

LESZEK BALCEROWICZ I ANDRZEJ RZOŃCA

# Erupcja polityki popytowej zagroza rozwojowi<sup>1</sup>



---

<sup>1</sup> Autorzy dziękują za wnikliwe uwagi do wcześniejszej wersji tekstu Piotrowi Ciżkowiczowi, Sławomirowi Dudkowi, Dariuszowi Filarowi, Witoldowi Gadomskiemu, Stanisławowi Gomułce, Januszowi Jankowiakowi, Aleksandrowi Łaszkwowi, Arkadiuszowi Sieronowi, Rafałowi Trzeciakowskiemu i Marcinowi Zielińskiemu.

**D**la wszystkich krajów, ale szczególnie biedniejszych, najważniejsze jest tworzenie dobrych warunków dla długofalowego wzrostu gospodarki. W tym miejscu trzeba przypomnieć fundamentalne rozróżnienie między stroną podaży i stroną popytu w gospodarce. Tę pierwszą tworzą producenci, którzy łącznie odpowiadają za zdolność wytwórczą społeczeństwa i – w efekcie – za jego siłę nabywczą (która zależy od tego, ile dane społeczeństwo wytwarza). Tę drugą – nabywcy, którzy określają łączne wydatki w kraju. Strona podaży zależy w kluczowy sposób od kształtu ustroju. Porównajmy Koreę Południową i Koreę Północną albo wschodnie i zachodnie Niemcy przed zjednoczeniem. Nie istnieje taka polityka popytowa, tj. zwiększania przez rządzących ilości pieniądza w gospodarce, która byłaby w stanie skompensować skutki złego ustroju deformującego stronę popytową gospodarki. Co gorsza, niektóre formy polityki popytowej szkodzą wzrostowi gospodarki, który to temat poruszymy jeszcze później. Tymczasem radykalni „popytowcy” zachowują się tak, jak gdyby samo pompowanie do gospodarki przez państwo rosnących mas pieniądza wystarczyło do trwałego zapewnienia szybszego wzrostu gospodarki i – w efekcie – wyższego dobrobytu ludności.

Bardziej umiarkowani „popytowcy” nie podpisaliby się pod taką tezą. Uznają oni – zgodnie z empirycznie ugruntowanym poglądem – że wzrost gospodarczy wynika głównie z inwestycji w innowacje i w kapitał ludzki, co z kolei zależy od systemu instytucjonalnego kraju. Wzrost ten generuje popyt na pieniądź, który trzeba tak zaspokajać, by nie rodził inflacji. Umiarkowani „popytowcy” uzasadniają intensyfikację polityki popytowej następującym schematem: normalna polityka gospodarcza pasuje do normalnych czasów, decyduje o trendzie wzrostu gospodarczego, ale nadzwyczajne sytuacje, czyli odstępstwa od trendu, wymagają działań nadzwyczajnych, zwiększających popyt w okresie złej koniunktury i obniżających popyt w okresie wyjątkowo dobrej koniunktury.

Ten schemat zawiera ziarno prawdy, ale wymaga dobrej odpowiedzi na zasadnicze pytania:

- Według jakich kryteriów oddziela się sytuacje normalne od nadzwyczajnych? Czy wcześniejsza nadzwyczajna polityka pobudzania popytu nie będzie prowadzić do skutków, które wywołują następne fale interwencjonizmu? Czy taka polityka nie uruchamia procesu destabilizacyjnego, tj. zwiększającego wahania aktywności gospodarczego wokół trendu? Przecież pod hasłem polityki antycyklicznej wiele rządów prowadziło w praktyce procykliczną politykę: zwiększały one wydatki budżetowe i dług publiczny w okresie słabej koniunktury, ale nie ograniczały go dostatecznie w czasie gospodarczego boomu.
- Czy nadzwyczajne środki wprowadzone w nadzwyczajnej sytuacji nie utrwalą się? Tak np. stało się z niekonwencjonalną polityką pieniężną (ang. *Unconventional Monetary Policy* – UMP), prowadzoną przez banki centralne Zachodu. Polega ona na obniżeniu stóp procentowych niemal do zera (albo nawet poniżej) i radykalnym zwiększeniu emisji pieniądza wynikającej z zakupów papierów wartościowych, w tym obligacji skarbowych. Miała być ona prowadzona tylko przez krótki czas, zaraz po wybuchu globalnego kryzysu finansowego w 2008 roku, a dotrwała do epidemii COVID-19 w 2020 roku, kiedy została użyta na jeszcze większą skalę. Wiele wskazuje, że UMP prowadziła do skutków, które później były wykorzystywane przez jej zwolenników jako jej uzasadnienie. Temat ten poruszymy w dalszej części artykułu.
- Wreszcie, nawet jeśli nie ma wątpliwości – jak w przypadku obecnej epidemii – że zaistniała nadzwyczajna sytuacja, to problem się nie kończy. Początkowe oceny sytuacji nadzwyczajnej mogą się zmienić. Tak np. w Polsce w 2020 roku ogromne rozmiary pierwszej tzw. tarczy antykryzysowej wynikały prawdopodobnie w dużym stopniu z tego, że nie

uwzględniano ryzyka pojawienia się drugiej fali COVID-19. Jednak po jednym wstrząsie może nastąpić kolejny. Podstawowe pytanie nie brzmi więc: czy zastosować jakieś środki nadzwyczajne? Trzeba się zapytać: jaki ma być ich charakter i doza? Nie można poważnie traktować popularnych sloganów typu: jak jest pożar, to lejemy jak najwięcej wody. To są nietrafne metafory, które zniechęcają do oceny całościowych, w tym dotyczących długofalowych skutków interwencji. Lekarze, którzy postępowaliby wg tej „strażackiej” metafory i nie przejmowali się, jaką dozę lekarstw ordynują swoim pacjentom, straciliby pracę i trafiliby pod sąd. Ale taka metafora jest podstawą do wypowiedzi wielu ekonomistów, nie mówiąc już o politykach i publicystach.

\*\*\*

Sukces polskiej transformacji miał swoje źródło w tym, że nie opierała się ona na ślepych lub chaotycznym czerpaniu z doświadczenia krajów Zachodu, lecz na wykorzystywaniu tych elementów, które – w świetle historycznych i ekonomicznych analiz – sprawdziły się i są szczególnie przydatne dla krajów, które chcą nadrobić stracony czas. Owe elementy to: państwo prawa, gospodarka oparta na własności prywatnej i rynkowej rywalizacji, zdrowe finanse publiczne, system podatkowy, który nie zniechęca do pracy, inwestowania i oszczędzania, stabilny i efektywny sektor finansowy itp. W doświadczeniach niektórych krajów Zachodu nie brak jednak takich, których trzeba unikać, np. rynki skrępowane antykonkurencyjnymi regulacjami, epizody wysokiej inflacji, zdeformowane finanse publiczne i sektor finansowy. Do niedawna udawało nam się korzystać z dobrych, a unikać złych doświadczeń Zachodu. To się zasadniczo zmieniło od 2016 roku pod rządami PiS, które uderzyły w państwo prawa, uruchomiły nacjonalizacje w sektorze bankowym i energetycznym, a w tym roku przeszły do radykalnie ekspansywnej polityki monetarnej i fiskalnej. Trzeba pamiętać, że praktyki, które mogą się wydawać nieszkodliwe dla wielkich krajów, jak USA, mogą okazać się niebezpieczne dla państw o dużo mniejszej makroekonomicznej wiarygodności i nieposiadających waluty o zasięgu światowym (Dąbrowski 2020).

Powyższa uwaga z pewnością dotyczy UMP, którą w sposób agresywny zastosował w 2020 roku NBP. Obniżył on gwałtownie stopy procentowe niemal do zera i po raz pierwszy od 30 lat przystąpił do radykalnego drukowania pieniądza dla sfinansowania ogromnie zwiększonego deficytu finansów publicznych. UMP od prawie trzydziestu lat prowadzona jest w Japonii, a od ponad dziesięciu lat w USA i w strefie euro. Nie sposób jednak porównywać rozmiarów i stabilności tych gospodarek z gospodarką polską.

---

### **Błędy banków centralnych**

---

Trzeba podkreślić, że wbrew wypowiedziom zwolenników UMP nie jest ona darmowym obiadem nawet w gospodarkach wysoko rozwiniętych, tyle że jej szkodliwe efekty uboczne były dotąd zwykle pomijane przez banki centralne Zachodu i związanych z nimi ekonomistów. Wskazywało na nie jednak wielu badaczy jak Viral Acharya (*et al.* 2018), Ryan Banerjee i Boris Hofmann (2018), Claudio Borio (2011, 2016), Charles Calomiris (2017), Allan Meltzer (2014a, 2014b, 2015), Raghuram Rajan (2013), Andrzej Rzońca (2014) czy John B. Taylor (2014, 2017, 2018).

