

Woźniak, Przemysław; Winiecki, Jan

**Proceedings**

## Długofalowe skutki polityki niskich stóp i poluzowania polityki pieniężnej

BRE Bank - CASE Seminar Proceedings, No. 129

**Provided in Cooperation with:**

Center for Social and Economic Research (CASE), Warsaw

*Suggested Citation:* Woźniak, Przemysław; Winiecki, Jan (2013) : Długofalowe skutki polityki niskich stóp i poluzowania polityki pieniężnej, BRE Bank - CASE Seminar Proceedings, No. 129, Center for Social and Economic Research (CASE), Warsaw

This Version is available at:

<http://hdl.handle.net/10419/128315>

**Standard-Nutzungsbedingungen:**

Die Dokumente auf EconStor dürfen zu eigenen wissenschaftlichen Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden.

Sie dürfen die Dokumente nicht für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, öffentlich zugänglich machen, vertreiben oder anderweitig nutzen.

Sofern die Verfasser die Dokumente unter Open-Content-Lizenzen (insbesondere CC-Lizenzen) zur Verfügung gestellt haben sollten, gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der dort genannten Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

**Terms of use:**

*Documents in EconStor may be saved and copied for your personal and scholarly purposes.*

*You are not to copy documents for public or commercial purposes, to exhibit the documents publicly, to make them publicly available on the internet, or to distribute or otherwise use the documents in public.*

*If the documents have been made available under an Open Content Licence (especially Creative Commons Licences), you may exercise further usage rights as specified in the indicated licence.*



BRE BANK SA



Centrum Analiz  
Społeczno-Ekonomicznych

# «Długofalowe skutki polityki niskich stóp i poluzowania polityki pieniężnej»



Zeszyty BRE Bank – CASE  
Nr 129/2013

Publikacja jest kontynuacją serii wydawniczej Zeszyty PBR-CASE

CASE-Centrum Analiz Społeczno-Ekonomicznych, Fundacja Naukowa

01-031 Warszawa, al. Jana Pawła II 61

BRE Bank SA

00-950 Warszawa, ul. Senatorska 18

Copyright by: CASE – Centrum Analiz Społeczno-Ekonomicznych – Fundacja Naukowa i BRE Bank SA

Redakcja naukowa

Ewa Balcerowicz

Sekretarz Zeszytów

Krystyna Olechowska

Autorzy

Jan Winiecki

Przemysław Woźniak

DTP

SK STUDIO

ISSN 1233-121X

Wydawca

CASE – Centrum Analiz Społeczno-Ekonomicznych – Fundacja Naukowa, 01-031 Warszawa, al. Jana Pawła II 61

Nakładca

Fundacja BRE Banku, 00-950 Warszawa, ul. Senatorska 18

## SPIS TREŚCI

LISTA UCZESTNIKÓW SEMINARIUM.....	5
WPROWADZENIE .....	7
DŁUGOFALOWE SKUTKI POLITYKI NISKICH STÓP I POLUZOWANIA POLITYKI PIENIĘŻNEJ – <i>Przemysław Woźniak</i> .....	11
ŚWIAT DARMOWEGO PIENIĄDZA I JEGO DOTYCHCZASOWE KONSEKWENCJE – <i>Jan Winiecki</i> .....	21

## LISTA UCZESTNIKÓW SEMINARIUM

Ananas Atanasow	Agencja ATA
Ewa Balcerowicz	CASE
Jacek Barszczewski	PAP Biznes
Krzysztof Bartosik	Chello
Barbara Błaszczuk	CASE
Anna Białek-Jaworska	UW
Piotr Bujak	Nordea Bank
Andrzej Cylwik	CASE-Doradcy
Agnieszka Decewicz	BZWBK
Ryszard Domański	SGH
Małgorzata Dusza	BOŚ
Mirosław Dusza	UW
Jan Fijoł	Fijorr Publishing Company
Anna Fornalczyk	COMPER Fornalczyk i Wspólnicy
Krzysztof Grudzień	Quertus TFI
Witold Gadomski	„GW”
Witold Grostal	NBP
Klaudia Kaczmarek	UE w Poznaniu
Wiesław Kalinowski	BRE Bank
Marek Kałkusiński	NOT-TKP
Adam Kaszyński	Amplico
Stefan Kawalec	Capital Strategy
Maks Kraczkowski	
Dariusz Krajewski	KNF
Hanna Kołodziejczyk	UE w Poznaniu
Ryszard Kowalski	Konfederacja Lewiatan
Maciej Krzak	CASE
Leszek Kubiak	UJK w Kielcach
Lech Kurkliński	SGH
Dariusz Ledworowski	SR RGN
Adam Lipowski	INE PAN
Aleksander Łaszek	FOR
Jan Macieja	PAN
Artur Mika	BFG
Jeremi Mordasiewicz	Konfederacja Lewiatan
Marcin Mucha	Ministerstwo Gospodarki
Krystyna Olechowska	CASE
Ryszard Petru	TEP
Zbigniew Polański	IE NBP
Grzegorz Poniatowski	CASE
Bazyli Samojlik	Akademia Leona Koźmińskiego
Elżbieta Sawicka	PKO BP
Katarzyna Sidło	CASE
Piotr Skolimowski	Bloomberg News
Witold Skrok	Alior Bank
Maciej Sobolewski	CASE
Barbara Sokołowska	
Jan Solarz	AF
Agnieszka Stanik	GPW
Maciej Stańczuk	
Małgorzata Starczewska-Krzysztozek	Konfederacja Lewiatan
Bogusław Tatarewicz	
Jerzy Thieme	Amerykańska Izba Handlowa w Polsce (AmCham)
Paweł Toman	BFG
Ewa Tomaszewska	UW
Anna Trzecińska	BFG
Karolina Tura	UE w Poznaniu
Katarzyna Wąsik	CASE
Jan Winiecki	WSliZ
Krzysztof Wołowicz	TFI BPS
Robert Woreta	KNF
Bohdan Wyżnikiewicz	IBnGR
Dorota Wyżnikiewicz	NBP
Philadelphia Zawierucha	CASE

# Wprowadzenie

**B**ezprecedensowo długi okres niskich stóp procentowych i taniego pieniądza ma wiele konsekwencji. Im dłużej trwa poluzowanie polityki pieniężnej, tym większe problemy z rozpoczęciem normalizacji. Tani pieniądz daje rządowi poczucie komfortu w bardzo wielu kwestiach, co doprowadza do odwołania koniecznych reform strukturalnych oraz decyzji fiskalnych i konsolidacyjnych. Polityka taniego pieniądza i poluzowanie ilościowe jest zatem źródłem zaniechania, bo też nie zmienia one niczego, co konieczne dla odbudowania produktu potencjalnego. O skutkach poluzowania polityki pieniężnej w Stanach Zjednoczonych oraz w innych krajach rozwiniętych dyskutowali goście 129 seminarium BRE-CASE. Seminarium zorganizowała Fundacja CASE we współpracy z BRE Bankiem w ramach stałego cyklu spotkań panelowych. Seminarium odbyło się w Warszawie, w listopadzie 2013 r. Organizatorzy o wygłoszenie referatu poprosili dra Przemysława Woźniaka, ekonomistę w Dyrekcji Generalnej ds. Gospodarczych i Finansowych Komisji Europejskiej, a o komentarz – prof. Jana Winieckiego, członka Rady Polityki Pieniężnej.

Literatura jednoznacznie wskazuje na duży wpływ polityki luzowania ilościowego na stopy procentowe (**Maciej Krzak, CASE**). Natomiast oceny wpływu tej polityki na gospodarkę realną są wręcz rozbieżne. Większość twierdzi, że wpływ był nikły. Spróbujmy kwestię zracjonalizować. Dlaczego zastosowano niekonwencjonalne metody polityki monetarnej, między innymi ilościowe rozluźnianie, a teraz doszło do tego nakierowanie na przyszłość (*forward guidance*)? Wprowadził je EBC, także Bank Anglii, w jakimś sensie również NBP, oświadczając, że długo nie będzie podwyższał stóp procentowych. Dlaczego wprowadzono niekonwencjonalną politykę pieniężną (*quantitative easing*)? Otóż, dotychczasowa polityka monetarna była nieskuteczna, użyto więc dodatkowych narzędzi, które tylko połowicznie okazały się skuteczne. Dlaczego? Jak się wydaje, z tej przyczyny, że stopy procentowe są niskie i w dalszym ciągu mamy do czynienia z *credit crunch*, czyli zmniejszeniem dostępności pożyczek i kredytów. Po prostu nie ma podaży kredytów; bo popyt pewnie jest. Przy tak olbrzymim nawisie pienią-

dza nie mamy inflacji. Dlaczego? Ogromnemu przyrostowi bazy monetarnej w bankach centralnych towarzyszy obniżenie się mnożnika monetarnego, bo w dalszym ciągu banki nie pożyczają.

A co by było, gdyby ta niesamowita masa pieniądza wynikająca z programów QE przelała się do sfery realnej gospodarki? (**Maciej Stańczuk**) Wydaje się, że wtedy dopiero mielibyśmy niezły pasztet. Może więc dobrze, że jedyną konsekwencją polityki ilościowego luzowania są nadmuchane bilanse banków centralnych, ale są one poddane sterylizacji na rynku, a wynikiem jest to, że agregat pieniężny M2 mamy na historycznie niskim poziomie, co jest szczęściem w tym nieszczęściu. Pewne jest jedno, że z dzisiejszej sytuacji nie ma łatwego wyjścia i dzisiejsza niepewność nie opuści nas nie tylko przez najbliższe lata, ale i najbliższe dziesięciolecie.

Jakie będą międzynarodowe skutki ilościowe rozluźnienia (**M. Krzak**)? W latach 2009–2010 kraje wschodzące bardzo narzekały na politykę amerykańską, wręcz groziły nam wojny walutowe, bo, po prostu, pieniądź w poszukiwaniu wyższych stóp dochodowości, rentowności przelewał się do krajów wschodzących, a te cierpiały na aprecjacji walut. Koronnym przykładem jest Brazylia, która posunęła się wręcz do ograniczeń kapitałowych, ale kilka innych krajów też to zrobiło. Kiedy w maju 2013 r. Fed ogłosił, że należy już teraz ograniczyć, albo nawet zakończyć dodruk dolarów, zanim poprawi się sytuacja na rynku pracy, wywołało to natychmiastowe umocnienie dolara wobec euro i jena. Kraje wschodzące znowu zaczęły protestować. Argumentowały, że Amerykanie nie mogą w sposób gwałtowny wycofywać się z ilościowego rozluźnienia, bo to prowadzi do gwałtownej dewaluacji ich walut. W pierwszej fazie ilościowego rozluźnienia, według MFW, świat *per saldo* zyskał pod względem wzrostu gospodarczego, czyli bodziec dla realnej gospodarki światowej był silniejszy niż jakby antybodziec dla świata wschodzącego, ale czy to takie pewne? Niewiadomo.

