

Polityka pieniężna a kryzysy finansowe

Wstęp

Związki pomiędzy polityką pieniężną a kryzysami finansowymi mają kilka aspektów. Po pierwsze, przedmiotem ożywionej debaty w literaturze ekonomicznej była możliwość i potrzeba odrębnego, niezależnego od sytuacji makroekonomicznej uwzględniania w polityce pieniężnej narastania domniemanych bąbli spekulacyjnych na rynku aktywów. Istnienie takiej potrzeby oznaczałoby, że zaniechanie w tej mierze przyczynia się do kryzysu finansowego. Po drugie, polityka pieniężna zawsze odgrywa ważną rolę w minimalizowaniu skutków kryzysów finansowych, tzn. ma za zadanie zarówno zabiegać o przywrócenie satysfakcjonującej równowagi makroekonomicznej i wzrostu gospodarczego, jak też uniknąć poważnego załamania stabilności finansowej; niewypłacalności ważnych systemowo instytucji finansowych lub dezorganizacji ważnych segmentów rynku finansowego. Po trzecie, pewne spostrzeżenia przemawiają za hipotezą, że właśnie reakcja banku centralnego na kryzys finansowy może niekiedy stwarzać przesłanki narastania następnego kryzysu.

Celem artykułu jest uzyskanie kompleksowego obrazu tych związków, czy też – inaczej rzecz ujmując – przedstawienie znaczenia polityki pieniężnej dla kryzysów finansowych; zapobiegania im, łagodzenia ich skutków, wreszcie niezamierzonych tworzenia sprzyjających im warunków. Cel opracowania realizowany jest poprzez krytyczne zestawienie poglądów na zależności pomiędzy polityką pieniężną a kryzysami finansowymi i – o ile to możliwe – ich skonfrontowanie z doświadczeniem, przede wszystkim pochodzącym z rynku amerykańskiego, gdzie badane związki wydają się najbardziej wyraziste. Przyjęta metoda nie przewiduje zatem – a nawet świadomie wyklucza – stosowanie bardziej sformalizowanych narzędzi, w szczególności nadmiernego „stylizowania” faktów i modelowania związków. W opracowaniu podaję przykład błędnych przesłanek i fałszywych wniosków, do jakich może prowadzić modelowe ujęcie badanego zagadnienia, przedkładające fakty „stylizowane” nad pokorne pochylenie się nad rzeczywistością. Nie sądzę też, aby zakres i charakter materiału empirycznego dawał podstawy do zasadnych prób opisu interesujących nas związków przy użyciu metod ilościowych, choć mam świadomość, że pewne wycinkowe próby w tej mierze są podejmowane (np. [Mishkin, White, 2002]).

* Autor jest pracownikiem Wydziału Ekonomii i Zarządzania w Wyższej Szkole Finansów i Zarządzania w Siedlcach. Artykuł wpłynął do redakcji w sierpniu 2009 r.

Podstawowe wnioski wskazują, że polityka pieniężna, która gubi z pola widzenia inflację aktywów, skupiona wyłącznie na utrzymaniu odpowiednio niskiej inflacji w zakresie cen towarów i usług w stosunkowo krótkim okresie dokonywanych projekcji, może stanowić środowisko sprzyjające narastaniu i wybuchowi kryzysu. Prawdopodobieństwo takiej sytuacji jest szczególnie wysokie w warunkach znacznej liberalizacji rynku finansowego i słabości nadzoru. Przede wszystkim jednak wnioski zdają się wskazywać, że ważnym czynnikiem prowadzącym do kryzysu finansowego może być nadzwyczajne, nadmierne i zbyt długotrwałe zwiększenie płynności przez bank centralny w obliczu załamania stabilności finansowej lub w wyniku nieskutecznych prób pobudzenia akcji kredytowej i ożywienia gospodarki.

Kolejna po tym wstępie, druga część opracowania poświęcona jest krótkiemu przedstawieniu przyczyn kryzysów walutowych. Oczywiście, choćby wobec naszkicowanych powyżej zagadnień wymagających rozważenia, część ta nie może dostarczyć pełnej odpowiedzi na pytanie o przyczyny kryzysów; bliższej analizy wymaga znaczenie polityki pieniężnej. Tym samym część ta służy raczej naszkicowaniu podstawowych faktów i opinii, w tym poglądów wskazujących na możliwość sytuacji, w której to polityka pieniężna sprzyja wybuchowi kryzysu. Trzecia część przedstawia opinie na temat znaczenia polityki pieniężnej w zapobieganiu kryzysom finansowym. Czwarta część opracowania poświęcona jest reakcji banku centralnego na kryzys finansowy. W tej części powracamy też do hipotezy, że polityka pieniężna – w szczególności podyktowana reakcją na kryzys finansowy – może tworzyć warunki sprzyjające wybuchowi kolejnego kryzysu. Artykuł zamyka krótkie podsumowanie.