Owe szkody dotyczą w szczególności kluczowej dla długofalowego wzrostu strony podaźowej gospodarki. Po pierwsze, przy stopach procentowych bliskich zera, bankom komer-

cyjnym nie opłaca się rozwijać akcji kredytowej (Borio et al. 2017). Opłaca się im natomiast odnawiać kredyty dla nieefektywnych firm, bo nie muszą wtedy wykazywać, że kredyty te są nie do odzyskania (Peek i Rosengren 2005). Odpisanie ich w straty zmuszałoby banki do zabiegania u inwestorów o dodatkowy kapitał wymagany przez regulatora, a obecnie nie są one w stanie zapewnić im wystarczających zysków. Kredytowa kroplówka dla nieefektywnych firm prowadzi do rosnącej „zombiefikacji” gospodarki. Dużo mniej przedsiębiorstw wychodzi z rynku. Taki stan rzeczy utrudnia jednak nowym podmiotom wejście na rynek. Mają one bowiem mniejsze szanse na przejęcie istniejącego majątku produkcyjnego, który w całości jest uwięziony w od dawna działających firmach. Muszą więc kupować zupełnie nowe maszyny, jak również przyciągać pracowników z już działających firm. I jedno, i drugie jest kosztowne (Caballero et al. 2008). Na wielkie z perspektywy innowacyjności gospodarki znaczenie przesuwania zasobów od mniej do bardziej efektywnych firm („kreatywna destrukcja”) zwracał uwagę w 1913 roku Schumpeter (1960). Mniej wejść i wyjść zwiększa znaczenie innowacji we wcześniej powstałych firmach, ale nie są one w stanie skompensować negatywnych skutków zombiefikacji dla innowacyjności gospodarki. Innowacje są zwykle wprowadzane albo przez nowe podmioty, albo pod presją konkurencyjną z ich strony (Jovanovic i Rousseau 2005, s. 1200-1202). Zombiefikacja jest formą miękkiego ograniczenia budżetowego (Kornai 1980), które osłabia rynkową konkurencję, co sprawia, że obecnym na rynku firmom innowacje są mniej potrzebne.

Z badań nad zombiefikacją wynika, że odsetek firm-zombie w krajach wysoko rozwiniętych jest teraz około czterokrotnie wyższy niż w latach osiemdziesiątych XX wieku i odpowiada za około połowę spadku dynamiki produktywności w ostatnim okresie (Banerjee i Hofmann 2020). Zombiefikacja postępuje wszędzie tam, gdzie prowadzona jest UMP. Przykładowo na północy Europy, w Finlandii, problem ten jest prawie równie poważny co na południu, w Hiszpanii (Rzońca i Parosa 2020)<sup>2</sup>. Nie ma on, co prawda, wpływu na wzrost produktywności w najbardziej wydajnych firmach. Ale pogłębia przepaść między tymi firmami a resztą gospodarki. Na skutek zmniejszenia wejść i osłabienia konkurencji spowalnia bowiem proces rozprzestrzenienia się najbardziej efektywnych technik produkcji (Andrews et al. 2016).

Po drugie, politycy, a zwłaszcza ci o populistycznym nastawieniu, w krajach, które potrzebują reform, by wyprowadzić gospodarkę ze stagnacji, będą je odsuwać, by nie narażać się rozmaitym grupom, jeśli mogą liczyć na tanie finansowanie z banku centralnego. Ale bez reform istotna poprawa sytuacji gospodarczej nie może nastąpić, bo jest hamowana m.in. przez firmy-zombie i inne bariery jak np. antyrynkowe regulacje rozmaitych sektorów, zdeformowany system podatkowy, nadmierną lub chaotyczną legislację i jej egzekwowanie. Istnieje wiele badań empirycznych potwierdzających, że możliwość taniego finansowania wydatków państwa opóźnia niezbędne reformy (np. Easterly 2001; Svensson 2000; Vamvakidis 2007). Opóźnienie to często jest przy tym na tyle duże, że prowadzi do kryzysu. Dopiero odcięcie od finansowania wymusza na rządzących wprowadzenie reform (zob. np. Bruno i Easterly 1996; Drazen i Easterly 2001; Pitlik i Wirth 2003).

\*\*\*

Wieloletnia UMP, osłabiając stronę podażową gospodarki, działa w kierunku obniżania długofalowego wzrostu, a to z kolei tworzy w oczach banków centralnych uzasadnienie dla kontynuacji tej polityki<sup>3</sup>. Wzrost gospodarczy wpływa bowiem na tzw. naturalną sto-

2 Jakkolwiek wciąż niewiele jest badań empirycznych wiążących zombiefikację z UMP (zob. np. Acharya et al. 2018; Banerjee i Hofmann 2018).

3 Na przykład Yellen (2017) podkreślała: „Bardziej długoterminowy trend – wolny wzrost produktywności – pomaga wyjaśnić, dlaczego nie sądzimy, żeby nagłe podwyżki stopy procentowej były wymagane do przesunięcia stopy funduszy

pą procentową. Koncepcję naturalnej stopy procentowej wprowadził w 1896 roku wybitny szwedzki ekonomista Knut Wicksell. Według jego teorii, przyjętej później przez różne szkoły w ekonomii, spadkowi owej stopy powinno towarzyszyć obniżenie stóp rynkowych (znajdujących się współcześnie pod wpływem banków centralnych), gdyż w przeciwnym razie gospodarce groziłoby załamanie popytu i cen. Naturalna stopa procentowa wyznacza poziom stóp zapewniający gospodarce równowagę: stabilność cen i pełne zatrudnienie. Jest to poziom, przy którym gospodarka ani nie przyspiesza, ani nie hamuje, tylko rośnie w swoim długofalowym tempie.

Z używaniem spadku naturalnej stopy procentowej jako uzasadnienia dla wieloletniego prowadzenia UMP wiążą się jednak dwa poważne problemy. Po pierwsze, owa stopa jest teoretycznym konstruktem, który ma różne oszacowania. Oszacowania te mogą być obarczone dużym błędem. Generalnie bezkrytyczne bazowanie w polityce pieniężnej na szacunkach nieobserwowalnych wielkości grozi kosztownymi błędami, jak już nieraz się zdarzało (zob. Orphanides 2003; Orphanides i Norden 2002). W końcu do samego globalnego kryzysu finansowego, który uruchomił UMP, przyczyniła się taka błędna polityka. Ex post można oceniać, że np. w Stanach Zjednoczonych w latach 2002–2006 stopa procentowa była przeciętnie o około 2,5 pkt proc. niższa od wynikającej z reguły Taylora, której jednym ze składników jest luka popytowa, inna z nieobserwowanych zmiennych mających istotny wpływ na decyzje w polityce pieniężnej. Tymczasem np. Bernanke (2010) podkreśla, że gdyby bazować na informacjach dostępnych w latach 2003–2005, to nie było w tamtym okresie różnicy między faktyczną stopą procentową a stopą wynikającą z reguły Taylora.

Po drugie, jeśli rzeczywiście doszło do obniżenia naturalnej stopy procentowej, to w dużej mierze wskutek polityki samych banków centralnych i poprzez ich wpływ na stronę podaźową gospodarki, co banki te pomijają. Osłabienie długofalowego wzrostu odpowiadało za większość wychwyconego spadku naturalnej stopy procentowej w Stanach Zjednoczonych oraz za ponad połowę w strefie euro (Holston *et al.* 2017)<sup>4</sup>. Owo osłabienie wzrostu wynikało ze starzenia się ludności w krajach wysoko rozwiniętych oraz spowolnienia wzrostu produktywności. To drugie źródło można jednak wiązać z UMP<sup>5</sup>. Na przykład Yellen (2017), w latach 2014–2018 przewodnicząca Rady Gubernatorów Systemu Rezerwy Federalnej (czyli szefowa amerykańskiego banku centralnego), wymienia wśród przyczyn osłabienia wzrostu produktywności wolniejszy postęp techniczny i jego rozprzestrzenianie się w gospodarce na przestrzeni ostatniej dekady, ustabilizowanie się wskaźników wykształcenia po ich szybkiej poprawie w poprzednich pokoleniach oraz dramatyczne spowolnienie powstawania nowych firm, które często są bardziej innowacyjne od istniejących od dawna przedsiębiorstw. Żadnego z tych czynników nie łączy ona z UMP. Tymczasem tylko jeden z nich (wskaźniki wykształcenia) znajduje się poza jej wpływem.