Międzynarodowe skutki polityki ilościowego luzowania są znaczące (**P. Woźniak**). M. Krzak zwrócił uwagę, że to, co się ostatnio stało jest odwróceniem tego, co działo się na początku kryzysu. Oczywiście, obawy nie zniknęły. Analitycy MFW, OECD, BŚ dowodzą w raportach, że perspektywa perturbacji (dzisiaj bliżej nieokreślonych) na rynkach finansowych może osłabić perspektywę rozwoju rynków wschodzących, które już i tak, z zupełnie innych powodów, od wielu miesięcy są osłabione. To niewątpliwie kolejny czynnik komplikujący proces luzowania.

Dzisiaj banki są zarzucane pomysłami regulacyjnymi, które czasami są na skraju doprowadzenia do paraliżu sektora finansowego (**M. Krzak**). Nie mam wiele sympatii do sektora finansowego, bo to ten sektor doprowadził do dzisiejszego kryzysu. Kryzysy finansowe mają to do siebie, jak pokazują to Carmen Reinhart i Kenneth Rogoff w swojej słynnej książce *Osiemset lat szaleństw finansowych*, że z nich się bardzo trudno wychodzi, bo są głębokie i długotrwałe. Przypadek Stanów Zjednoczonych jest idealnym sprawdzianem tzw. reguły kciuka (od pierwotnego sposobu mierzenia długości), która twierdzi, że przy podejmowaniu ekonomicznych decyzji ludzie stosują po prostu własną, bardzo subiektywną metodę, dzięki której



racjonalizują wybór przed samym sobą, np. poprzez zasłyszane przypadkowe rady. Oczywiście ta metoda nie ma zbyt wiele wspólnego z racjonalnością. To jednak w zupełności im wystarczy. Ludzie zazwyczaj nie szukają optymalnego rozwiązania. Zadowolają się pierwszym satysfakcjonującym. Reinhard i Rogoff szacując czas potrzebny na wyjście z amerykańskiego kryzysu mieszkaniowego przywołali regułę kciuka i stwierdzili, że potrzeba 6, 7 lat na powrót do równowagi. Zgodnie z tą zasadą dodając 6 lat do 2007 r. ożywienie na amerykańskim rynku mieszkaniowym powinno było nastąpić w roku 2012. I nastąpiło. Dzisiaj ceny mieszkań rosną w tempie 12% rok do roku; co prawda z niskiego poziomu, ale jednak tempo jest bardzo zaskakujące. Sytuacja na rynku mieszkaniowym jest dowodem, że gospodarstwa domowe uporały się z długami i w związku z tym gospodarka znowu odzyskuje potencjał równowagi, żeby pójść trochę szybszym tempem.

Wydaje się, że poluzowanie ilościowe, w krótkim czasie pozwoliło uniknąć, zwłaszcza Stanom Zjednoczonym, wielkiej depresji i takiej samej recesji (**Ernest Pytlarczyk, BRE Bank**). Efektem poluzowania polityki pieniężnej był spadek amerykańskiego PKB od 4 do 5%. Gdyby poluzowania nie było, jak oceniają eksperci, PKB spadłoby prawie o 30%. Zatem, jak się wydaje, uniknięcie negatywnych skutków krótkookresowych należałoby zapisać po stronie korzyści luzowania ilościowego. Od dziesięcioleci obowiązuje konwencja, że bank centralny jest „pożyczkodawcą ostatniej szansy” (**J. Winiecki**). Zgodnie z tą formułą na początku kryzysu należało najpierw uporządkować sytuację, czyli uratować to, co się do ratowania nadawało, ale nie na zasadzie, że jednemu bankowi się pomoże, a drugi podtopi, bo to prowadzi do jeszcze większej niepewności na rynku finansowym. Natomiast ocena późniejszego utrzymywania poluzowania ilościowego wymaga zastanowienia. Czy utrzymywanie luzowania rzeczywiście stymulowało gospodarkę? Ekonomisci patrzą bardzo niechętnym okiem na gdybanie, ale część wybitnych ekonomistów, jak choćby nowy prezes indyjskiego banku centralnego Raghuram Rajan, który przypomina, że zgodnie z analizą strumieniową (zmian poziomu dochodu rozporządzalnego gospodarstw domowych) ekwiwalencji ricardiańskiej gospodarstwa domowe nie wykorzystają przyrostu dochodu, spowodowanego zmniejszeniem podatków, na zwiększenie konsumpcji, lecz zwiększają oszczędności. Dlatego Rajan twierdzi, że niskie stopy procentowe prawdopodobnie działają antywzrostowo.

Prof. Winiecki twierdzi, że bodziec fiskalny miał słabe efekty (**M. Krzak**). Bodziec fiskalny był silny, a efekty nie były widoczne, bo wytłumił je kryzys finansowy. Problem polega na tym, że bardzo trudno stworzyć wiarygodny scenariusz: co by było, gdyby (**P. Woźniak**). W literaturze jednak dominuje przekonanie o bardzo pozytywnym wpływie poluzowania na samym początku kryzysu. Niestety, później następuje rozpręczenie i uzależnienie wielu rynków i obszarów gospodarczych od tego, co się stało. Efektem jest impas, ponieważ trudno odwrócić proces poluzowania. Zbilansowanie polityki niskich stóp i poluzowania polityki pieniężnej jest utrudnione, bo wiemy, jakie są plusey tej polityki, natomiast nadal nic nie wiemy o skutkach negatywnych.

Mówiąc o rezultatach makroekonomicznych luzowania ilościowego, nie możemy zapominać o *policy mix* (**prof. Adam Lipowski, PAN**), bo przecież budżet też ma wpływ na tę politykę. Kiedy Fed ku-



powołaj papiery skarbowe, to co się działo z deficytem budżetowym? Dopiero przy *policy mix* można określić (i tak pewnie nie do końca) jaki był faktyczny wpływ tego luzowania na mizerne lub satysfakcjonujące rezultaty makroekonomiczne. Od początku papiery skarbowe stanowiły istotny komponent polityki ilościowego luzowania. (**P. Woźniak**). Czy to kształtowało politykę fiskalną? Wydaje się, że w niewielkim stopniu, bo popyt na papiery dłużne amerykańskiego rządu jest ogromny, a największym kupcem tych papierów są Chiny. Agresywne wejście Fedu na wtórny rynek nie spowodowało wzrostu deficytu budżetowego Stanów Zjednoczonych. Zresztą od 2010 r. ten deficyt spada. Ostatnie cztery lata to najbardziej ostry czteroletni spadek deficytu budżetowego od powojnia. Oczywiście nie jest to część bardzo przemyślanej, rozsądnej strategii, tylko brak konsensusu w Kongresie, którego członkowie nie mogą uzgodnić wspólnego stanowiska w sprawie polityki fiskalnej. Rząd amerykański trochę od niechcenia, trochę przez przypadek stał się dosyć silnym czynnikiem delewarowania gospodarki. Zapadalność papierów rządowych zakupionych przez Fed została bardzo wydłużona. Przed wprowadzeniem trzeciej rundy poluzowania monetarnego miała miejsce tzw. operacja twist, polegająca na wydłużeniu średniego okresu zapadalności posiadanych przez Fed obligacji. Zakłada ona stopniowe sprzedawanie papierów o najkrótszym terminie wykupu, czyli tych do trzech lat, i za uzyskane pieniądze kupowanie obligacji długoterminowych, a więc 10- i 30-letnich. Na ten cel ma pójść 400 mld dolarów. Taki manewr ma na celu doprowadzenie do ożywienia na rynku nieruchomości, bez którego trudno marzyć o zwiększeniu dynamiki amerykańskiej gospodarki. Mechanizm jest dość prosty. Kupowanie obligacji długoterminowych ma spowodować wzrost ich cen, czyli spadek rentowności, stosowanej przez banki do ustalania oprocentowania kredytów hipotecznych. Dzięki temu ich koszt powinien się zmniejszyć, a to powinno sprzyjać zwiększeniu zainteresowania klientów ich zaciąganiem.

Wydaje się, że warto byłoby się uważniej przyjrzeć relacji między stopą procentową a wzrostem bezrobocia (**prof. Ryszard Domański, SGH**). Również relacjom między trwałymi fundamentami gospodarki a zastosowaną polityką luzowania: stopa procentowa a postęp nowości, wzrost wydajności (w relacji między krajami), postęp technicznych metod wytwarzania. Może w tych relacjach można by szukać przyczyn, dlaczego polityka pieniężna jest łatwa (niska stopa procentowa), a nie ma inflacji. Może właśnie dzięki procesom, które zachodzą w technologicznych wymiarach gospodarki? Dlaczego redystrybucja dochodów od rentierów do biznesmenów jest niebezpieczna? Wydawałoby się, że implikacja jest prosta: ten, kto bierze kredyty, to wydaje, czyli pobudza gospodarkę, a rentier oszczędza i czeka na lepsze czasy. Sytuacja sztucznie utrzymywana i obniżająca ogólną skłonność do oszczędzania może się odbić na długookresowej perspektywie wzrostu (**P. Woźniak**). Akumulacja kapitału w długim okresie w skali gospodarki czerpie z oszczędności, również tych wewnętrznych. Jeśli przez długi okres utrzymuje się presja, żeby nie oszczędzać, tylko wydawać, to ona na pewno jeszcze przez długi okres będzie miała wpływ na perspektywę potencjalnego wzrostu Stanów Zjednoczonych. Czy to źle, że pieniądź przepływa od rentierów do przedsiębiorców (**J. Winiecki**)? Rzecz polega na tym, że on wcale tam nie przepływa. To, co nastąpiło (jak wynika z różnych danych) to jest przepływ od rentierów do państwa, no i tych przyssa-

nych do państwa; beneficjentów państwa opiekuńczego. Jeśli spojrzymy na tę kwestię z punktu widzenia kryterium sprawiedliwości społecznej, to oczywiście należy przyklasnąć redystrybucji od tych, którzy oszczędzają do tych biedniejszych, którzy żyją z różnych zasiłków. Przyklasną też keynesiści, bo pieniądze przepłyną od tych, którzy oszczędzają do tych, którzy wydają. Ale takie przedsięwzięcia mają negatywne konsekwencje w długim okresie. Przywołać trzeba przede wszystkim Europę Zachodnią, w której poziom redystrybucji jest wyraźnie wyższy, a rozmaite badania pokazują, że po okresie, w którym następuje zwiększenie udziału wydatków publicznych przychodzi okres wyraźnego spowolnienia wzrostu gospodarczego. Proces postępuje od lat 60. minionego wieku. Z dekady na dekadę mamy generalnie niższe tempo wzrostu gospodarczego. Oczywiście większe wydatki publiczne na ogół oznaczają ograniczenia dla przedsiębiorców, bo dla nich pieniędzy już nie starcza, a trzeba im też sporo zabrać, żeby państwo socjalne jakoś utrzymać. Obserwujemy ogromną i rosnącą część społeczności zachodnich, w których ludzie nie widzą związku między tym, co sami robią (ich pracą, inicjatywą) a tym, co otrzymują. Ci wszyscy oburzeni, demolujący sklepy demonstranci z ulic Londynu czy Paryża, to właśnie ludzie, którzy absolutnie tego związku nie widzą. Przyzwyczajeni zostali do otrzymywania datków od państwa. A dlaczego dostają? Bo uważają, że jak są w tym kraju, to powinni dostawać. Oburzeni protestują, bo ta manna w ostatnich latach w związku z coraz wolniejszym tempem wzrostu zaczyna płynąć również coraz wolniej, a niekiedy nawet tu i ówdzie się kurczy. Wydaje się więc, że spojrzenie multidyscyplinarne pomaga zrozumieć przyczyny rozmaitych zjawisk, które obserwujemy.

