy Effectiveness," *FINANSE Czasopismo Komitetu Nauki o Finansach PAN*, No. 1(9), 9–20.
62. Taylor J. B., 2007, "Housing and Monetary Policy," *NBER Working Paper*, No. 13682, December.
63. Taylor J. B., Wieland V., 2016, "Finding the Equilibrium Real Interest Rate in a Fog of Policy Deviations," *Hoover Institution Economics Working Paper*, No. 16109, April.
64. van Riet A., 2018, *Financial Repression and High Public Debt in Europe*, Tilburg: Center for Economic Research.
65. Waldron M., Zampolli F., 2010, "Housing Debt, House Prices and Consumption in the United Kingdom: A Quantitative Theoretical Analysis," *Working Paper*, Bank of England, No. 379, March, 1–54.
66. White W. R., 2012, "Ultra Easy Monetary Policy and the Law of Unintended Consequences," *Working Paper*, No. 126, August, Globalization and Monetary Policy Institute, Federal Reserve Bank of Dallas.
67. Williams J., 2015, "The Decline in the Natural Rate of Interest," Federal Reserve Bank of San Francisco, March 2, 2015.
68. Zabai A., 2017, "Household Debt: Recent Developments and Challenges," *BIS Quarterly Review*, December, 39–54.



Fundacja Forum Obywatelskiego Rozwoju – FOR

ul. Ignacego Krasickiego 9A

02-628 Warszawa

tel. +48 22 628 85 11

e-mail: info@for.org.pl

www.for.org.pl