Oczywiście teoretycznie możliwa jest sytuacja, gdy UMP, w tym w szczególności stopy procentowe bliskie zera skłaniają ludzi do podejmowania większego ryzyka w poszukiwaniu zysku z kapitału, co mogłoby ułatwiać pozyskanie finansowania przez start-upy, które są

---

federalnych [główniej stopy procentowej Rezerwy Federalnej] z powrotem do neutralnego poziomu”.

4 Przyczyniły się do niego także tzw. czynniki globalne. Nie są one dokładnie identyfikowane. Podstawą do uznawania ich za jedną z przyczyn spadku naturalnej stopy procentowej jest to, że jest on obserwowany we wszystkich najważniejszych gospodarkach na świecie w tym samym czasie. Jednocześnie wskazuje się, że w szczególności zmiany naturalnej stopy procentowej w Stanach Zjednoczonych oddziałują na jej poziom w innych gospodarkach. W przypadku np. Kanady wyjaśniają one 35% jej zmienności tamtejszej naturalnej stopy procentowej w 10-letnim horyzoncie czasowym (Holston *et al.* 2017). To może sugerować, że również te tzw. czynniki globalne przynajmniej w części są powiązane z UMP prowadzoną w Stanach Zjednoczonych.

5 Trzeba jednak podkreślić, że UMP nie jest jedynym źródłem spowolnienia wzrostu produktywności. Przyczynia się do niego także samo starzenie się ludności (zob. np. Hopenhayn *et al.* 2018; Krahan *et al.* 2019).

coraz istotniejszym źródłem innowacji. Pogłębiona analiza wskazuje jednak, że w sumie innowacyjnych projektów w otoczeniu zerowych stóp będzie mniej, a nie więcej. Tylko menedżerowie, których wyłącznym celem jest maksymalizacja zysków, będą podejmować bardziej ryzykowne projekty. Ale maksymalizacja zysków nie jest główną siłą stojącą za decyzjami większości menedżerów (Rzońca i Parosa 2020).

Co więcej, istnieje szeroka literatura wskazująca, że jeśli niskie stopy procentowe skłaniają do podejmowania dodatkowego ryzyka, to jest to złe ryzyko, niemające związku z wprowadzaniem innowacji (zob. np. Adrian i Shin 2014; Altunbas *et al.* 2014; Bordo i Landon-Lane 2013; Diamond i Rajan 2009; Farhi i Tirole 2012; Jiménez *et al.* 2014; Maddaloni i Peydró 2013). Bazuje ono na rachubie, że w przypadku realizacji złego scenariusza uda się ograniczyć straty dzięki interwencjom banków centralnych. Rachuba taka sprzyja finansowaniu dowolnego projektu obiecującego niezerowe zyski bez dogłębnej jego analizy. To poszukiwanie zwrotu (ang. *search for yield*) jednocześnie komplikuje prowadzenie polityki pieniężnej w krajach nierealizujących UMP, bo przyczynia się do dużych przepływów kapitału finansowego, które zwiększają wahania kursów walutowych.

Nie da się niezbitnie udowodnić, że z założenia o obniżce naturalnej stopy procentowej wynika konieczność obniżki stóp banków centralnych w pobliże zera, a to właśnie zrobiła Rezerwa Federalna i w ślad za nią inne banki centralne na Zachodzie. Uznały one przy tym, że polityka stopy procentowej wyczerpała swoje możliwości, i zaczęły uporczywie i na masową skalę używać innego instrumentu: wieloletniego tworzenia pieniądza kierowanego na zakupy papierów wartościowych na rynkach finansowych, czyli tzw. ilościowego luzowania polityki pieniężnej (*quantitative easing* – QE).

\*\*\*

Innym powszechnie używanym przez banki centralne na Zachodzie argumentem dla uzasadnienia kontynuacji UMP było i jest to, że inflacja jest bardzo niska. Trzeba tu zaznaczyć, że banki centralne skupiają się na wskaźniku cen dóbr konsumpcyjnych (CPI), który od 2009 roku rośnie w tempie przeciętnie niższym od przyjętych celów inflacyjnych. W strefie euro wyniosło ono średnio 1,2% rocznie, w Stanach Zjednoczonych – 1,8%, a w Japonii – 0,4%. Cel inflacyjny w strefie euro wynosi poniżej, ale blisko 2%, a w USA i Japonii – 2% (odpowiednio od 2012 i 2013 roku). Owo odchylenie inflacji od celu traktują one jako dowód, że UMP jest za mało ekspansywna, a więc można ją dalej „luzować”. To stanowisko wzmacniają, strasząc widmem deflacji, czyli obniżki ogólnego poziomu cen.

Tymczasem, żeby deflacja była groźna, musiałaby być nie tylko poprzedzona silnym wzrostem zadłużenia gospodarstw domowych i firm<sup>6</sup>, ale też głęboka. Tylko wtedy mogłaby doprowadzić do gorączkowego spłacania nadmiernego zadłużenia w celu zatrzymania wzrostu jego realnej wartości na skutek spadku cen (zob. np. Bordo *et al.* 2005). Płytką deflacją, podobnie jak niska inflacja, nie rodzi kosztów. W odróżnieniu od niskiej inflacji ma nawet tę zaletę, że podnosi realną wartość odpisów amortyzacyjnych dokonywanych przez przedsiębiorstwa, co sprzyja inwestowaniu (Rzońca 2004)<sup>7</sup>. Ale ani w USA, ani w strefie euro nie było nawet płytkiej deflacji, tylko obniżona inflacja!

Oficjalna teza, że CPI jest niski, więc potrzeba więcej UMP, budzi zasadnicze wątpliwości. Po pierwsze, CPI nie obejmuje cen nowych mieszkań i domów, które w warunkach niskich stóp

---

6 Co nastąpiło w strefie euro i w USA przed globalnym kryzysem finansowym w 2008 roku, a w Japonii przed pęknięciem bańki spekulacyjnej na początku lat dziewięćdziesiątych XX wieku.

7 Przy założeniu, że spadają nie tylko ceny dóbr konsumpcyjnych, ale też ceny dóbr kapitałowych.

procentowych rosną szybko. Nie obejmuje także cen aktywów finansowych, które swoimi zakupami wywindowały banki centralne: ceny te w dużo większym stopniu stały się zależne od polityki banków centralnych, a w mniejszym – od sił rynkowych. Ponadto, podbijając ceny aktywów, UMP zwiększa nierówności majątkowe, bo ludzie zamożniejsi mają średnio więcej papierów wartościowych od ludzi biedniejszych.

Po drugie, argument, że inflacja jest niska, więc potrzeba więcej UMP, jest oparty na modelach gospodarki, które pomijają rolę pieniądza albo jej nie doceniają. Tymczasem inflacja zależy w długim okresie od wzrostu podaży pieniądza. Inflacja nie będzie rosła, jeśli owo tempo przez dłuższy czas jest wolne. Tak właśnie się dzieje pod rządami UMP na Zachodzie. Tu trzeba wyjaśnić, że ilość pieniądza tworzonego przez banki centralne, tzw. baza monetarna, jest o wiele mniejsza od ilości pieniądza tworzonego przez banki komercyjne – wtedy, gdy udzielają one ludziom i firmom kredytów, otwierając jednocześnie dla nich rachunki depozytowe. W strefie euro ten „pieniądz bankowy” stanowi 90,5% podaży pieniądza, w Stanach Zjednoczonych – 91,0%, a w Japonii – 92,6%. I właśnie „pieniądz bankowy” rósł dotychczas na Zachodzie wolno. Kiedy banki centralne wciskały gaz, silnie zwiększając bazę monetarną, banki komercyjna naciskały na hamulec. Wolne tempo kreacji „pieniądza bankowego” skutkowało niską dynamiką podaży pieniądza. Od 2009 roku w strefie euro rosła ona w przeciętnym tempie 3,1% rocznie, w Stanach Zjednoczonych – 4,4%, a w Japonii – 2,7%. Dla porównania w latach 2001–2008 w strefie euro tempo wzrostu podaży pieniądza wyniosło 8,3%, a w Stanach Zjednoczonych – 7,4%. W Japonii w dekadzie poprzedzającej wprowadzenie UMP ukształtowało się ono na poziomie 9,4%. Zatem do oceny ekspansywności polityki monetarnej trzeba brać pod uwagę właśnie ogólną podaż pieniądza, a nie podaż pieniądza bazowego.