Mądrzy ludzie powiadają: nie wchodź w coś, jeśli wchodząc nie masz strategii wyjścia (**Bazyli Samojlik, Akademia Leona Koźmińskiego**). Podstawy prawne ingerencji Fedu są niepodważalne. Amerykańskiemu bankowi centralnemu, na podstawie decyzji zarządu, wolno pożyczyć każdemu i każdą kwotę przez kupno papierów wartościowych. Trudno też zaprzeczyć, że nastąpiło już wycofanie się z pewnych obszarów ingerencji, na przykład z przemysłu samochodowego, z instytucji bankowych. Kogo zatem nadal wspiera Fed? Oczywiście Fannie Mae. Nadal kupuje krótkoterminowe papiery dłużne finansujące pakiety hipoteczne właśnie tej firmy. Generalnie, jak się wydaje, Fed nie musiałby niczego robić, gdyby odtworzył się popyt krajowy i międzynarodowy na te krótkoterminowe papiery. Polityka Fedu od 2007 r. całkowicie zdezwuowała setki stron obowiązujących podręczników dotyczących polityki monetarnej. Fed udowodnił, że w krótkim okresie polityka monetarna może mieć bardzo istotny wpływ na stopy wzrostu i zatrudnienia. W długim – nie. Ale, jak się wydaje, Fed nigdy nie zakładał, że w długim okresie będzie kształtował politykę gospodarczą.

Fed kreując pieniądź i silnie wspierając gospodarkę uważał, że luka popytowa w Stanach Zjednoczonych jest ogromna (**P. Woźniak**). Niezmiennie ocenia ją na kilka punktów procentowych. Bardzo wiele instytucji, w tym Komisja Europejska, już od dawna wskazywało, że kryzys bardzo silnie nadszarpnął produkt potencjalny właśnie Stanów Zjednoczonych. Dotyczy to zwłaszcza: rynku pracy, rozwoju technologicznego, akumulacji kapitału, m.in. przez obniżanie stopy oszczędności. Produkt potencjalny bar-

dzo spadł już na początku kryzysu, w związku z tym luka popytowa może nie być tak duża jak się wydaje niektórym instytucjom, w tym Fedowi. Zatem przestrzeń dla polityki monetarnej jest dużo mniejsza, a o wiele większa dla polityki strukturalnej, która starałaby się potencjalny PKB podnieść przynajmniej do poziomu takiego, jaki był przed kryzysem. Spadek potencjału produkcyjnego jest bowiem ogromny: tylko w skali roku różnica wynosi ponad 1 p. p. Tutaj polityka monetarna nie pomoże, bo pomóc nie może.

Co to jest nowa normalność? Tak naprawdę nie bardzo wiemy (**M. Krzak**). W związku z obniżeniem się dynamiki produktu potencjalnego też muszą być inne, na niższym poziomie, stopy procentowe. Przykładem opinii członków Fed, którzy uważają, że stopy procentowe osiągną poziom 4%, bo potencjalny PKB ma rosnąć w tempie 2%, cel inflacyjny również określono na 2%, w uproszczeniu, żeby nie bawić się w procent składany, mamy stopy 4-proc. Ale wcześniej był to inny poziom stóp. Być może to dojście do nowego poziomu normalności będzie mniej kłopotliwe niż by się wydawało z tego względu, że poziom stóp procentowych będzie niższy, aczkolwiek i tak to jest dosyć daleko do zakładanego poziomu 4%. Oczywiście, rozważania dotyczą jedynie Stanów Zjednoczonych, bo pozostałe kraje będą miały inne poziomy.

Dzisiejszy łatwy pieniądź to placebo na sytuację braku reform strukturalnych (**Anna Fornalczyk, COMPER**). Z punktu widzenia polityki gospodarczej usypianie powinno być zakazane. Gospodarka amerykańska jest inna niż europejska. To gospodarka żywa, o bardzo elastycznym rynku pracy. Absolutnie nie możemy się porównywać ze Stanami Zjednoczonymi. Oczywiście, możemy się przyglądać, co się tam dzieje.

Na ostatnim Forum Ekonomicznym Nowych Idei w Sopocie w panelu prowadzonym przez M. Belkę pt. Czy ekonomia jest potrzebna? J. K. Bielecki, który był uczestnikiem tego panelu, oświadczył: no, widzicie, wy nic nie wiecie, to my wam powiemy, co trzeba zrobić. I mówią! Unikając reform systemowych, tworząc polskie holdingi, polskie czebole. I to ma nas wyprowadzić z tego kryzysu? Naprawdę eksperci nic nie wiedzą? Za kryzys amerykański nie obwiniam sektora finansowego. Przecież powodem była ingerencja państwa. To państwo obwieściło, że każdy Amerykanin ma mieć dom. Państwo dało gwarancje dwóm wielkim funduszom państwowym. I machina ruszyła. System finansowy jedynie odpowiedział na zapotrzebowanie praktyki gospodarczej. Trzeba było te „paczki” przygotowywać i puszczać, bo inaczej nie zrealizowałyby się rządowych założeń.

Wychodzenie z tak głębokiej ingerencji państwa jest trudne i bolesne, i pewnie grozi nam jeszcze kilkadziesiąt lat. Ale brak opinii ekonomistów, ekspertów tworzy pole dla wyłącznie politycznych decyzji makroekonomicznych. No, ale jeśli nauka jest bezsilna... I to nie tylko ekonomia. Bo im bardziej rzeczywistość złożona, tym bardziej potrzebne jest interdyscyplinarne podejście.

## Długofalowe skutki polityki niskich stóp i poluzowania polityki pieniężnej

**S**kutki poluzowania polityki pieniężnej w USA oraz w innych krajach rozwiniętych są przedmiotem wielu kontrowersji, wynikających przede wszystkim z bezprecedensowej skali działań banków centralnych, ale też i z typowej niepewności kanałów mechanizmu transmisji polityki monetarnej obecnie i w przyszłości. O ile w krótkim okresie efekty poluzowania są lepiej rozpoznane i zasadniczo uważane za pozytywne, o tyle w dłuższej perspektywie dominują obawy, bo gwałtownie rośnie niepewność konsekwencji poluzowania polityki pieniężnej. Na ocenę prowadzenia i kontynuowania takiej polityki nie mały wpływ mają także trudności ze stopniową normalizacją polityki monetarnej, a więc z zaplanowaniem i przeprowadzeniem tzw. strategii wyjścia. O ryzyku związanym ze stopniowym zacieśnianiem polityki monetarnej

świadczy burzliwa reakcja rynków finansowych na uwagi przewodniczącego Rezerwy Federalnej Bena Bernankego w maju bieżącego roku o możliwym rychłym obniżeniu tempa skupu aktywów przez Fed w ramach ostatniej, trzeciej rundy ilościowego łagodzenia polityki pieniężnej (QE) w USA.

### Kryzys i odpowiedź Fed

Reakcja Fedu na kryzys w roku 2007 była natychmiastowa. Stopy procentowe zostały ścięte niemal do zera już w grudniu 2008 r. Pierwsza runda ilościowego poluzowania polityki pieniężnej, inaczej: łagodzenia, bądź luzowania ilościowego (*quantitative easing* – QE), czyli ku-

---

Opinie wyrażone w niniejszym artykule są jedynie opiniami autora i w żadnym razie nie stanowią oficjalnego stanowiska Komisji Europejskiej.

powanie przez bank centralny papierów wartościowych trwała od listopada 2008 r. do marca 2010 r. W czasie QE1 aktywa amerykańskiego banku centralnego zwiększyły się ponad dwukrotnie (z czego 300 mld USD przeznaczył na zakup amerykańskich papierów skarbowych (*treasuries*), czyli bonów i obligacji skarbowych emitowanych przez amerykański rząd, a ponad 1 bln USD zostało zainwestowanych w papiery wartościowe zabezpieczane kredytami hipotecznymi (*mortgage backed securities*, MBS). Zadaniem QE1 było przywrócenie stabilności finansowej, która w tamtym czasie wydawała się mocno zagrożona, oraz ożywienie rynku międzybankowego, który wskutek ówczesnych wydarzeń uległ zamrożeniu (rys. 1).

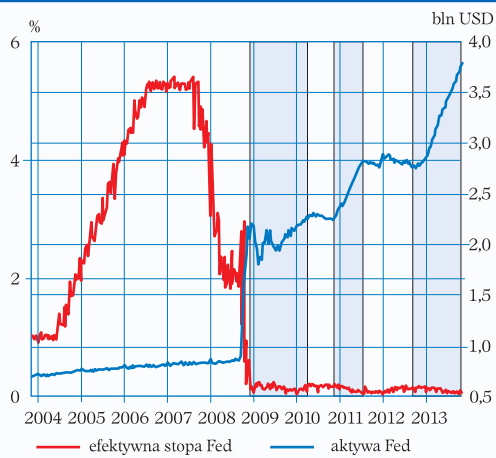
W ramach drugiej rundy luzowania ilościowego (QE2), trwającej od listopada 2010 r. do czerwca 2011 r. aktywa Fed zwiększały się głównie za sprawą zakupu amerykańskich papierów skarbowych (za prawie 900 mld USD). We wrześniu 2012 r. Fed rozpoczął nową rundę luzowania ilościowego

QE3. W odróżnieniu od QE1 i QE2 tym razem Fed nie oznajmił, kiedy emitowanie nowego pieniądza się skończy, dając w ten sposób do zrozumienia, że ta runda „drukowania” dolarów może trwać dłużej niż poprzednie dwie. W każdym razie w okresie trwania QE3 ma być emitowane 40 mld nowych dolarów miesięcznie. Fed te pieniądze przeznaczył na zakup papierów MBS od banków, a od grudnia 2012 r. Fed dodatkowo ogłasza zakup 45 mld dolarów papierów skarbowych, podbijając miesięczne tempo zakupów obligacji do łącznie 85 mld dolarów.