Przyczyny kryzysów finansowych

Odpowiedź na pytanie o przyczyny kryzysów finansowych może być bardzo prosta, ale niestety, jednocześnie banalna. Nie wdając się w obszernie a zbędne rozważania definicyjne możemy uznać, że istotą kryzysu finansowego jest znaczny i gwałtowny, niosący negatywne skutki dla stabilności finansowej i/lub aktywności gospodarczej spadek cen pewnych aktywów. Taki spadek jest wynikiem bąbla spekulacyjnego; osiągnięcia przez aktywa cen nieuzasadnionych czynnikami fundamentalnymi, tzn. dochodami, jakie te aktywa rzeczywiście mogą przynosić. Mówiąc najkrócej, przyczyną kryzysu finansowego jest irracjonalne ożywienie wśród inwestorów („irrational exuberance”).

Mam oczywiście świadomość, że takie wyjaśnienie nie jest zgodne z hipotezą rynku efektywnego. Nie jest celem tego opracowania dyskredytowanie owej hipotezy; wydaje się wszakże, że zachowując swą formalną elegancję okazała się ona drogą na manowce w pojmowaniu rzeczywistego funkcjonowania rynków finansowych. Nie zmienia to faktu, że nie mamy prostego wyjaśnienia, dlaczego inwestorzy ulegają irracjonalnemu ożywieniu prowadzącemu do powstania spekulacyjnych bąbli. Dotychczasowa odpowiedź na pytanie o przyczyny kryzysów finansowych jest więc, jak zaznaczyłem, o tyle prosta, o ile banalna.

Wyjaśnieniu „anomalii” (w kategoriach ortodoksyjnej teorii finansów) mogą służyć koncepcje składające się na dorobek behawioralnej teorii finansów. Na użytek tego opracowania przyjmijmy po prostu, że inwestorzy ulegają maniom (wg terminologii Kindlebergera) lub irracjonalnemu ożywieniu („irrational exuberance” wg słów Greenspana) pomijając akademickie wyjaśnienia tego zjawiska. Uznawszy, że rynki nie zawsze (jeśli kiedykolwiek) są efektywne, inwestorzy niekoniecznie podejmują racjonalne decyzje, a bąble spekulacyjne faktycznie się pojawiają, postarajmy się stwierdzić, jakie okoliczności sprzyjają narastaniu nierównowagi i ostatecznie kryzysowi na rynkach finansowych, w szczególności zaś, jakie jest w tym przypadku znaczenie polityki pieniężnej.

Po pierwsze, zauważmy, że kryzysy finansowe wywołane spekulacyjną manią występowały także w okresie waluty złotej; wystarczy jako przykłady wspomnieć „tulipanową gorączkę” w Holandii w XVII w. lub gorączkowe inwestycje w udziały Kompanii Wschodnioindyjskiej w Anglii w XVIII w. To dowodzi, że aktywna polityka pieniężna (polityka stóp procentowych) współczesnego banku centralnego nie jest warunkiem koniecznym kryzysu finansowego. Nie świadczy to wcale, że błędna polityka pieniężna nie jest warunkiem sprzyjającym, a formalnie nawet dostatecznym, kryzysu finansowego.

Po drugie, kryzysom walutowym mogą zapobiegać stosowne regulacje rynku finansowego, a brak takich regulacji może być czynnikiem warunkującym narastanie nierównowagi i pojawianie się napięć na rynku finansowym, a w konsekwencji wybuch kryzysu. W pewnym zakresie, przynajmniej współcześnie, konieczność regulacji jest powszechnie akceptowana – weźmy za przykład wymogi kapitałowe wobec banków. Obowiązki nałożone na banki mają zwiększać bezpieczeństwo klientów, zapewniać większą stabilność samej instytucji finansowej i eliminować pokusę nadużycia w sytuacji zbyt nikłej własnej bazy kapitałowej. Regulacje, stanowiąc pewne ograniczenia działalności, zawsze dostarczają bodźca do szukania sposobów ich obejścia. Pozostając przy przykładzie wymogów kapitałowych przytoczmy spostrzeżenia Engdahla [2008, V]: „Siłą popychającą banki w kierunku sekurytyzacji i rozpowszechnienia się ryzyka związanego z pozycjami pozabilansowymi, w tym wysoko lewarowanymi pozycjami w instrumentach pochodnych, była Umowa Kapitałowa Banku Rozliczeń Międzynarodowych w Bazylei z 1987 r., znana dziś jako pierwsza Umowa Bazylejska. (...) Intencją tej umowy było zmuszenie banków do ograniczenia ryzyka pożyczkowego. Rzeczywisty skutek w przypadku banków amerykańskich był odwrotny. Banki szybko odkryły lukę – transakcje pozabilansowe, tzn. pozycje w instrumentach pochodnych i sekurytyzację”. W konsekwencji sekurytyzacji „bank pożyczkodawca nie musiał już więcej troszczyć się, czy kredyt będzie kiedykolwiek spłacony”.