Niska dynamika podaży pieniądza trzyma w szachu CPI. Ale to nie znaczy, że taka sytuacja musi być trwała. Banki centralne, dokonując wielkich zakupów papierów wartościowych, wstrzyknęły wprost lub pośrednio masę pieniądza bazowego do banków komercyjnych, co daje im duży potencjał zwiększania kredytów (tylko potencjał, czego kolejnym potwierdzeniem jest spadek kredytów bankowych w Polsce). W dobrym scenariuszu dzięki fali innowacji ożywia się strona popytowa gospodarki i w efekcie – popyt na kredyt, prowadząc do wzrostu produkcji i inflacji. Wtedy banki centralne musiałyby podnieść swoje stopy procentowe i zredukować skalę emisji własnego pieniądza. W gorszym scenariuszu ludzie zaczęliby pod wpływem jakichś wstrząsów cenowych obawiać się wyższej inflacji, co prowadziło by do wzrostu cen. Wtedy bank centralny albo by się z tym pogodził, zaprzeczając swojej misji, albo podniósłby swoje stopy procentowe.

Nikt nie jest w stanie przewidzieć, czy i kiedy zdarzy się jeden z tych scenariuszy albo jakiś inny. W końcu mało kto przewidywał na Zachodzie, że w latach siedemdziesiątych XX wieku wystąpi tam stagflacja, czyli wysoka inflacja i silne spowolnienie wzrostu. To i wiele innych doświadczeń uczy, że inflacja może pojawić się nagle i zaskoczyć wszystkich.

\*\*\*

Przed wybuchem globalnego kryzysu finansowego w 2008 roku ani pieniądz, ani kredyt bankowy, który w nowoczesnej gospodarce jest głównym źródłem nowego pieniądza, nie odgrywały żadnej roli w schematach analitycznych standardowo używanych w bankach centralnych (Clarida 2012). Powszechnie przyjmowano, że uwzględnienie ich nie jest potrzebne do właściwego kształtowania polityki pieniężnej. Dopiero po kryzysie podjęto intensywne prace, żeby nadać znaczenie kredytowi w modelach wykorzystywanych na potrzeby tej polityki.

Zrobiono to na trzy główne sposoby. Po pierwsze, wprowadzono do schematu analitycznego premię za ryzyko wliczaną do oprocentowania kredytu i uzależniono ją od różnicy między wartością majątku i zobowiązań dłużnika (zob. np. Christiano *et al.* 2010). Po drugie, zaczęto brać pod uwagę zdolność potencjalnych kredytobiorców do przedstawiania zabezpieczeń, które łagodzą problem z wyegzekwowaniem od nich spłaty długów (zob. np. Gerali *et al.* 2010). Wartość tych zabezpieczeń wpływa na górny limit kredytu, który można zaciągnąć. Po trzecie, zauważono, że do udzielania kredytów potrzebny jest także kapitał, którego pozyskanie wiąże się z kosztami (zob. np. Acharya i Naqvi 2012 lub Angeloni i Faia 2013). Banki potrzebują go na skutek nakładanych na nie regulacji, ale także po to, żeby uśmierzyć u oszczędzających obawy o bezpieczeństwo ich depozytów, jak również, aby ograniczyć ryzyko utraty płynności.

Modyfikacje te dostarczyły bankom centralnym jedynie dodatkowych argumentów za podejmowaniem niekonwencjonalnych działań w polityce pieniężnej w odpowiedzi na silny wstrząs. Wstrząs taki prowadzi bowiem do gwałtownego spadku wyceny majątku dłużników, a tym samym do drastycznego wzrostu wliczanej do oprocentowania kredytów premii za ryzyko oraz do radykalnego zawężenia możliwości przedstawiania zabezpieczeń przez potencjalnych kredytobiorców i spadku relacji długu do wartości zabezpieczenia akceptowanej przez wierzycieli. Ponadto, powodując duże straty w sektorze bankowym, istotnie zmniejsza kapitał banków, którego potrzebują one, aby udzielać kredytów.

Wspomniane teoretyczne propozycje mogą co najwyżej tłumaczyć spadek kredytu i – w efekcie – podaży pieniądza w reakcji na kryzys. Ale nie wyjaśniają one, dlaczego owa podaż rośnie tak wolno przez cały czas po 2008 roku. Tylko niektórzy ekonomiści dostrzegali to zjawisko i uznawali je za przyczynę niskiej inflacji, traktowanej przez banki centralne Zachodu jako wystarczający argument, by kontynuować UMP. Ale nawet wśród tych ekonomistów nie było i nadal nie ma zgodności co do przyczyn niskiej dynamiki kredytów i w efekcie pieniądza tworzonego przez banki komercyjne. Teoretycznie może ona wynikać z czterech powodów:

1. słabej generalnej dynamiki popytu na kredyt ze strony firm i gospodarstw domowych;
2. dostępności bardziej atrakcyjnych dla pożyczkobiorców pozabankowych źródeł finansowania (obligacje);
3. istnienia bardziej atrakcyjnych dla banków komercyjnych możliwości lokowania ich powiększonych dzięki UMP rezerw gotówkowych niż udzielanie kredytów podmiotom gospodarczym;
4. barier dla zwiększania podaży kredytów przez banki.

Trudno znaleźć w literaturze ekonomicznej pracę, która całościowo i dogłębnie wyjaśniałaby niską dynamikę kredytu i pieniądza przez banki komercyjne. Tutaj ograniczymy się do kilku uwag i pytań na ten temat. Najprawdopodobniej zjawisko to jest spowodowane przez różne kombinacje ww. czynników w różnych krajach i okresach, choć niektóre z tych determinantów wydają się być ważniejsze od innych.

Alan Meltzer (2014), tłumacząc niską inflację w USA, wskazuje na pierwszy czynnik. Jego zdaniem niska dynamika popytu firm na kredyt wynikała z polityki gospodarczej prezydenta Obamy zniechęcającej przedsiębiorstwa do inwestycji. Analiza Meltzera dotyczy jednak tylko lat 2008–2014 i tylko Stanów Zjednoczonych.



Na rzecz drugiego czynnika przemawia fakt, że słabej dynamice kredytów bankowych towarzyszyło dużo szybsze zadłużanie się firm w USA i innych krajach Zachodu na rynku obligacji, co doprowadziło do ogromnego zadłużenia sektora korporacji niefinansowych. W USA wartość zobowiązań wynikających z wyemitowanych przez ten sektor obligacji wzrosła z 20% PKB w I kwartale 2008 roku do 33% PKB w II kwartale br.

Nie da się wykluczyć, że to polityka banków centralnych – polegająca na tworzeniu ogromnych ilości pieniądza bazowego na zakup papierów wartościowych – podbiła ich ceny i obniżyła ich rentowność, przyczyniając się w ten sposób do ekspansji długu korporacji w formie obligacji. Banki centralne hodowałyby kolejny raz bańkę na rynku finansowym, nie podbijając jednocześnie inflacji, bo ta – przypominamy – zależy od dynamiki kredytu i pieniądza tworzonego przez banki komercyjne.

Niektórzy amerykańscy ekonomiści (np. Blinder 2012; Selgin 2018) wskazują na czynnik trzeci, a mianowicie na fakt, że Rezerwa Federalna oferowała bankom komercyjnym odsetki, jeśli lokowały one w niej swoje nadwyżkowe rezerwy. Miałyby to zniechęcać banki do udzielania kredytu podmiotom gospodarczym. Trudno jednak traktować to jako uniwersalne wyjaśnienie. Przede wszystkim przy stopach procentowych bliskich zera w Stanach Zjednoczonych odsetki te były śladowe: od grudnia 2008 roku do grudnia 2015 roku oprocentowanie nadwyżkowych rezerw wynosiło 0,25% (od marca br. wynosi 0,1%). Po drugie, w strefie euro od lipca 2012 banki nie dostawały nic za środki lokowane w banku centralnym, a od czerwca 2014 muszą za taką możliwość płacić. Nie skłoniło ich to jednak do rozwinięcia akcji kredytowej.

Większe znaczenie niż oprocentowanie nadwyżkowych rezerw mogło mieć wypychanie kredytów dla sektora prywatnego przez pożyczki dla sektora finansów publicznych. Zapewniają one bankom dochody bez restrukturyzacji portfela kredytów, angażowania kapitałów własnych (międzynarodowe regulacje bankowe pozwalają bankom przypisywać zerową wagę ryzyka do obligacji skarbowych swojego państwa), zmniejszenia płynności aktywów oraz kosztów identyfikacji zyskownych projektów.