## Efekty luźnej polityki i QE na gospodarkę USA

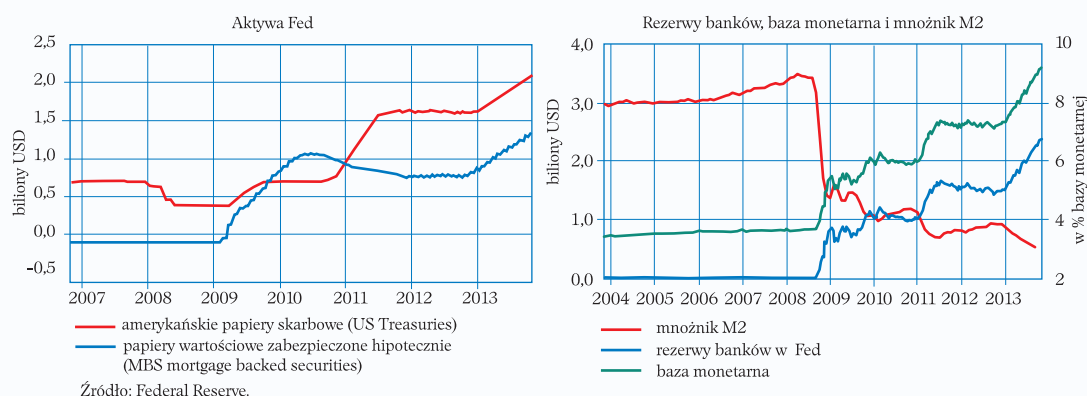
W pierwszej turze luzowania ilościowego (QE1) troską był rynek finansowy i ożywienie zamrożonego rynku międzybankowego. Zadaniem QE2 i QE3 było wsparcie ogólnego popytu oraz wsparcie rynku mieszkań przez zakup papierów wartościowych związanych z kredytami hipotecznymi. W pierwszej i trzeciej rundzie luzowania ilościowego Fed radykalnie zwiększył posiadanie papierów hipotecznych, a we wszystkich zwiększał zakup papierów rządowych, co, oczywiście, ma wpływ na poziom rezerw amerykańskiego banku centralnego (gwałtowny kilkukrotny wzrost w ciągu kilkunastu miesięcy), ma to także wpływ na bazę monetarną. Gwałtowne zwiększenie bazy monetarnej nie doprowadziło jednak do równie znacznego wzrostu M2 – mnożnik pieniężny M2 spadł do historycznie niskiego poziomu około 3 (w porównaniu z ponad 8 w III kwartale 2008 r.), zatem wpływ na podaż pieniądza szerokiego został bardzo silnie ograniczony (rys. 2).

**Rysunek 1. Kryzys i odpowiedź Fed**

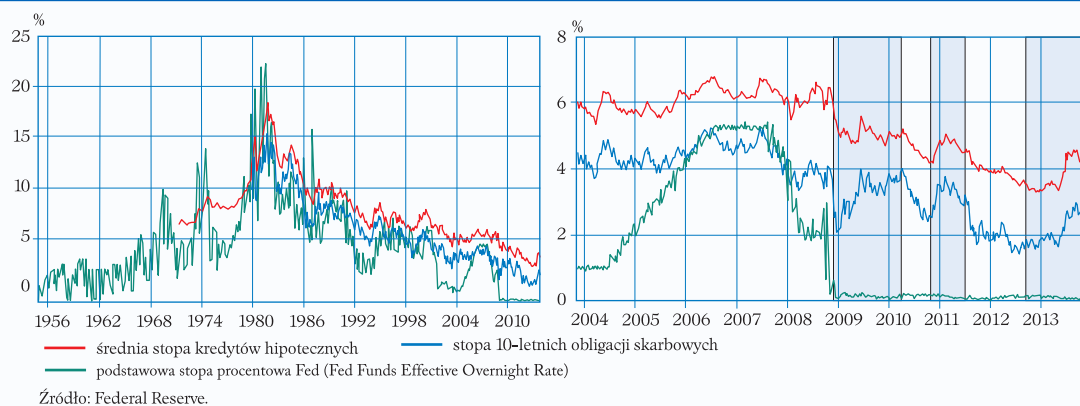


Źródło: Federal Reserve.

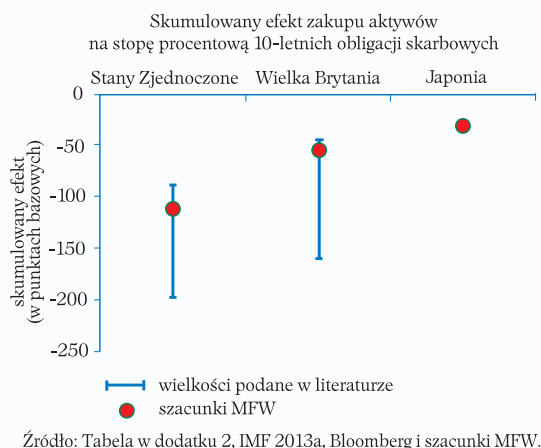
## Rysunek 2. Gwałtowny wzrost aktywów Fed



## Rysunek 3. Stopy procentowe na historycznie niskim poziomie



## Rysunek 4. Zakup aktywów obniżył stopy

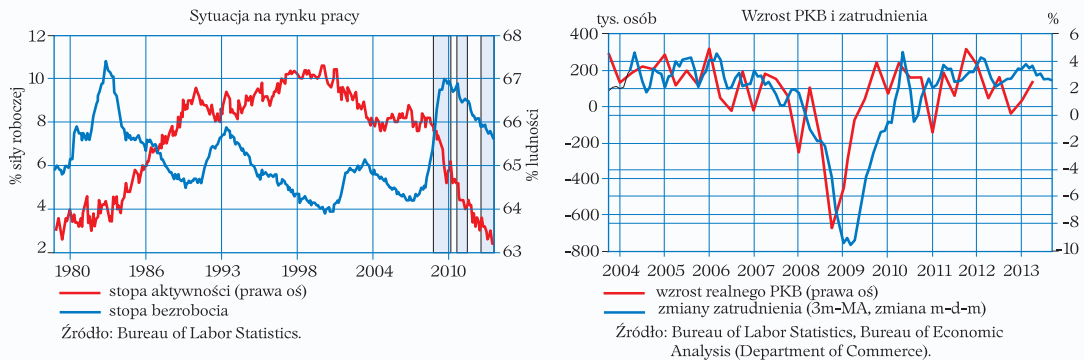


Dane statystyczne od roku 1955 wskazują, że dzisiejsze stopy procentowe są na historycznie niskim poziomie (rys. 3). Zatem poluzowanie polityki monetarnej przez Fed było bardzo skuteczne w obniżaniu stóp procentowych. MFW szacuje ten wpływ od roku 2008 na około 120 p.b. (IMF *Police Paper Global Impact and Challenges of Unconventional Monetary Policies*, October 2013). Natomiast w literaturze jest dosyć duży rozrzut szacunków tego wpływu od 200 do 80 p.b (rys. 4).

Efekty makroekonomiczne w krótkiej perspektywie również można uznać za pozytywne. W każdej



**Rysunek 5. Efekty makroekonomiczne**

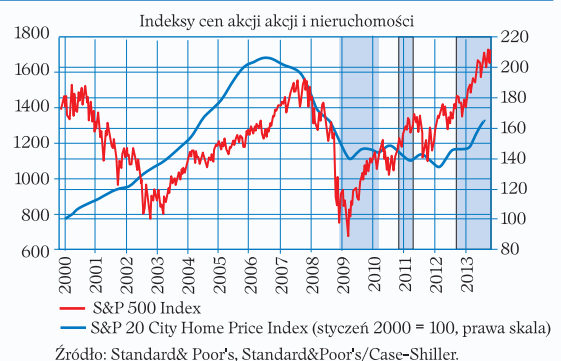


z rund poluzowania ilościowego następowało ożywienie w obszarze zatrudnienia oraz wzrostu PKB (rys. 5). Chociaż w przypadku PKB korelacja jest dużo mniej widoczna z powodu silnej konsolidacji fiskalnej, która zaburza wynik PKB w ostatnich latach. MFW ocenia efekty poluzowania ilościowego na około 2 p.p. PKB przez okres od 7 do 8 kwartałów. Ale w literaturze rozrzut jest o wiele większy. Część źródeł podaje, że wpływ poluzowania to tylko 0,1 p.p. (czyli *de facto* żaden), ale są i takie, które wskazują na ogromny wpływ na stopę wzrostu w skali rocznej, szacując go na 8 p.p. Poluzowanie ilościowe miało znaczący wpływ na bezrobocie. Chociaż w ostatnim czasie dużo większy wpływ na obniżanie bezrobocia w Stanach Zjednoczonych ma gwałtownie kurcząca się siła robocza, po prostu spada stopa aktywności, która w październiku osiągnęła poziom 63,2%, czyli najniższy od 35 lat. Ludzie odchodzą z rynku pracy, bo przeciąga się kryzys, ale i z przyczyn demograficznych: na emerytury przechodzi generacja Baby Boomers (powojennego wyżu demograficznego).

że wpływ faktycznej sytuacji makroekonomicznej na stopę bezrobocia, zwłaszcza w ostatnich latach, dosyć mocno się rozmywa.

Dyskusji natomiast nie podlega wpływ poluzowania ilościowego na indeksy cen akcji. Korelacja jest niezwykle silna. Każde ogłoszenie kolejnej rundy QE prowadziło do kolejnego boomu cen akcji, który po zakończeniu kolejnych tur poluzowania automatycznie spadał (rys. 6).

**Rysunek 6. QE pcha indeksy giełdowe w górę...**



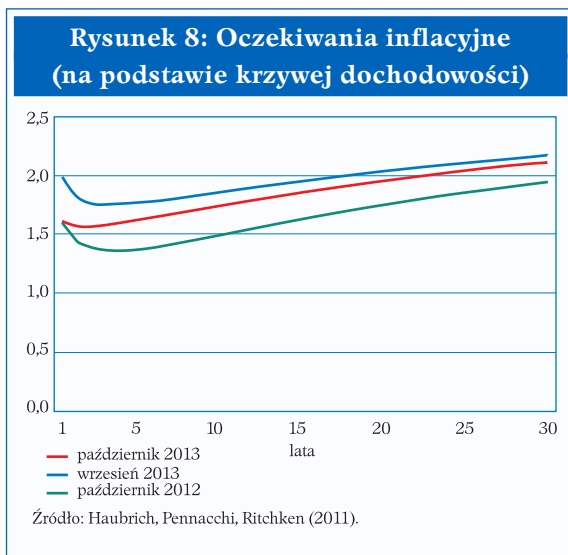
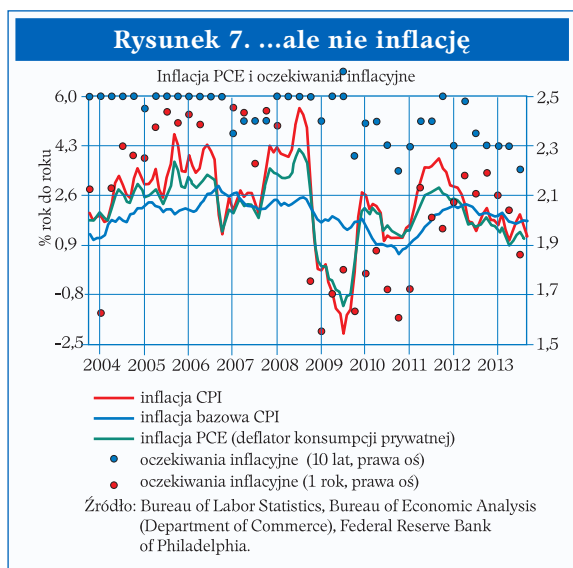
Zatem malejące bezrobocie ma raczej charakter strukturalny niż koniunkturalny. Można stwierdzić,

Natomiast mniej wyraźny jest wpływ poluzowania na ceny nieruchomości. Ceny mieszkań zaczęły



spadać w 2006 r. Mimo dosyć dużego wzrostu w ciągu ostatnich kilkunastu miesięcy, nadal poziom nominalny jest dużo niższy niż ten sprzed lat; co prawda wówczas mocno zawyżony. Nie było żadnej korelacji między pierwszą i drugą turą poluzowania a rynkiem mieszkań. Po prostu trwał rozkład rynku. Dopiero od kilkunastu miesięcy sytuacja zaczyna się zmieniać. Być może spowodował to zakup przez Fed obligacji MBS, który jest przecież ogromnym wsparciem dla rynku.