Regulacje, nakładając ograniczenia działalności instytucji finansowych, nie tylko stwarzają bodźce do ich omijania, ale także zmuszają prawodawcę do rozważenia, w jakim stopniu istniejące bądź projektowane regulacje zwiększają bezpieczeństwo na rynkach finansowych, a w jakim stopniu krepują rynki finansowe ze skutkiem w postaci podniesienia ceny kredytu i zmniejszenia jego dostępności. Nietrudno zgadnąć, że same instytucje finansowe zwykle lobbują za

zmniejszeniem zakresu regulacji. Jak obszernie przedstawia to Engdahl [2008, III], gorącym orędownikiem zmniejszenia zakresu regulacji był w Stanach Zjednoczonych Greenspan jako prezes FEDu. W 1987 r. Greenspan (za [Engdahl, 2008, III]) powiedział przed Kongresem, że „zniesienie ustawy Glassa-Steagalla przyniosłoby znaczne korzyści społeczne, przy wzroście ryzyka możliwym do zarządzania”. „Greenspan powtarzał tę mantrę, aż do ostatecznego uchylecia tej ustawy w 1999 r.” [Engdahl, 2008, III]. Ustawa ta została uchwalona w 1933 r. w celu wyeliminowania patologii rynku finansowego, które przyczyniły się do wybuchu Wielkiego Kryzysu. Kuttner [2007] w następujący sposób skomentował, już w obliczu symptomów obecnego kryzysu, skutki uchylecia ustawy Glassa-Steagalla: „Od uchylecia ustawy Glassa-Steagalla w 1999 r. (...) super-banki mogły popaść w te same strukturalne konflikty interesów, które były właściwe latom 1920-tym – pożyczanie spekulantom, łączenie i sekurytyzowanie kredytów i sprzedawanie ich (..) oraz wyciskanie opłat na każdym etapie postępowania”.

Innym przykładem liberalizacji amerykańskiego rynku finansowego było obniżenie wymaganego udziału własnego w zakupie akcji na kredyt (*on the margin*) w 1974 r. ze 100%, jak przewidywała tzw. Regulation T od 1934 r., do 50%. „W obliczu oczywistego bąbla na rynku akcji w latach 1999-2000 Greenspan (...) wielokrotnie odmawiał zmiany wymogów dotyczących udziału własnego (*stock margin requirements*) (...)” [Engdahl, 2008, III].

Powyższe przykłady dotyczące rynku amerykańskiego stanowią tylko powierzchowne wskazanie znaczenia właściwych – cokolwiek to miałyby znaczyć – regulacji dla powstrzymania podmiotów rynku od angażowania się w działania kreujące nadmierne ryzyko na rynkach finansowych. Znaczna liberalizacja może co prawda prowadzić do szybkiego rozwoju usług finansowych, wzrostu dochodów instytucji finansowych i takich społecznych korzyści, jak np. większa dostępność kredytu hipotecznego, ale ostatecznie może przyczyniać się do finansowego kracchu, strat ponoszonych przez instytucje finansowe i – pozostając przy wcześniejszym przykładzie – masowych eksmisji niewypłacalnych nabywców nieruchomości. Zwykle nie obywa się także bez poważnych kosztów makroekonomicznych.