Wreszcie, trzeba zwrócić uwagę na bariery zwiększania podaży kredytu przez same banki. Calomiris (2017) podkreśla, że ograniczyć ją może dowolny czynnik, który obniża wycenę banków. Jej spadek negatywnie wpływa bowiem na ocenę bezpieczeństwa banku, od której zależy jego zdolność do udzielania kredytów. Żeby tę ocenę podnieść, bank musi albo pozyskać dodatkowy kapitał (co rozładnia udziały dotychczasowych inwestorów), albo ograniczyć ryzyko, czyli akcję kredytową, która jest głównym źródłem ryzyka w działalności bankowej. Banki najczęściej wybierają to drugie rozwiązanie.

UMP obniża wycenę banków, bo zmniejsza opłacalność standardowej działalności bankowej, o czym już wspominaliśmy. Od globalnego kryzysu finansowego zyskowność tego sektora jest uporczywie niższa od średniej dla całej gospodarki. Atut, którym przy normalnym poziomie stóp, jest rozwinięta sieć oddziałów i szeroka baza depozytowa, stał się obciążeniem. Trzeba ponosić koszty utrzymania tej sieci, a nie zapewnia ona tańszego finansowania od alternatywnych źródeł. To wyjaśnia, dlaczego nie tylko w Europie, gdzie restrukturyzacja banków była szczególnie powolna, ale też w Stanach Zjednoczonych wycena banków w stosunku do ich wartości księgowej nie powróciła do poziomów sprzed globalnego kryzysu finansowego (Calomiris i Nissim 2014).

Można jednak wskazać na jeszcze inne bariery podaży kredytu przez banki (zob. Rzońca 2014). W większości są one związane z podtrzymaniem kredytowania firm-zombie, czemu

UMP sprzyja. Dane potwierdzają, że podejście banków do finansowania takich firm zasadniczo się zmieniło po globalnym kryzysie finansowym i rozpoczęciu UMP. O ile przed kryzysem banki skrupulatnie eliminowały naj słabsze firmy, żeby chronić własną zyskowność, o tyle po kryzysie utrzymują je przy życiu, dzięki czemu nie muszą odpisywać złych kredytów i mogą udawać, że mają więcej kapitałów niż w rzeczywistości (zob. Rzońca i Parosa 2020). Czynnikiem niezależnym od UMP, a osłabiającym rachunek ekonomiczny w polityce kredytowej banków, jest udział państwa w ich własności: banki państwowe z oczywistych powodów częściej udzielają kredytu państwu niż banki prywatne (zob. np. Carvalho 2012; Englmaier i Stowasser 2013).

Kredyty udzielane firmom-zombie dodatkowo obniżają wycenę banków, bo narażają nowych inwestorów na obciążenie nieujawnionymi stratami z przeszłości i obniżają przyszłe zyski – do momentu, w którym cały sektor bankowy się nie zrestrukturyzuje. Ten spadek oczekiwanych zysków wynika chociażby z tego, że kredytowa kroplówka dla firm-zombie utrudnia ocenę wiarygodności finansowej podmiotów starających się o kredyty oraz poszerza zakres informacji potrzebnej do takiej oceny. Na znaczeniu traci np. pozytywna historia kredytowa, bo mogą się nią wykazać również firmy-zombie. Jednocześnie przy dużej liczbie firm-zombie ocena długoterminowych perspektyw danego podmiotu zależy nie tylko od tego, czy sam się do nich zalicza, ale też od tego, w jakim stopniu on lub jego partnerzy (i partnerzy jego partnerów) współpracują z firmami-zombie.

Trudności z oceną wiarygodności finansowej wywołane przez kredytowanie firm zombie ograniczają także zapotrzebowanie na kredyt. Na przykład zmuszają zdrowe firmy do manifestowania siły finansowej na inne sposoby niż poprzez pozytywną historię kredytową. Gwarancją odróżnienia się od firm-zombie daje podmiotom oddłużanie się, gdyż firmy-zombie nie są w stanie tego zrobić.

Trzeba zaznaczyć, że znaczenie tej ostatniej grupy barier (tzn. związanych z zombifikacją) może istotnie różnić się między gospodarkami. Zapewne jest ono większe w Europie, gdzie wciąż wiele banków ukrywa trupy w szafie, niż w Stanach Zjednoczonych, gdzie restrukturyzacja sektora bankowego przebiegała dużo szybciej. Znajduje to odzwierciedlenie w wyższej wycenie amerykańskich banków niż europejskich. Niemniej i ona nie powróciła do poziomów sprzed globalnego kryzysu finansowego, bo – powtórzmy – UMP obniża zyskowność standardowej działalności banków, także tych, które zrestrukturyzują swój portfel kredytów (por. Calomiris i Nissim 2014).

Podsumowując, wiele wskazuje na to, że niska inflacja, na którą powołują się banki centralne na Zachodzie jako uzasadnienie dla kontynuacji UMP, wynika ze złych skutków ubocznych tejże polityki, które są przez banki centralne pomijane. Chodzi tu zwłaszcza o jej negatywny wpływ na wzrost gospodarki oraz pompowanie baniek finansowych (więcej na temat negatywnych skutków UMP zob. Janecki 2020, s. 171–190).

---

### **Nihilizm monetarno-fiskalny**

---

Przejdźmy teraz do polityki fiskalnej – drugiego członu polityki popytowej. Przypominamy, że żadna doza tej polityki nie zapewnia długofalowego wzrostu, a są takie, które mogą mu zaszkodzić.

Istnieje wiele empirycznych prac pokazujących, że każdy kraj ma jakiś krytyczny poziom lub krytyczną strefę relacji długu publicznego do PKB, po przekroczeniu których nasilają się mechanizmy osłabiające dalszy wzrost gospodarki (zob. np. Cecchetti *et al.* 2011; Checherita-Westphal i Rother 2012; Ilzetzki *et al.* 2013; Kumar i Woo 2010; Reinhart *et al.* 2012). Te krytyczne poziomy lub strefy są oczywiście różnie położone dla różnych krajów. Są one np. wyżej ulokowane w przypadku Niemiec niż Polski. Zależą m.in. od dochodu na mieszkańca, kapitału trwałego i finansowego, czyli majątku na mieszkańca, stopnia ochrony praw własności w danym kraju, jego podatności na wstrząsy, skali przepływów finansowych z zagranicy, struktury terminowej i walutowej długu publicznego czy historii zadłużenia (zob. np. IMF i IDA 2004; Cassimon *et al.* 2008; Forslund i Rau-Goehring 2008). Dlatego nonsensem lub manipulacją jest teza, że w Polsce nie ma problemu długu publicznego, bo Niemcy mają podobną jego relację do PKB.

Tymczasem w ostatnich czasach mamy do czynienia ze swojego rodzaju eksplozją nihilizmu monetarno-fiskalnego. Ten nihilizm przejawia się w tezie, że rosnący dług publiczny przestaje być problemem, jeśli jest finansowany rosnącą emisją pieniądza przez bank centralny, czyli monetyzacją długu. W odpowiedzi przypominamy kolejny raz, że żadna polityka popytowa nie zapewnia systematycznego wzrostu gospodarki, bo ten zależy od kształtu jej strony podażowej. To pogląd powszechnie przez ekonomistów akceptowany. Zarazem pokazują to doświadczenia UMP w krajach rozwiniętych. A tam rola banków centralnych, choć rozdęta, była jednak mniejsza, niż zdają się to postulować zwolennicy nihilizmu monetarno-fiskalnego. Tymczasem faktyczne UMP doprowadziła do negatywnych skutków ubocznych dla wzrostu gospodarki – i to w krajach rozwiniętych, które są na ogół bardziej stabilne.

Ale sprawa na tym się nie kończy. Przedstawiciele tego prądu przedstawiają kompletnie nie-realistyczną koncepcję polityki. Pomijają ogromny dorobek historyków, politologów i ekonomistów (na czele ze szkołą tzw. wyboru publicznego) na temat zachowań polityków. Zakładają oni etatystyczną utopię, którą – mówiąc łagodnie – można nazwać keynesizmem do kwadratu. Przypomnijmy, że w swojej *Ogólnej teorii* Keynes zaproponował prostą receptę na eliminację cyklicznych wahań gospodarki kapitalistycznej: ekspansywna polityka fiskalna, by zapobiec recesji, i restrykcyjna, by ograniczyć nadmierne ożywienie w gospodarce. Ta recepta się nie sprawdziła, nie tylko z przyczyn technicznych (trudności w prognozowaniu punktów zwrotnych), ale nade wszystko z powodów politycznych. Politycy w realnej demokracji chętnie słuchali keynesistów i stymulowali gospodarkę, ale niechętnie zdejmowali wcześniejszy „bodziec” fiskalny. A Keynes nie proponował swojej recepty jako sposobu na wzrost gospodarki, tylko jako sposób na jej stabilizację.