Wbrew oczekiwaniom, poluzowanie polityki monetarnej nie spowodowało zwiększonej inflacji (rys. 7). Oczywiście są okresy wzrostu, ale głównie spowodowane cenami energii w 2012 r. Zatem inflacja nie wymknęła się spod kontroli. Cały czas jest na bardzo niskim poziomie. W sierpniu 2013 r. inflacja PCE była na poziomie 1,2%, czyli dużo niższej niż długookresowy cel określony na poziomie 2%. Pod kontrolą są również oczekiwania inflacyjne. Są dosyć niskie i spadają. Oczekiwania nigdy nie przekroczyły 2,5%. W ciągu ostatnich kilkunastu miesięcy konsekwentnie spadają i wynoszą: poniżej 2%



dla oczekiwań 1 rok wprzód, a 2,2% dla oczekiwań 10 lat wprzód. Również oczekiwania rynków wskazują na niski (od 1,5 do 2%) poziom inflacji (rys. 8).

## Polityka Fed w sprawie stóp procentowych i QE

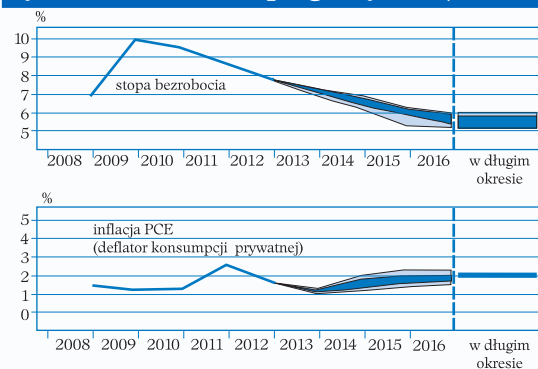
Ostatnia deklaracja Fedu z 30 października 2013 r. podtrzymała deklarację o utrzymaniu podstawowej stopy procentowej między 0 a 1,4% (tzw. *forward guidance*), potwierdzając trzy warunki określone w grudniu 2012 r. Po pierwsze, taka stopa procentowa będzie utrzymana tak długo, jak długo stopa bezrobocia znajduje się powyżej 6,5%. Po drugie, prognoza inflacji od 1 do 2 lat wprzód będzie nie większa niż 0,5 p.p. powyżej długookresowego celu 2%, czyli nie więcej niż 2,5%. Po trzecie, długookresowe oczekiwania inflacyjne pozostaną do brze zakotwiczone.

Fed decydując o tym, jak długo utrzymać wysokość akomodacyjną politykę monetarną weźmie

również pod uwagę inne wskaźniki dotyczące rynku pracy, presji inflacyjnych, oczekiwań inflacyjnych i wskaźników finansowych. Po co to zastrzeżenie? Fed zwraca uwagę, że o polityce monetarnej nie mogą decydować jedynie podstawowa stopa procentowa i stopa bezrobocia. Jest to też odpowiedź na problemy z interpretacją ostatnich spadków stopy bezrobocia. Przy tak gwałtownie zmniejszającej się stopie aktywności, stopa bezrobocia nie tylko może, ale będzie spadać, bez względu na to czy rynek pracy ulega faktycznej poprawie. Taka sytuacja jest właśnie dzisiaj (rys. 9). Obecna stopa bezrobocia (7,2%) jest bardzo bliska poziomowi 6,5%, który Fed wyznaczył jako granicę, przy której chciałby zacząć podnosić stopy procentowe. Z kwartalnych prognoz Fedu (opublikowanych we wrześniu 2013 r.) wynika, że stopa bezrobocia spadnie do poziomu 6,5% w połowie 2015 r. Z kolei inflacja PCE (brana pod uwagę przy określaniu presji inflacyjnej przez Fed) szacowana jest na bezpiecznym poziomie 2%. Stąd wniosek, że pierwszy wzrost stóp procentowych nastąpi dopiero w 2015 r. (rys. 10) Reasumując, kiedy Fed zdecyduje się na zaprzestanie polityki akomodacyjnej, przyjmie zrównoważone podejście w zgodzie z długookresowymi celami maksymalnego zatrudnienia i inflacji na poziomie 2%.

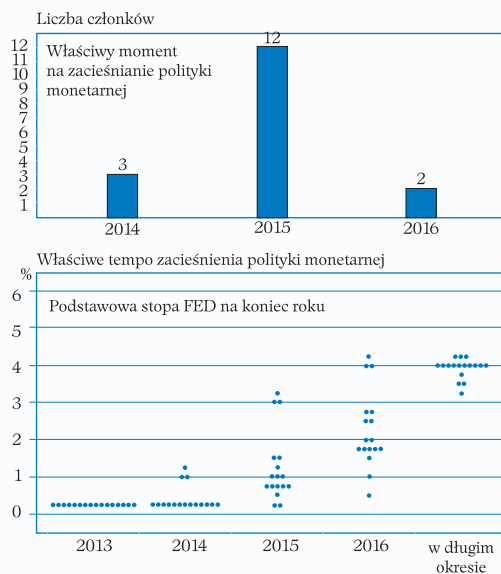
Otwartą kwestią pozostaje termin zakończenia trzeciej rundy poluzowania ilościowego. W maju szef amerykańskiej Rezerwy Federalnej Ben Bernanke deklarował, że prawdopodobnie stanie się to przed końcem roku i zakończy się wtedy, gdy stopa bezrobocia wyniesie około 7%. We wrześniu Fed wycofał się z tej deklaracji. Decyzje o kontynuowaniu, zaprzestaniu czy rozpoczęciu spowalniania

**Rysunek 9. Aktualne prognozy Fed (9/2013)**



Źródło: Economic Projections of Federal Reserve Board Members and Federal Reserve Bank Presidents, September 2013.

**Rysunek 10: ... z których wynika wzrost stóp w 2015**



Źródło: Economic Projections of Federal Reserve Board Members and Federal Reserve Bank Presidents, September 2013.

zakupów aktywów zostały oderwane od sztywnych poziomów stopy bezrobocia i uzależnione – jak to enigmatycznie określono – od oceny rynku pracy i ogólnych perspektyw gospodarczych Stanów Zjednoczonych. A więc nie ma już tak jasnego powiązania decyzji o wygaszaniu programu luzowania ilościowego ze wskaźnikami markekonomicznymi.

## Długookresowe skutki

Ocena skutków długofalowych jest niejednoznaczna i upolityczniona. Mówimy przecież o przyszłości, z czym wiążą się kwestie dogmatyczne i poglądy ekonomiczne dyskutantów, wyznawców różnych szkół. Ocenę zaburza ryzyko związane z wygaszaniem nadzwyczajnie luźnej polityki monetarnej (NLPM) (*ultra loose monetary policy*, ULMP). Po pierwsze, należy odpowiedzieć na pytanie: jak na sytuację gospodarczą wpłynie wygaszanie, czyli normalizacja polityki monetarnej. Po drugie, jakie efekty będzie miało to, co już się stało, a więc historycznie długi okres historycznie niskich stóp procentowych i bezprecedensowego zwiększenia aktywów Fed. Te dwie kwestie są częściowo odrębne, ale też zazębiające się w jakimś stopniu. Debata nie jest więc prosta.

Jednak niezależnie od powodzenia strategii wyjścia, czyli od tego, co się stanie na drodze do normalizacji, arbitralnie możemy stwierdzić, że bezprecedensowo długi okres niskich stóp procentowych i taniego pieniądza ma wiele konsekwencji. Im dłużej trwa poluzowanie polityki pieniężnej, tym większe problemy z rozpoczęciem normalizacji. Rynki się przyzwyczajają, wręcz uzależniają. Sam fakt trwania sytuacji powoduje zaostrenie skali problemów wyjścia. To podstawowy, jeśli nie największy problem poluzowania ilościowego. A tym poważniejszy, im dłużej trwa proces luzowania.

Ogromnym problemem jest także to, że tani pieniądz daje rządowi poczucie komfortu w bardzo wielu kwestiach, co doprowadza do odwlekania koniecznych reform strukturalnych oraz decyzji fiskalnych i konsolidacyjnych. Polityka taniego

pieniądza i poluzowanie ilościowe jest zatem powodem zaniechania, bo też nie mogą się one przyczynić do odbudowania produktu potencjalnego – co jest obecnie największym pokryzysowym wyzwaniem polityki gospodarczej w USA tak jak i szerzej, na całym niemal świecie. Co więcej, tani pieniądz osłabia skłonność do oszczędzania. W dłuższej perspektywie może obniżyć akumulację kapitału, co wręcz obniża potencjalny PKB. W Stanach Zjednoczonych wzrost potencjalnego PKB na poziomie ponad 3% sprzed kryzysu, spadł do nieco powyżej 2% obecnie i do roku 2023 jest prognozowany na niezmiennym poziomie. Kryzys doprowadził do bardzo silnych deficytów w wielu obszarach, które mają wpływ na produkt potencjalny (np. zasoby siły roboczej, akumulacja kapitału). A przecież polityka pieniężna nie ma tu nic do rzeczy, bo nie ma wpływu na odbudowanie produktu potencjalnego. Lepsze wykorzystanie potencjału gospodarczego zależy od innych elementów polityki gospodarczej, przede wszystkim reform strukturalnych. Reasumując można stwierdzić, że dzięki polityce taniego pieniądza został kupiony czas, którego, niestety, odpowiednio niewykorzystano.

Poważnym problemem jest również podważenie reputacji banków centralnych. Kupując papiery rządowe, pomagają rządowi podtrzymać poziom konsumpcji i inwestycji. Jednak podejmowanie decyzji o interwencjach, pomocy (rynkom i instytucjom) bardzo osłabia wiarygodność banków centralnych, bo te wybory miały i mają konsekwencje redystrybucyjne. W ten sposób banki centralne zostały podporządkowane sferze polityki. Długookresowo ucierpi na tym na pewno wiarygodność Fedu. Ucierpi wiarygodność amerykańskich dłu-

gookresowych celów, czyli poziom inflacji i pełne zatrudnienie. Szczególnie w pierwszej fazie kryzysu Fed został wciągnięty w pewną grę interesów i trudno sobie wyobrazić, że nie będzie to miało wpływu na jego wiarygodność w dłuższym okresie.

Tani pieniądz zachęca instytucje finansowe do poszukiwania większej stopy zwrotów, czyli zachęca do podejmowania większego ryzyka, a więc zwiększa tym samym ryzyko powstawania bąbli na rynku aktywów. Konwencjonalnymi metodami ekonomiści nie są w stanie zidentyfikować tych bąbli, ale one zapewne zaczynają się już rodzić. Zawsze kolejny kryzys jest nie tam, gdzie go oczekujemy. Może już nawet widać załążki kolejnego kryzysu, tylko my ich nie widzimy?