Zauważmy jeszcze, że samo istnienie stosownych regulacji nie wystarczy wobec braku skutecznego nadzoru. Przykładami sytuacji, w których zawiódł właśnie nadzór jest masowa sprzedaż walutowych kontraktów *non-delivery forward* przez rosyjskie banki przed kryzysem w 1998 r. [Małecki i in., 2001], czy też zaniedbania Securities and Exchange Commission w przypadku afery Madoffa [Economist, 2008b]. Wobec coraz większej złożoności współczesnych rynków i instrumentów finansowych skuteczny nadzór staje się coraz trudniejszy. Pesymizm w stosunku do możliwości nadzorczych może prowadzić do pomniejszania jego roli, a w konsekwencji do dalszej deregulacji rynków finansowych. Według słów Greenspana (za [Engdahl, 2008, IV]) „regulacje finansowe XXI wieku dla zapewnienia bezpieczeństwa i prawidłowości (*soundness*) będą w coraz wyższym stopniu polegać na ocenie prywatnych uczestników rynku. (...) Ponieważ złożoność pośrednictwa finansowego na całym świecie wciąż rośnie, konwencjonalny proces nadzoru regulacyjnego będzie stawał się

coraz bardziej przestarzały (...)"'. Jak pisze Engdahl, to tak, jakby powierzyć lisom pilnowanie kurnika.

Przyjmijmy na razie dwa ustalenia. Po pierwsze, uczestnicy rynków finansowych ulegają niekiedy spekulacyjnym maniom prowadzącym do narastania bąbli. Po drugie, zachowania kreujące nadmierne ryzyko powinny być poddane stosownym regulacjom i nadzorowi, co z kolei powinno zmniejszyć prawdopodobieństwo lub siłę krachów na rynkach finansowych.

Postawmy teraz inne pytanie, ważniejsze z punktu widzenia celu tego opracowania: czy istnieją jakieś szczególne okoliczności lub czynniki, które sprzyjałyby powstaniu i narastaniu spekulacyjnych bąbli. Odpowiadając na to pytanie możemy odwołać się do poglądów Minsky'ego, wg którego proces prowadzący do kryzysu finansowego rozpoczyna wydarzenie wyzwalające ożywienie wśród inwestorów ukierunkowane na pewne aktywa (*displacement*). Wydarzeniem takim może być ważna zmiana o charakterze politycznym lub gospodarczym, taka jak pojawienie się nowego produktu lub technologii, np. kolei żelaznych lub Internetu, zmiana w samej technologii zawierania transakcji (rozwój telekomunikacji), czy też pojawienie się i rozwój nowych produktów finansowych, np. nowych rodzajów instrumentów pochodnych. Czynnikiem wyzwalającym spiralę spekulacyjną może być także znacząca zmiana w polityce gospodarczej.

Minsky, jak się wydaje, w sposób nie w pełni konsekwentny przedstawia także mechanizm narastania nierównowagi na rynku finansowym, który nie zależy od jakiegokolwiek czynnika wyzwalającego, lecz uwarunkowany jest jedynie okresem trwałej prosperity. Minsky [1992, s. 7-8] pisze o tym w sposób następujący: „Pierwsze twierdzenie hipotezy niestabilności finansowej mówi, że gospodarkę mogą cechować reżimy finansowe, w których gospodarka zachowuje stabilność oraz reżimy finansowe, w których jest niestabilna. Zgodnie z drugim twierdzeniem hipotezy niestabilności finansowej w okresach trwałej prosperity gospodarka przechodzi od relacji finansowych gwarantujących stabilność systemu, do relacji, które sprawiają, że system jest niestabilny. W szczególności w długich, korzystnych okresach gospodarki kapitalistyczne wykazują tendencję do przejścia od struktur zdominowanych przez jednostki o zbilansowanych finansach (*hedge financing units*) do struktur, w których przeważają jednostki o spekulacyjnym finansowaniu lub jednostki typu struktur Ponziego (*units engaged in speculative and Ponzi finance*)”¹.

¹ „Jednostki o zbilansowanych finansach (*hedge financing units*), to te podmioty, które mogą wypełnić wszystkie kontraktowe zobowiązania polegając na strumieniach gotówki: im większy udział kapitału akcyjnego w pasywach, tym większe prawdopodobieństwo, że podmiot jest jednostką o zbilansowanych finansach. Jednostki o spekulacyjnym finansowaniu mogą sprostać zobowiązaniom w bieżącym zakresie obejmującym spłatę odsetek, ale nie są w stanie spłacić zadłużenia z otrzymywanych strumieni gotówki. Takie podmioty muszą rolować swoje zobowiązania. (...) W jednostkach typu struktur Ponziego (*Ponzi units*) strumienie pieniądza z działalności operacyjnej nie są wystarczające ani do spłaty zadłużenia, ani do dokonywania płatności odsetkowych. Takie podmioty muszą albo sprzedawać aktywa, albo się zadłużyć. (...) Podmioty typu struktur Ponziego zmniejszają margines bezpieczeństwa, jaki oferują posiadaczom ich zobowiązań” [Minsky, 1992, s. 7].