Monetarno-fiskalni nihilisci nie mają takich ograniczeń. Traktują oni zwiększone wydatki – dzięki drukowaniu pieniądza przez bank centralny – jako sposób na długofalowy wzrost. Za jego źródło uważają w szczególności inwestycje publiczne, których zwiększeniu miałyby jakoby służyć ten druk. Owo przekonanie wynika z deifikacji przez nich państwa, czyli polityków. Tymczasem badania wskazują, że nawet w krajach OECD przeciętnie tylko 4% całości długu publicznego przeznaczono na inwestycje (Fatás *et al.* 2019). Na dodatek ten słaby, ale pozytywny związek między długiem a inwestycjami publicznymi słabnie wraz ze wzrostem długu. W krajach, w których dług sięgnął wysokiego poziomu, jego dalszemu zwiększaniu towarzyszyły cięcia w inwestycjach (Bacchiocchi *et al.* 2011). Dotyczy to także krajów Unii Europejskiej. Najniższe inwestycje publiczne są tam, gdzie dług publiczny jest szczególnie wysoki (KE 2020). Poza tym szereg czynników zmniejsza stymulacyjne efekty inwestycji publicznych, nawet te krótkookresowe. Wymieniono je w najświeższym raporcie MFW (2020). Należą do nich: otwartość na handel międzynarodowy, niskie bezrobocie czy płynny kurs

walutowy. Każdą z tych cech ma polska gospodarka. Wreszcie, dla długookresowych skutków inwestycji publicznych kluczowa jest ich jakość. Tymczasem, ponad 1/3 inwestycji publicznych na świecie jest całkowitym marnotrawstwem. Ten problem nie dotyczy wyłącznie krajów zacofanych (Baum i in. 2020). W świecie realnej polityki inwestycje publiczne to często inwestycje pod publiczność. Czy trzeba o tym obecnie o tym w Polsce przypominać?

John Cochrane (2020) wskazał, na co amerykańscy politycy przeznaczaliby dostarczane im przez bank centralny środki: na prestiżowe, ale marnotrawne inwestycje, na subsydiowanie co bardziej agresywnych grup, branż i firm, na wsparcie socjalne osłabiające bodźce do pracy. A amerykańscy politycy nie są chyba bardziej oportunistyczni od swoich odpowiedników w innych krajach, w tym w Polsce. Wydatkowa bonanza deformująca stronę podaży osłabiałaby jednak wzrost gospodarki.

Tego negatywnego efektu by nie było, gdyby pieniądze drukowane przez bank centralny służyłyby sfinansowaniu obniżki podatków. Ale nawet wtedy wciąż działałyby mechanizmy, za pośrednictwem których UMP osłabia wzrost. W szczególności nadal – przypomnijmy – następowałaby zombifikacja gospodarki. Miękkie ograniczenie budżetowe unieważnia konkurencję (por. Kornai 1980), która jest zasadniczym źródłem wzrostu (zob. np. Nickell 1996). Jeśli nie ma przegranych, to nie ma konkurencji. Realizm polityczny nie pozwala jednak zakładać, że politycy – mając do dyspozycji łatwy pieniądź – powstrzymaliby się od rozdawania budżetowych prezentów.

Jeśli zaś ekspansja monetarna wzbudziłaby wśród ludzi obawy o inflację, to poprzez odbite oczekiwania inflacyjne uruchomiłaby ona wzrost cen, czyli nałożyłaby na nich podatek inflacyjny. Tak do tej pory kończyła się agresywna emisja pieniądza przez bank centralny.

Czy skutki nihilizmu monetarno-fiskalnego zmieniłyby się, gdyby bank centralny tworzył pieniądź i przekazywał go rządzącym politykom (pod otrzymywane od nich papiery skarbowe), ale nie domagałby się od nich obsługi i zwrotu długu? Zauważmy najpierw, że na taki krok nie zdecydowały się dotąd żadne cywilizowane państwa. Tak np. USA wyszły z II wojny światowej z ogromnym długiem (w tym wobec Rezerwy Federalnej) i w ciągu następnych kilkunastu lat radykalnie go zredukowały dzięki szybkiemu wzrostowi gospodarczemu, nadwyżkom w budżecie i utrzymywaniu stóp procentowych poniżej inflacji.

Ale nie chodzi tu tylko o wnioski z doświadczenia. Równie ważne jest to, że w rozważanym wariantcie bardzo łatwego (do czasu) finansowania wydatków publicznych, istniałoby jeszcze większe ryzyko, że z przyczyn politycznych miałyby one jeszcze bardziej antyrozwojowy charakter. A abstrahować od tych uwarunkowań, to tak jak pomijać prawo grawitacji przy rozpatrywaniu ziemskich spraw. Ponadto reżim polityczny, który zdecydowałby się na omawiany krok, łatwo przekroczyłby granicę ekspansji monetarnej, za którą zaczyna się galopująca inflacja. Każdy dług publiczny spłacają ostatecznie ludzie. W przypadku galopującej inflacji spłacają go najgorszym podatkiem – inflacyjnym.

---

## **Wnioski dla Polski**

---

Podsumowując, jeśli UMP na Zachodzie się sprawdziła, to wyłącznie na krótką metę – w zapobieganiu załamaniu sektora finansowego w latach 2008–2009. Wiele natomiast wskazuje, że wieloletnia UMP wyrządziła w krajach rozwiniętych poważne szkody, w tym zwłaszcza

spowolnienie wzrostu wskutek zombifikacji gospodarki i odkładania reform, niebezpieczeństwa baniek finansowych i powstanie trudnego problemu: jak odejść od tej polityki?

Bilans korzyści i kosztów ze stymulacji fiskalnej nie wypada lepiej. Dotyczy to zwłaszcza tych krajów, które zdecydowały się na nią, nie mając ku temu odpowiedniej przestrzeni. Z piątki krajów Unii Europejskiej, które na globalny kryzys finansowy odpowiedziały najbardziej agresywną stymulacją, wszystkie odnotowały gorsze od średniej dla UE wyniki gospodarcze po 2009 roku. Z kolei z piątki krajów starej UE, które zachowały umiar w fiskalnym pobudzeniu gospodarki w czasie tamtego kryzysu lub nawet wzmocniły wówczas swoje finanse publiczne, tylko Włochy rozwijały się po 2009 roku wolniej od unijnej średniej. Jednak Włochy już wcześniej były silnie zadłużone i miały problemy ze wzrostem (Rzońca 2020). Tymczasem teraz stymulacja fiskalna na Zachodzie osiąga jeszcze większą skalę niż wtedy.

W Polsce ekspansywna niekonwencjonalna polityka monetarno-fiskalna rodzi dużo większe zagrożenia niż na Zachodzie (zob. Dąbrowski 2020). Nie mamy bowiem ani ugruntowanych instytucji ograniczających arbitralność polityki makroekonomicznej, ani zaufania inwestorów, co zwiększa ryzyko destabilizacji przy mniejszej dawce UMP i niższym poziomie długu publicznego.

Na dodatek agresywna polityka monetarno-fiskalna w Polsce działa w kierunku osłabienia i deformacji działań kredytowych banków komercyjnych. Polityka ta doprowadziła do tego, że bankom trudno zarobić na udzielaniu kredytów. Bardziej opłaca się im pożyczanie rządowi. Takie pożyczki nie wymagają od nich angażowania własnego kapitału. Zarazem są one zwolnione z podatku bankowego, który wywindował efektywne opodatkowania zysków banków do poziomu kilkukrotnie wyższego niż gdzieindziej w Europie.

Z kolei eksportowy charakter polskiej gospodarki sprawia, że jeśli ekspansja fiskalna w krótkim okresie jej pomaga, to ta na Zachodzie – u naszych głównych partnerów handlowych. Nasze przedsiębiorstwa przemysłowe są silnie zintegrowane z globalnymi łańcuchami wartości i eksportują głównie półprodukty. Ich sprzedaż zależy od popytu zagranicznego i od naszej konkurencyjności. Jako mały kraj nie jesteśmy ograniczeni wielkością popytu światowego. Nasz udział w światowym PKB nie sięga nawet 1%, a udział w światowym eksporcie mimo czterokrotnego wzrostu od początku transformacji – 2%. Ogranicza nas wyłącznie nasza konkurencyjność. To na jej zachowaniu i wzmocnieniu powinna koncentrować się polityka gospodarcza, a jest tu wiele do zrobienia.