Polityka tak niskich stóp procentowych prowadzi również do redystrybucji dochodów i bogactwa od oszczędzających do zadłużających się.

A efekty dla systemu bankowego? Tak długi okres poluzowania polityki pieniężnej może zachęcić ban-

ki do zbytniego ryzyka, czyli w konsekwencji osłabić ich kondycję i z całą pewnością opóźnić proces naprawy ich bilansów. Od niskich stóp procentowych i poluzowania polityki pieniężnej rynki bardzo łatwo się uzależniają. Uzależnienie z kolei oznacza większy problem z rozpoczęciem odejścia od obecnej polityki poluzowania ilościowego, na przykład coraz częściej wskazuje się na negatywne efekty nawet stopniowego zacieśniania polityki monetarnej, co, oczywiście, jest faktem, ale te efekty będą tym gorsze, im dłużej będzie się zwlekać z wprowadzeniem strategii wyjścia (tabela 1).

## Ryzyko związane ze strategią wyjścia

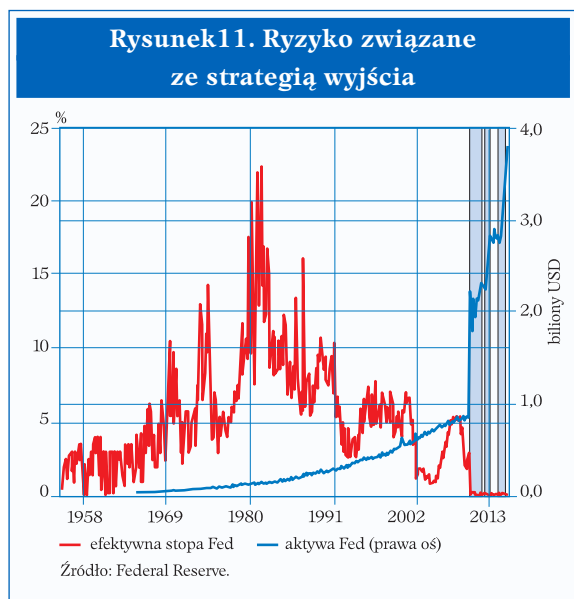
Jeszcze nigdy przez tak długi okres amerykańska stopa procentowa nie była na tak niskim poziomie. I jeszcze nigdy aktywa Fedu nie wzrosły przez 5 lat pięciokrotnie. I z każdym kolejnym miesiącem rosną o kolejne 85 mld USD, bo tyle, co miesiąc, Fed kupuje w ramach QE3.

**Tabela 1. Produkt potencjalny osłabiony przez kryzys na długie lata**

	Przeciętny wzrost w %						Prognoza		
							Przeciętny wzrost w %		
	1950-1973	1974-1981	1982-1990	1991-2001	2002-2012	1950-2012	2013-2018	2019-2023	2013-2023
	<b>Cała gospodarka</b>								
Potencjalne PKB	3,9	3,3	3,1	3,1	2,2	3,3	2,2	2,3	2,2
Potencjalna siła robocza	1,6	2,5	1,6	1,3	0,8	1,5	0,6	0,5	0,5
Potencjalna wydajność pracy	2,3	0,8	1,5	1,8	1,4	1,7	1,6	1,8	1,7

Źródło: Congressional Budget Office.

Oczywiście, w takiej sytuacji bardzo trudno zakomunikować strategię wyjścia. Na czym ona powinna polegać? Na pewno pierwszym krokiem będzie wygaszanie trzeciej rundy poluzowania. Następnie powinien się rozpocząć cykl podwyżek stóp procentowych, stopniowo od 0 do pewnie około 4%. I wreszcie musi się też zacząć stopniowe odchudzenie bilansu Fedu, czyli sprzedaż bądź trzymanie aktywów do zapadalności, co znacznie wydłuży proces normalizacji. Choć ten ostatni krok nie jest konieczny do normalizacji, to jednak trudno sobie wyobrazić, żeby z takim bilansem amerykańskiego banku centralnego polityka monetarna była znormalizowana (rys. 11).



O skali perturbacji, jakie może wywołać strategia wyjścia, świadczy komunikat w sprawie wygaszania QE3 w maju 2013. W maju br. Bernanke tylko wspominał o możliwości początku redukcji tempa zakupów przed końcem tego roku i o zakończeniu QE3 w połowie 2014 r. (kiedy sto-

pa bezrobocia miałyby spaść do 7%), a wywołało to znaczne turbulencje na światowych rynkach finansowych i natychmiast rozpoczął się wzrost stóp (kredytów hipotecznych, co spowodowało spowolnienie na rynku nieruchomości, oraz 10-letnich obligacji). A to była jedynie deklaracja o możliwym spowolnieniu zakupów przez Fed, absolutnie nie była to zapowiedź początku strategii wyjścia. Widać, że rynek jest bardzo wrażliwy, bo się uzależnił. Trudno będzie o wybranie dobrego sposobu zakomunikowania, aby nie dochodziło do perturbacji.

Możliwość redukcji tempa zakupów przez Fed miała również konsekwencje poza granicami Stanów Zjednoczonych, które w dużo większym stopniu dotknęły rynki wschodzące (znaczące zacieśnienie warunków finansowych, odpływ kapitału; co nałożyło się na istniejące już problemy i pogorszyło perspektywy wzrostu) niż gospodarki zaawansowane.

Jakie są warunki powodzenia strategii wyjścia? Kluczowe wydaje się dostrajanie akomodacji monetarnej przez tempo zacieśnienia w reakcji na zmiany w gospodarce. Nie bez znaczenia będzie monitorowanie rynków aktywów celem zapobieżenia powstaniu bąbli oraz pod kątem stabilności. Proces na pewno będzie niezmiernie trudny. Towarzyszyła mu będzie ogromna niepewność i duże prawdopodobieństwo potknięć.

Warto też poświęcić uwagę bezpośredniemu ryzyku związanemu z dwoma najważniejszymi komponentami poluzowania, czyli ryzyku związanemu ze wzrostem stóp procentowych i z odchudzaniem bilansu Fedu.

Normalizując, czyli podwyższając stopy procentowe, trudno będzie tak zaplanować proces, aby idealnie wpasował się w oczekiwania rynku. Nieoczekiwany lub szybszy niż oczekiwany wzrost stóp na pewno wywoła perturbacje na rynkach finansowych. To ryzyko jest nieuniknione. Co najwyżej można starać się je zminimalizować.

Podwyższanie stóp procentowych na pewno spowoduje straty banków na papierach o stałym dochodzie (*fixed income*). Z całą pewnością pogorszy się spłacalność kredytów (szczególnie, jeżeli wzrost stóp będzie konsekwencją wzrostu inflacji). Będziemy też mieli do czynienia z efektami przepływów finansowych do innych krajów, gdzie, z całą pewnością, będą inne cykle zacieśniania (ryzyko destabilizacji). Rynki wschodzące, które są szczególnie wrażliwe na takie nagłe zmiany i przepływy, na pewno nie będą patrzyły obojętnie.

Z kolei ryzyko związane ze sprzedażą aktywów Fedu to przede wszystkim ogromna niepewność, czy ta sprzedaż w ogóle nastąpi. Bank może przecież trzymać w swoim bilansie aktywa aż do końca ich zapadalności. Co prawda, to mało prawdopodobne, ale możliwe. Obecnie nie zaczęło się nawet mówić o sprzedaży aktywów przez Fed, a jedynie o zmniejszeniu tempa zakupu. Skala interwencji Fedu na obu rynkach (*treasuries* oraz MBS) jest tak ogromna, że wycofanie się Fedu na pewno wpłynie znacząco na ich funkcjonowanie. Zatem niepewność co do skali (konieczności/chęci) sprzedaży może wywołać znaczne wahania cen obligacji. Jeżeli sprzedaż nastąpi przed znormalizowaniem sytuacji na rynku, dysfunkcje mogą powrócić (kwestia „uzależnienia”). Przykładowo,

rezygnacja Fedu z zakupu obligacji hipotecznych może doprowadzić do załamania cen i do spadku aktywności rynku, który dzisiaj znowu bardzo dobrze się rozwija i ma duże wzrosty. Konsekwencją zakupu aktywów przez Fed jest wzrost rezerw banków w bilansie Fed. A więc zmniejszeniu poziomu rezerw banków w Fed musi towarzyszyć ożywienie rynku międzybankowego. Jeżeli rezerwy spadną szybciej niż ożywi się rynek, to znowu będą problemy z płynnością i cała gama problemów na rynku finansowym.

## Wnioski

1. Polityka monetarna w Stanach Zjednoczonych po osiągnięciu granicy instrumentów tradycyjnych (*zero lower bound*) zareagowała szybko i była skuteczna w przywróceniu stabilności finansowej i płynności.
2. Późniejsze działania były na pewno skuteczne, bo wsparły popyt, ale rodzą coraz więcej wątpliwości i wiele rodzajów ryzyka.
3. Niepewność długookresowych skutków jest ogromna: ryzyko zaniechania, utraty wiarygodności, problemy redystrybucyjne.
4. Proces normalizacji będzie obciążony wielkim ryzykiem.



# Świat darmowego pieniądza i jego dotychczasowe konsekwencje

## **Pieniądz bez sukcesów w realnej gospodarce, ekonomiści bez sukcesów w interpretacji rzeczywistości**

Zacznę od bilansów banków centralnych największych krajów świata zachodniego, które spęczniały kilkukrotnie, w tym bilans Fedu, który spęczniał prawie pięciokrotnie. Nie jest to, co prawda, równoważnik wzrostu podaży pieniądza, ale niewątpliwie kojarzy się w ten sposób. I dlatego właśnie, obawiając się efektu śnieżnej kuli, czyli procesu kreacji pieniądza, wielu ekonomistów – teoretyków i praktyków – było i jest nadal przekonanych, że świat czeka ostre przyspieszenie inflacji.

Tymczasem, w pięć lat od rozpoczęcia owego „drukowania” pieniądza na niespotykaną wcześniej ska-

łę inflacja pozostaje bardzo niska, więc oczekiwania ekonomistów, wolnorynkowej na ogół orientacji, nie spełniły się. Przez kontrast, wielu ekonomistom keynesowskiej orientacji bardziej groźnym problemem wydaje się deflacja. Takie poglądy wydają się też przeważać m.in. w EBC, gdzie niedawno obniżono stopę referencyjną banku strefy euro z pół do ćwierć procenta. W czterech głównych bankach świata zachodniego stopy procentowe wahają się od 0,05% do 0,5%.

Czyżby więc rację mieli ekonomiści keynesowskiej – czy może szerzej: majsterkowiczowskiej – orientacji? W mojej ocenie, także i oni nie mają się czym pochwalić. Państwo, zarówno w obszarze fiskalnym (tym kierowanym bezpośrednio przez rządy), jak i w obszarze monetarnym (zdominowanym na ogół przez banki centralne) też nie może się pochwalić sukcesami swoich interwencji.

---

Artykuł jest częścią raportu przygotowanego dla Project Syndicate Polska



Weźmy jako przykład „grzesznika nr 1”, czyli Stany Zjednoczone. Gigantyczny fiskalny „stymulus”, rzędu 10% PKB, a w dolarach wynoszący bilion (tyśiąc miliardów dolarów), zafundowany przez administrację prezydenta Obamy w pierwszym roku jego urzędowania, przyniósł wyniki, które należałoby określić jako mizerne. A przecież gigantyczna stymulacja fiskalna wspierana była już wówczas przez Fed niekonwencjonalną polityką darmowego pieniądza.

W następnych latach, do dziś zresztą, wychodzenie z recesji było najwolniejsze od drugiej wojny światowej. Tempo wzrostu PKB od 2010 r. wynosi zaledwie około 2% średniorocznie, a poziom bezrobocia – ciągle wysoki jak na Stany Zjednoczone – obniża się głównie dlatego, że z rynku pracy wycofują się miliony zniechęconych Amerykanów. Kolejne „ułatwienia ilościowe”, jak eufemistycznie określa się różne formy strumienia pieniądza kierowanego do gospodarki, nie są w stanie pobudzić gospodarki do przyspieszenia ślamazarnego, jak dotychczas, wzrostu PKB. Zdominowanie gospodarki przez państwowe działania ucieszyłoby z pewnością np. lorda Skidelskiego, biografa (hagiografa?) Johna Maynarda Keynesa, ale sukcesów ta dominacja jak dotychczas nie przynosi.

W tym miejscu chciałbym zrobić dwie uwagi do powyższych ocen. Pierwsza dotyczy ewidentnie mylnego przekonania, że fakt wyższego w USA tempa wzrostu gospodarczego niż w Europie (odpowiednio 2% i 1% średniorocznie) jest dowodem wyższości amerykańskiej polityki makroekonomicznej. Otóż nic bardziej błędnego. Ci, którzy wyrażają taką opinię, wygodnie zapominają, że od wczesnych lat 80. XX w. do wybuchu „global-

nego kryzysu finansowego” w latach 2007–2008 gospodarka amerykańska rosła szybciej niż gospodarki dużych krajów Zachodniej Europy właśnie o około 1% rocznie. I, jak widać, na razie przynajmniej, tę przewagę utrzymuje. A jest to przewaga uzyskana dzięki prorynkowym reformom za prezydentury Ronalda Reagana.

Druga uwaga dotyczy krytyki polityki monetarnej Fedu (i innych banków centralnych też) z perspektywy różnic między kanałami transmisji pieniądza. Niektórzy ekonomiści monetarystycznej orientacji (Tim Congdon, Steve Hanke, Deepak Lal i inni) zwracają uwagę na dysproporcje między podażą tzw. pieniądza wielkiej mocy (*high powered money* – M0), na który silny wpływ ma bank centralny a szerszymi miarami pieniądza (M2, M3), lepiej odzwierciedlającymi podaż pieniądza w gospodarce. Otóż, podkreślają owi krytycy, o ile pieniądź wielkiej mocy szybko rośnie, o tyle pieniądź dopływający do gospodarki rośnie bardzo powoli albo wcale. Mnożnik wywołany kreacją pieniądza niemal nie istnieje, ponieważ banki – nie udzielając prawie wcale kredytów – nie kreują owego pieniądza. Od kilku lat pieniądź w bardzo niewielkim stopniu dociera do realnej gospodarki; jego przyrost jest minimalny.

## **Skąd biorą się przyczyny obecnej słabej dynamiki gospodarczej Zachodu**

Wspomniani wyżej monetaryści wskazują na „techniczne”, czy też metodologiczne problemy polityki monetarnej i zapewne mają sporo racji. Jednak, moim zdaniem, przyczyny są znacznie głębsze. Do-

tyczą one nie tylko polityki monetarnej i jej bezpośrednich efektów, lecz przede wszystkim fundamentów instytucjonalnych czy systemowych i wynikającej z nich polityki. Wśród takich fundamentów jest też komponent ulotny, trudny do zdefiniowania, jakim jest przekonanie uczestników życia gospodarczego, że reguły instytucjonalne nie ulegną radykalnej zmianie w dającej się przewidzieć przyszłości.

Patrząc z tej perspektywy, najważniejszym komponentem jest trwały klimat polityczno-ekonomicznej niepewności. W wielu krajach przedsiębiorcy i inwestorzy znajdują się pod presją populistycznych polityków, którzy posługując się chwytliwymi hasłami chcą dobrać się do ich dochodów. Zaczę od USA, gdzie prezydent Obama od lat powtarza slogan o tym, że miliarderzy i milionerzy powinni wpłacać przyzwoitą (*fair*) część swoich dochodów fiskusowi, czyli na wspólne potrzeby.

Tyle że – co warto przypomnieć – w pierwszej wersji przedłożonej amerykańskiemu Kongresowi owi miliarderzy i milionerzy, to mieli być ludzie, których dochody przekraczały 200 tys. dol (a w przypadku małżeństwa 250 tys. dol) rocznie. Czyli wszyscy średni przedsiębiorcy, a nawet spora część małych! Pamiętajmy przy tym, że już od wielu lat 20% osób pracujących o najwyższych dochodach odprowadza amerykańskiemu fiskusowi ponad 80% całości przychodów z podatku PIT. Ile więcej można jeszcze „wycisnąć” z tych ludzi?

Ameryka nie jest wyjątkiem. Wykładałem na niemieckim uniwersytecie przez lat dziesięć i tam 25% podatników o najwyższych dochodach wносило 75% całości przychodów niemieckiego fiskusa. A co z no-

wym progiem podatkowym rzędu 75% dla francuskich milionerów? Piszę tu tylko o tym, co jest, a nie o pomysłach rozmaitych „oburzonych”, czy raczej odurzonych, w różnych krajach zachodnich.

Niepewność co do poziomu dochodów netto (po opodatkowaniu), to jedna strona niepewności. Ale ci sami przedsiębiorcy stoją przed inną barierą – niepewności co do trwałego wzrostu popytu w dającej się przewidzieć przyszłości. Nie widzą powszechnie oczekiwanych efektów ani ultraekspansywnej polityki monetarnej, ani ekspansywnej w USA i niektórych innych krajach polityki fiskalnej. Nie inwestują więc, bo ten niewielki wzrost popytu, jaki występuje i jakiego oczekują, są w stanie zaspokoić w ramach obecnie posiadanych mocy wytwórczych i zatrudnienia.

Interesującym aspektem rozważań o komponentach świata darmowego pieniądza jest powszechne – zwłaszcza wśród rządzących polityków, ale także chmary rozmaitych komentatorów – przekonanie, że banki nie pożyczają pieniędzy i dlatego gospodarka tak kużytki, zamiast rwać do przodu. Najpierw warto przypomnieć dość oczywistą prawdę, że banki, na które nakłada się kosztowne regulacje i wymusza zwiększanie kapitału stanowiącego zabezpieczenie na wypadek popadnięcia w kłopoty z wypłacalnością, siłą rzeczy są mniej skłonne do udzielania kredytów.

Przykładów nie brakuje. Np. brytyjski program finansowania małych i średnich przedsiębiorstw (*Funding for Lending Scheme – FLS*), na który Bank Anglii przeznaczył 80 mld funtów. Program nie przyczynił się do pobudzenia akcji kredytowej. Mimo obniżenia kosztów kredytów (1,25% rocznie), pro-

gram został wykorzystany w mniej niż jednej czwartej. A w Stanach w latach 2008–2012 kredyty dla prywatnego sektora gospodarki wzrosły łącznie w całym tym okresie o 0,8% (dla publicznego wzrosły o 58%).

Ważniejsze jest jednak co innego niż – niebudząca mojego zdziwienia – niska skłonność banków do udzielania kredytów. Z tego, co napisano wyżej wynika wyraźnie, że problem słabego (lub żadnego!) wzrostu skali kredytów inwestycyjnych dla firm jest w pierwszej kolejności problemem p o p y t o w y m , a nie podaźowym. Wysoki poziom niepewności postrzegany przez przedsiębiorców – i nie tylko przez nich – tak po stronie perspektywy ich dochodów po opodatkowaniu, jak i perspektyw prowadzonych przez nich przedsięwzięciach nie skłania do zaciągania kredytów inwestycyjnych. Nawet jeśli ich oprocentowanie jest najniższe w historii. Firmy bowiem nie pożyczają pieniędzy dlatego, że pieniądze są tanie, lecz po to, by je pomnożyć. Gdy takich perspektyw nie ma, nie biorą też kredytów.

## Gdzie podziały się darmowe pieniądze?

Pieniądze te trafiają do sektora finansowego i w dużym stopniu w tym sektorze pozostają. Stąd właśnie bierze się szokująca różnica między dynamiką kredytów dla sektora przedsiębiorstw, które prawie nie rosną, a np. dynamiką indeksów giełdowych. W Stanach Zjednoczonych kredyty dla firm w ciągu czterech lat nie wzrosły (przypominam: wzrost łączny 0,8%), a indeksy giełdowe więcej niż podwoiły się. Do tego można dodać jeszcze – wynikające ze strachu przed niepewną przyszłością – zakupy ob-

ligacji skarbowych, mimo ich bardzo niskiego czy wręcz ujemnego realnego oprocentowania. Inne operacje finansowe, jak obroty kontraktami surowcowymi też absorbują część przelewającego się przez rynki finansowe pieniądza.

Warto zwrócić uwagę na społeczne aspekty darmowego pieniądza. Prywatne fundusze emerytalne i fundusze inwestycyjne, w które przyszli emeryci inwestują swoje pieniądze, borykają się w wyniku polityki darmowego pieniądza z ogromnymi problemami. Większość zainwestowanych pieniędzy przyniesie bowiem, w dłuższej perspektywie po uwzględnieniu inflacji, realne straty. Już dzisiaj – jak podaje *Financial Times* – niektóre holenderskie fundusze emerytalne informują swoich klientów, że ich emerytury będą niższe niż prognozowano jeszcze kilka lat temu.

Wpływa na to nie tylko darmowy pieniądz dziś, ale także bardzo niskie oprocentowanie obligacji długookresowych, które jest następstwem polityki Fedu dążącej do obniżenia przyszłych kosztów spłaty długu publicznego za pośrednictwem podaży nowych, bardzo niskooprocentowanych obligacji. Trudno więc dziwić się, że niemiecki filozof Peter Sloterdijk nazwał politykę finansową państw „grabieżą przyszłości przez teraźniejszość”. Za dzisiejsze stymulacje fiskalne i politykę monetarną zapłacą m.in. przyszli emeryci.

Jeszcze jeden aspekt polityki darmowego pieniądza wart jest podkreślenia. Tzw. ułatwienia ilościowe obejmują w USA comiesięczne zakupy za 85 mld dol. dwóch rodzajów obligacji: papierów skarbu państwa oraz obligacji zabezpieczonych spłatami kredytów hipotecznych. Te ostatnie mogą pośrednio docierać do realnej gospodarki. Banki amery-

kańskie, które straciły bilion (tysiąc miliardów) dolarów w związku z pęknięciem bańki na rynku mieszkaniowym, chętnie odsprzedają te obligacje zabezpieczane kredytami mieszkaniowymi o wątpliwej często spłacalności. I są gotowe, w następstwie zasilenia pieniądzem z Fedu, do udzielania kolejnych kredytów mieszkaniowych.