Po pierwsze, potrzebujemy sprawnych mechanizmów rynkowych. Siła robocza i kapitał powinny swobodnie przepływać ze słabych przedsiębiorstw do bardziej efektywnych. Ten mechanizm został u nas poważnie osłabiony nie tylko przez UMP, ale też przez nacjonalizację banków, co rodzi ryzyko rozdziału kredytów wedle kryteriów politycznych, a nie ekonomicznych. Po drugie, Polska potrzebuje dobrego otoczenia dla inwestycji, zwłaszcza prywatnych, w szczególności przywrócenia stabilności dobrego prawa i jego egzekwowania, czyli praworządności. Po trzecie, potrzebne jest zwiększenie aktywności zawodowej. Polska wciąż ma tutaj rezerwy, szczególnie wśród osób starszych i kobiet. Jeśli nie zrobimy nic, to demografia w ciągu najbliższych 30 lat zmniejszy liczbę pracujących w naszym kraju o 3,2–4,4 mln osób, czyli o 20–26%. Przy niskiej liczbie pracowników wypłata emerytur i zapewnienie opieki zdrowotnej będzie wymagać bardzo wysokich podatków, które z kolei będą podcinać konkurencyjność gospodarki. Po czwarte, potrzebujemy dobrej edukacji, zarówno dzieci i młodzieży, jak i osób dorosłych.

Do wprowadzenia UMP skłonił banki centralne na Zachodzie kryzys w 2008 roku, co można

zrozumieć w świetle obaw o załamanie się systemów finansowych. Główny problem powstał później wskutek kontynuacji tej polityki przez kolejne lata aż do dziś. W niniejszym opracowaniu wskazaliśmy na szkodliwe skutki tej polityki, zwłaszcza osłabianie wzrostu gospodarczego. Polska uniknęła kryzysu finansowego w 2008 roku i do 2020 roku prowadziła konwencjonalną politykę pieniężną. Uniknęła więc szkód, jakie wyrządziła UMP na Zachodzie. A w naszych warunkach – jak to już podkreślaliśmy – byłyby one dużo większe niż w krajach rozwiniętych. Przejście do UMP – i to agresywnej – nastąpiło w Polsce dopiero w 2020 roku, choć dodatkowe wydatki związane z pandemią można było sfinansować przy konwencjonalnej polityce pieniężnej – tak jak zrobiono to w 2009 roku. Wtedy deficyt też wzrósł do bardzo wysokiego poziomu, a sfinansowano go bez uciekania się do UMP, i to mimo sztormu na światowych rynkach finansowych, którego teraz nie było. Napięcia na rynkach w bieżącym roku ustąpiły, zanim jakiegokolwiek wsparcie z budżetu trafiło do polskich przedsiębiorców. Zarazem dodatkową przestrzeń do bezpiecznego sfinansowania tego wsparcia można było uzyskać, wycofując się z przedwyborczych prezentów socjalnych, a w szczególności z trzy-nastej i czternastej emerytury. Skądinąd rezygnacja z tych prezentów byłaby sprawiedliwym rozproszeniem kosztów ekonomicznych pandemii między całe społeczeństwo.

Ważne jest, aby nie powtarzać błędów Zachodu i nie kontynuować UMP. Dalsze utrzymywanie bardzo niskich stóp procentowych i masowej emisji pieniądza przez NBP grozi bowiem, podobnie jak w krajach rozwiniętych, osłabieniem wzrostu gospodarczego poprzez zombifikację gospodarki i zaniechanie niezbędnych reform. Ale dodatkowo, z dużo większym prawdopodobieństwem pociąga za sobą rosnące ryzyko inflacji, skądinąd już wyraźnie wyższej niż w gospodarkach rozwiniętych – poprzez wzrost oczekiwań inflacyjnych i osłabienie kursu złotego wobec walut obcych. W najgorszym scenariuszu możemy wylądować w stagflacji. Na szczęście możemy szybko wycofać się z UMP bez większych kosztów. Działań tych nie podjęto u nas bowiem po to, żeby zapobiec załamaniu sektora bankowego. Stąd też szybkie wycofanie się z nich nie wiąże się w naszym kraju z ryzykiem wywołania turbulencji w tym sektorze. Przeciwnie, wzmocniłoby go, bo przywróciłoby opłacalność standardowej działalności bankowej, obecnie podcinanej przez stopy procentowe bliskie zera i wysokie ceny obligacji skarbowych. Zarazem krótki czas prowadzenia UMP w Polsce sprawia, że ani przedsiębiorstwa, ani sektor publiczny nie są (jeszcze) uzależnione od niemal darmowego finansowania. A więc i dla nich wycofanie się z UMP nie oznaczałoby bolesnego detoksu.

Rynkowym reformom po stronie podaży musi towarzyszyć konsolidacja finansów publicznych. Według szacunków Aleksandra Łaszka (2020) sama tzw. piątka Morawieckiego będzie kosztować 1,9% PKB rocznie, podczas gdy koszt obsługi zwiększonego długu na łagodzenie skutków pandemii – maksymalnie 0,1–0,3% PKB. Po latach polityki PiS i po pandemii staniemy przed wyborem pomiędzy ograniczaniem wydatków o charakterze konsumpcyjnym a dalszym zwiększaniem podatków i długu publicznego. Nie trzeba dodawać, że ten pierwszy wariant jest lepszy dla wzrostu naszej gospodarki – jedyne źródła poprawy standardu życia wszystkich grup – niż ten drugi.

---

## Bibliografia

---

- Acharya V. V., Naqvi H. (2012), „The Seeds of a Crisis: A Theory of Bank Liquidity and Risk Taking over the Business Cycle”, *Journal of Financial Economics*, 106(2): 349-366
- Acharya V.V., Eisert T., Eufinger Ch., Hirsch Ch. (2018), „Whatever It Takes: The Real Effects of Unconventional Monetary Policy”, *Review of Financial Studies*, 32(9): 3366-3411
- Adrian T., Shin H. S. (2014), „Procyclical Leverage and Value-at-Risk”, *Review of Financial Studies*, 27(2): 373-403
- Altunbas Y., Gambacorta L., Marqués-Ibáñez D. (2014), „Does Monetary Policy Affect Bank Risk?”, *International Journal of Central Banking*, 10(1): 95-136
- Amato J. (2005), „The role of the natural rate of interest in monetary policy”, *BIS Working Paper*, 171
- 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
- Angeloni I., Faia E. (2013), „Capital regulation and monetary policy with fragile banks”, *Journal of Monetary Economics*, 60(3): 311-324
- Bacchiocchi E., Borghi E., Missale A. (2011), „Public Investment under Fiscal Constraints”, *Fiscal Studies*, 32(1): 11-42
- Banerjee R., Hofmann B. (2018), „The rise of zombie firms: causes and consequences”, *BIS Quarterly Review*, September 2018: 67-78
- Banerjee R., Hofmann B. (2020), „Corporate zombies: Anatomy and life cycle”, *BIS Working Paper*, 882
- Baum A., Mogue T., Verdier G. (2020), „Getting the Most from Public Investment”, w: Schwartz G., Fouad M., Hansen T., Verdier G. (eds.), *Well Spent: How Strong Infrastructure Governance Can End Waste in Public Investment*, Washington, DC: International Monetary Fund
- Blinder A. (2012), „How Bernanke Can Get Banks Lending Again”, *Wall Street Journal*, July 22.
- Bordo M. D., Landon-Lane J. (2013), „Does Expansionary Monetary Policy Cause Asset Price Booms? Some Historical and Empirical Evidence”, *NBER Working Paper*, 19585
- Bordo M., Filardo A., Velasco A., Favero C. (2005), „Deflation and Monetary Policy in a Historical Perspective: Remembering the Past or Being Condemned to Repeat It?”, *Economic Policy*, 20(44): 801-844
- Borio C. (2011), „Central banking post-crisis: What compass for uncharted waters?”, *BIS Working Papers*, 353
- Borio C. (2016), „Revisiting three intellectual pillars of monetary policy”, *Cato Journal*, 36(2): 213-38
- Borio C., Gambacorta L. Hofmann B. (2017), „The influence of monetary policy on bank profitability”, *International Finance*, 20(1): 48-63
- Bruno M., Easterly W. (1996), „Inflation’s Children: Tales of Crises that Beget Reforms”, *American Economic Review*, 86(2): 213-217
- Caballero R. J., Hoshi T., Kashyap A. K. (2008), „Zombie Lending and Depressed Restructuring in Japan”, *American Economic Review*, 98(5): 1943-1977
- Calomiris Ch. W. (2017), „The Microeconomic Perils of Monetary Policy Experiments”, *Cato Journal*, 37(1): 1-15
- Calomiris, C. W., and Nissim, D. (2014) „Crisis-Related Shifts in the Market Valuation of Banking Activities”, *Journal of Financial Intermediation*, 23(2014): 400-435
- Cassimon D., Moreno-Dodson B., Wodon Q., „Debt Sustainability for Low-Income Countries. A Review of Standard and Alternative Concept”, *MPRA Paper*, 11077
- Castañeda J., Congdon T. (2020), „Inflation: the next threat?”, *EA Briefing Papers*, June
- Cecchetti S., Mohanty M., Zampolli F. (2011), „The Real Effects of Debt”, *BIS Working Paper*, 352