Tylko że efekty tej gotowości, która przemienia się w rzeczywistość, bo kredyty hipoteczne rosną, niekoniecznie pomogą gospodarce. Pamiętajmy, że po te kredyty sięga młodsza, umiarkowanie zarabiająca część amerykańskiej klasy średniej. Ci ludzie dziś zarabiają w wymiarze realnym ponad 5% mniej niż zarabiali przed kryzysem. Ich wiarygodność kredytowa jest niższa niż była przed pęknięciem bańki na rynku mieszkaniowym. Historia może się więc powtórzyć. Tym bardziej że standardy na rynku kredytów hipotecznych nie stały się wyraźnie bezpieczniejsze.

Ta koncentracja efektów w sektorze finansowym budzi we mnie pewną, sceptyczną refleksję. Propaganda polityków skutecznie przekonała większość społeczeństw zachodnich, że to chciwi bankierzy spowodowali wielki kryzys finansowy, a nie mało odpowiedzialna polityka władz publicznych. Zapowiadano w różnych krajach, jak to należy ukarać bankierów, włącznie z urzędowym ograniczaniem ich zarobków. Tymczasem po kilku latach kryzysu okazuje się, że je d y n y sektor, który coś zyskał przez ten czas, to właśnie sektor finansowy. Prawie wszyscy inni ponieśli straty. Z czego należy wysnuć wniosek, że państwo, niezależnie od tego, czy chce pomóc, czy też „dokopać” jest jednakowo nieudolne...



# Z e s z y t y B R E - C A S E

Zeszyty BRE-CASE dostępne są na stronie internetowej: <http://www.case-research.eu/pl/publications/list/?series=48>

1	Absorpcja kredytów i pomocy zagranicznej w Polsce w latach 1989-1992
2	Absorpcja zagranicznych kredytów inwestycyjnych w Polsce z perspektywy pożyczkodawców i pożyczkobiorców
3	Rozliczenia dewizowe z Rosją i innymi republikami b. ZSRR. Stan obecny i perspektywy
4	Rynkowe mechanizmy racjonalizacji użytkowania energii
5	Restrukturyzacja finansowa polskich przedsiębiorstw i banków
6	Sposoby finansowania inwestycji w telekomunikacji
7	Informacje o bankach. Możliwości zastosowania ratingu
8	Gospodarka Polski w latach 1990 – 92. Pomiary a rzeczywistość
9	Restrukturyzacja finansowa przedsiębiorstw i banków
10	Wycena ryzyka finansowego
11	Majątek trwały jako zabezpieczenie kredytowe
12	Polska droga restrukturyzacji złych kredytów
13	Prywatyzacja sektora bankowego w Polsce - stan obecny i perspektywy
14	Etyka biznesu
15	Perspektywy bankowości inwestycyjnej w Polsce
16	Restrukturyzacja finansowa przedsiębiorstw i portfeli trudnych kredytów banków komercyjnych (podsumowanie skutków ustawy o restrukturyzacji)
17	Fundusze inwestycyjne jako instrument kreowania rynku finansowego w Polsce
18	Dług publiczny
19	Papiery wartościowe i derywaty. Procesy sekurytyzacji
20	Obrót wierzytelnościami
21	Rynek finansowy i kapitałowy w Polsce a regulacje Unii Europejskiej
22	Nadzór właścicielski i nadzór bankowy
23	Sanacja banków
24	Banki zagraniczne w Polsce a konkurencja w sektorze finansowym
25	Finansowanie projektów ekologicznych
26	Instrumenty dłużne na polskim rynku
27	Obligacje gmin
28	Sposoby zabezpieczania się przed ryzykiem niewypłacalności kontrahentów
	Wydanie specjalne Jak dokończyć prywatyzację banków w Polsce
29	Jak rozwiązać problem finansowania budownictwa mieszkaniowego
30	Scenariusze rozwoju sektora bankowego w Polsce
31	Mieszkalnictwo jako problem lokalny
32	Doświadczenia w restrukturyzacji i prywatyzacji przedsiębiorstw w krajach Europy Środkowej
33	(nie ukazał się)
34	Rynek inwestycji energooszczędnych
35	Globalizacja rynków finansowych
36	Kryzysy na rynkach finansowych – skutki dla gospodarki polskiej
37	Przygotowanie polskiego systemu bankowego do liberalizacji rynków kapitałowych
38	Docelowy model bankowości spółdzielczej
39	Czy komercyjna instytucja finansowa może skutecznie realizować politykę gospodarczą państwa?
40	Perspektywy gospodarki światowej i polskiej po kryzysie rosyjskim
41	Jaka reforma podatkowa jest potrzebna dla szybkiego wzrostu gospodarczego?
42	Fundusze inwestycyjne na polskim rynku – znaczenie i tendencje rozwoju
43	Strategia walki z korupcją – teoria i praktyka
44	Kiedy koniec złotego?
45	Fuzje i przejęcia bankowe
46	Budżet 2000
47	Perspektywy gospodarki rosyjskiej po kryzysie i wyborach
48	Znaczenie kapitału zagranicznego dla polskiej gospodarki
49	Pierwszy rok sfery euro – doświadczenia i perspektywy
50	Finansowanie dużych przedsięwzięć o strategicznym znaczeniu dla polskiej gospodarki
51	Finansowanie budownictwa mieszkaniowego
52	Rozwój i restrukturyzacja sektora bankowego w Polsce – doświadczenia 11 lat
53	Dlaczego Niemcy boją się rozszerzenia strefy euro?
54	Doświadczenia i perspektywy rozwoju sektora finansowego w Europie Środkowo-Wschodniej
55	Portugalskie doświadczenia w restrukturyzacji i prywatyzacji banków
56	Czy warto liczyć inflację bazową?
57	Nowy system emerytalny w Polsce – wpływ na krótko- i długoterminowe perspektywy gospodarki i rynków finansowych
58	Wpływ światowej recesji na polską gospodarkę
59	Strategia bezpośrednich celów inflacyjnych w Ameryce Łacińskiej
59/a	Reformy gospodarcze w Ameryce Łacińskiej
60	(nie ukazał się)
61	Stan sektora bankowego w gospodarkach wschodzących – znaczenie prywatyzacji
62	Rola inwestycji zagranicznych w gospodarce
63	Rola sektora nieruchomości w wydajnej realokacji zasobów przestrzennych

# Z e s z y t y B R E - C A S E

64	Przyszłość warszawskiej Giełdy Papierów Wartościowych
65	Stan finansów publicznych w Polsce – konieczność reformy
66	Polska w Unii Europejskiej. Jaki wzrost gospodarczy?
67	Wpływ sytuacji gospodarczej Niemiec na polską gospodarkę
68	Konkurencyjność reform podatkowych – Polska na tle innych krajów
69	Konsekwencje przystąpienia Chin do WTO dla krajów sąsiednich
70	Koszty spowolnienia prywatyzacji w Polsce
71	Polski sektor bankowy po wejściu Polski do Unii Europejskiej
72	Reforma procesu stanowienia prawa
73	Elastyczny rynek pracy w Polsce. Jak sprostać temu wyzwaniu?
74	Problem inwestycji zagranicznych w funduszu emerytalnym
75	Funkcjonowanie Unii Gospodarczej i Walutowej
76	Konkurencyjność sektora bankowego po wejściu Polski do Unii Europejskiej
77	Zmiany w systemie polityki monetarnej na drodze do euro
78	Elastyczność krajowego sektora bankowego w finansowaniu MSP
79	Czy sektor bankowy w Polsce jest innowacyjny?
80	Integracja europejskiego rynku finansowego – Zmiana roli banków krajowych
81	Absorpcja funduszy strukturalnych
82	Sekurytyzacja aktywów bankowych
83	Jakie reformy są potrzebne Polsce?
84	Obligacje komunalne w Polsce
85	Perspektywy wejścia Polski do strefy euro
86	Ryzyko inwestycyjne Polski
87	Elastyczność i sprawność rynku pracy
88	Bułgaria i Rumunia w Unii Europejskiej – Szansa czy konkurencja dla Polski?
89	Przedsiębiorstwa sektora prywatnego i publicznego w Polsce (1999–2005)
90	SEPA – bankowa rewolucja
91	Energetyka-polityka-ekonomia
92	Ryzyko rynku nieruchomości
93	Wyzwania dla wzrostu gospodarczego Chin
94	Reforma finansów publicznych w Polsce
95	Inflacja – czy mamy nowy problem?
96	Zaburzenia na światowych rynkach a sektor finansowy w Polsce
97	Stan finansów ochrony zdrowia
98	NUK - Nowa Umowa Kapitałowa
99	Rozwój bankowości transgranicznej a konkurencyjność sektora bankowego w Polsce
100	Kryzys finansowy i przyszłość systemu finansowego
101	Działalność antykryzysowa banków centralnych
102	Jak z powodzeniem wejść do strefy euro
103	Integracja rynku finansowego po pięciu latach członkostwa Polski w Unii Europejskiej
104	Nowe wyzwania w zarządzaniu bankami w czasie kryzysu
105	Credit crunch w Polsce?
106	System emerytalny. Finanse publiczne. Długookresowe cele społeczne
107	Finanse publiczne w krajach UE. Jak posprzątać po kryzysie (cz. 1)
108	Finanse publiczne w krajach UE. Jak posprzątać po kryzysie (cz. 2)
109	Kryzys finansowy – Zmiany w regulacji i nadzorze nad bankami
110	Kryzys fiskalny w Europie – Strategie wyjścia
111	Banki centralne w zarządzaniu kryzysem finansowym – Strategie wyjścia
112	Gospodarka niskoemisyjna – czy potrzebny jest Plan Marshalla?
113	Reformy emerytalne w Polsce i na świecie widziane z Paryża
114	Dostosowanie fiskalne w Polsce w świetle konstytucyjnych i ustawowych progów ostrożnościowych
115	Strefa euro – kryzys i drogi wyjścia
116	Zróżnicowanie polityki fiskalnej w trakcie kryzysu lat 2007–2009 i po kryzysie116.
117	Perspektywy polskiej gospodarki w latach 2012–2013
118	Problemy fiskalne w czasach malejącego popytu i obaw o wysokość długu publicznego
119	Kondycja banków w Europie i Polsce. Czy problemy finansowe inwestorów strategicznych wpłyną na zaostrzenie polityki kredytowej w spółkach-córkach w Polsce
120	Zmiany regulacji a rozwój sektora bankowego
121	Scenariusze energetyczne dla Polski
122	Dlaczego nie wolno dopuścić do rozpadu strefy euro
123	Unia bankowa – skutki dla UE, strefy euro i dla Polski
124	Procedura restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji banku– doświadczenia światowe, rozwiązania dla UE i dla Polski
125	Ład korporacyjny w bankach po kryzysie
126	Sektor bankowy w Europie. Co zmienił kryzys?
127	<i>Austerity Revisited</i> , czyli ponownie o zacieśnieniu fiskalnym
129	Długofalowe skutki polityki niskich stóp i poluzowania polityki pieniężnej