- Checherita-Westphal C., Rother P. (2012), „The impact of high government debt on economic growth and its channels: An empirical investigation for the euro area”, *European Economic Review*, 56(7): 1392-1405
- Christiano L. J., Motto R., Rostagano M. (2010), „Financial Factors in Economic Fluctuations”, *ECB Working Paper*, 1192
- Clarida R. H. (2012), „What Has—and Has Not—Been Learned about Monetary Policy in a Low-Inflation Environment? A Review of the 2000s”, *Journal of Money, Credit and Banking*, 44(s1): 123–140
- Dąbrowski M. (2020), „Waluty globalne i peryferyjne: różne pole manewru w polityce pieniężnej”, *Analiza FOR*, 4/2020
- Diamond D. W., Rajan R. G. (2009), „The Credit Crisis: Conjectures about Causes and Remedies”, *American Economic Review. Papers and Proceedings*, 99(2): 606-610
- Drazen A., Easterly W. (2001), „Do crises Induce Reform? Simple Empirical Tests of Conventional Wisdom”, *Economics and Politics*, 13(2): 129-157
- Easterly W. (2001), *The elusive quest for growth: economists' adventures and misadventures in the tropics*, Cambridge: MIT Press
- Farhi E., Tirole J. (2012), „Collective Moral Hazard, Maturity Mismatch, and Systemic Bailouts”, *American Economic Review*, 102(1): 60-93
- Fatás A., Ghosh A., Panizza U., Presbitero A. F. (2019), „The Motives to Borrow”, *CEPR Discussion Paper*, 13735
- Forslund K., Rau-Goehring M. (2008), „Debt sustainability: The right type of borrowing for the right purpose”, *G-24 Policy Brief*, 41
- Gerali A., Neri S., Sessa L., Signoretti F. (2010), „Credit and Banking in a DSGE Model of Euro Area”. *Bank of Italy Temi di discussione (Economic working papers)*, 740
- Holston K., Laubach T., Williams J. C. (2017), „Measuring the Natural Rate of Interest: International Trends and Determinants”, *Journal of International Economics*, 108(supplement 1): S39–S75
- Hopenhayn, H., Neira J., Singhania R. (2018), „From population growth to firm demographics: Implications for concentration, entrepreneurship and the labor share”, *NBER Working Paper*, 25382
- Ilzetzki E., Mendoza E. G., Végh C. A. (2013), „How Big (Small?) Are Fiscal Multipliers?”, *Journal of Monetary Economics*, 60 (2): 239–254
- IMF, IDA (2004), *Debt Sustainability in Low-Income Countries—Proposal for an Operational Framework and Policy Implications*, Washington D.C.: International Monetary Fund and International Development Association
- Janecki J. (2020), „Konsekwencje ultra luźnej polityki pieniężnej”, w: Adamowicz E. Ćwikliński H. (red.), *Gospodarka bez ekonomia*, Gdańsk, Wydawnictwo Uniwersytetu Gdańskiego: 171-190
- Jiménez G., Ongena S., Peydró J. L., Saurina J. (2014), „Hazardous Times for Monetary Policy: What Do Twenty-Three Million Bank Loans Say About the Effects of Monetary Policy on Credit Risk-Taking?”, *Econometrica*, 82(2): 463-505
- Jovanovic B., Rousseau P.L. (2005), „General purpose technologies”, w: Aghion P., Durlauf S. N. / eds./ (2005) *Handbook of economic growth. Volume 1B*. Amsterdam, London, San Diego: Elsevier B.V.
- Karahan F., Pugsley B. Sahin A. (2019), „Demographic origins of the startup deficit”, *NBER Working Paper*, 25874
- KE (2020), „Identifying Europe's recovery needs”, *Commission Staff Working Document*, 98
- Kornai J. (1980), „'Hard' and 'Soft' Budget Constraints”, *Acta Oeconomica*, 25(3-4): 231-245
- Kumar M.S., Woo J. (2010), „Public Debt and Growth”, *IMF Working Paper*, 10/174,
- Łaszek A. (2020), *Rzeczpospolita* [w przygotowaniu].
- Maddaloni A., Peydró J. L. (2013), „Monetary Policy, Macroprudential Policy, and Banking Stability: Evidence from the Euro Area”, *International Journal of Central Banking*, 9(1): 121-169



- Meltzer A. H. (2014a), „Current Lessons from the Past: How the Fed Repeats Its History”, *Cato Journal*, 2014, 34(3): 519-539
- Meltzer A. H. (2014b), „Slow Recovery with Low Inflation.” Book Chapters, w: Baily M. N., Taylor J. B. (ed.), *Across the Great Divide: New Perspectives on the Financial Crisis*. Chapter 8. Stanford: Hoover Institution, Stanford University
- Meltzer A.H. (2015), „The QE Trap”, *Intereconomics: Review of European Economic Policy*, 50(3): 171-172
- Nickell S.J. (1996), „Competition and corporate performance”, *Journal of Political Economy*, 104(4): 724-746
- Orphanides A. (2003) „Historical Monetary Policy Analysis and the Taylor Rule.” *Journal of Monetary Economics*. 50(5): 983-1022
- Orphanides A., Norden van S. (2002) „The unreliability of output-gap estimates in real time.” *Review of Economics and Statistics*. 84(4): 569-583
- Peek J., Rosengren E.S. (2005), „Unnatural selection: perverse incentives and the misallocation of credit in Japan”, *American Economic Review*, 95(4): 1144-1166
- Pitlik H., Wirth S. (2003), „Do Crises Promote the Extent of Economic Liberalization? An Empirical Test”, *European Journal of Political Economy*, 19(3): 565-581
- Rajan R. (2013), „A step in the dark: unconventional monetary policy after the crisis”, *Andrew Crockett Memorial Lecture*, Bank for International Settlements, Basel, June 23
- Reinhart C. M., Reinhart V. R., Rogoff K. S. (2012), „Debt Overhangs: Past and Present”, *NBER Working Paper*, 18015
- Rzońca A. (2004), „Stopy procentowe banku centralnego bliskie zera a ryzyko wystąpienia deflacji. Część I”, *Bank i Kredyt*, 34(3): 22-30
- Rzońca A. (2014), *Kryzys banków centralnych. Skutki stopy procentowej bliskiej zera*, Warszawa: C.H. Beck
- Rzońca A. (2020), „Czy polska gospodarka jest skazana na długą recesję?” *CASE Policy Briefs*, 1/2020
- Rzońca A. Parosa G. (2020), „Unconventional monetary policy is not a free lunch in Europe or the United States”, *New-Atlanticist, Atlantic Council*, August 21
- Schumpeter J.A. (1960), *Teoria rozwoju gospodarczego*, Warszawa: PWN
- Selgin G. (2018), *Floored! How a Misguided Fed Experiment Deepened and Prolonged the Great Recession*, Washington DC: Cato Institute
- Sieroń A. (2020), „Nowoczesna teoria monetarna musi odejść”, *Analiza FOR*, 6/2020
- Svensson J. (2000), „When is Foreign Aid Policy Credible? Aid Dependence and Conditionality,” *Journal of Development Economics*, 61(1): 61-84
- Taylor J. B. (2014), „Causes of the Financial Crisis and the Slow Recovery: A Ten-Year Perspective,” Book Chapters, w: Baily M. N., Taylor J. B. (ed.), *Across the Great Divide: New Perspectives on the Financial Crisis*. Chapter 3. Stanford: Hoover Institution, Stanford University
- Taylor J. B. (2017), „Ideas and Institutions in Monetary Policy Making”, *Karl Brunner Lecture*, Swiss National Bank, Zurich, September 21
- Taylor J. B. (2018), „Toward a Rules-Based International Monetary System,” *CATO Journal*, 38(2): 347-359
- Vamvakidis A. (2007), „External Debt and Economic Reform: Does a Pain Reliever Delay the Necessary Treatment”, *IMF Working Paper*, 07/50
- Yellen J. (2017), „The goals of monetary policy and how we pursue them”, *Speech at the Commonwealth Club, San Francisco, California*, 18 January