Ujmując powyższe uwagi w sposób najprostszy, można stwierdzić, że niekiedy do nadmiernego optymizmu i spekulacyjnej gorączki pobudza inwestorów jakieś pozytywnie ocenione wydarzenie, a niekiedy decydującą rolę odgrywa przeświadczenie, że prosperity ma trwały charakter. Wydaje się, że w praktyce oba aspekty oddziaływania na zachowania inwestorów występują często łącznie; jako przykład niech posłuży przypadek tzw. kryzysu dot.com, który został wyzwolony nadmiernymi oczekiwaniami w stosunku do nowych technologii i jednocześnie dość długim okresem niezwykle niskich stóp procentowych. Niekiedy wszakże trudno byłoby wskazać czynnik wyzwalaający spekulację w konkretnym segmencie rynku finansowego; czynnik taki nie jest oczywisty w przypadku bąbla na rynku nieruchomości jako centralnego elementu obecnego kryzysu. Zauważmy też w charakterze przykładu, że zgodnie z twierdzeniem Minsky'ego (choć bez odniesienia do jego terminologii i klasyfikacji) spekulacyjnej gorączce poprzedzającej obecny kryzys towarzyszyło coraz silniejsze lewarowanie.

Powyższe uwagi dzieli już tylko krok od stwierdzenia, że zbyt łagodna (cokolwiek to miałooby w tym miejscu znaczyć) polityka pieniężna może być wspomagającym albo wręcz samoistnym czynnikiem prowadzącym do narastania nierównowagi na rynkach finansowych, czy też inaczej mówiąc do inflacji aktywów i w konsekwencji do finansowego krachu. White [2006, s. 1] ujmuje to następująco: „Kluczowym problemem jest to, że długotrwałe łatwe warunki pieniężne mogą prowadzić do skumulowania znacznych odchyleń od historycznych norm w zakresie takich kategorii, jak poziomy długu, stopy oszczędności, ceny aktywów lub inne wskaźniki nierównowagi („imbalances”). Doświadczenie historyczne wskazuje, że powrót do mediany jest typowym zjawiskiem, któremu towarzyszą negatywne skutki dla przyszłego popytu zagregowanego”.

To samo spostrzeżenie, w sposób bardziej konkretny, wyrażają Borio i Lowe [2002, s. 22]: „niska i być może malejąca inflacja połączona z wysoką wiarygodnością polityki pieniężnej sprawia, że władze nie mają powodu zacieśniać polityki (w reakcji na boom kredytowy i na rynku aktywów – A.K.), jeśli odpowiadają wyłącznie na jasne oznaki presji inflacyjnej. Paradoksalnie, endogeniczna reakcja na wiarygodną politykę pieniężną zwiększa prawdopodobieństwo, że presja inflacyjna znajdzie ujście w napięciach (imbalances) w systemie finansowym (...). Zaniechanie przeciwdziałania takim napięciom, poprzez politykę pieniężną lub inny instrument polityki gospodarczej, może ostatecznie zwiększyć ryzyko niestabilności finansowej i w następstwie deflacji”.

Ostatni cytat stanowi odpowiedni punkt wyjścia do następnych części opracowania. Jasno wyraża on myśl, że skuteczna i wiarygodna antyinflacyjna polityka pieniężna może sprzyjać narastaniu kryzysu finansowego; jest czasem zbyt łatwa, nawet jeśli zapewnia stabilność cen towarów i usług. Stąd wynika sugestia, będąca przedmiotem następnej części, że polityka pieniężna powinna przeciwdziałać napięciom na rynkach finansowych.

Kiedy już dochodzi do krachu i deflacji (oraz recesji) polityka pieniężna musi odpowiedzieć na wynikające stąd wyzwania – naturalną odpowiedzią jest znaczne poluzowanie warunków pieniężnych. Przypomina to znaną procedurę

„klin klinem”, która niestety, nie gwarantuje powrotu do trzeźwości. Można postawić hipotezę, że reakcja na kryzys, otwierając kolejny okres „łatwego pieniądza” stwarza przesłanki narastania następnego kryzysu. To zagadnienie jest przedmiotem części czwartej.

Znaczenie polityki pieniężnej w zapobieganiu kryzysom finansowym

Powyżej odnotowaliśmy pogląd, że polityka niskich stóp procentowych może przyczynić się do narastania napięć na rynkach finansowych. Opinie, że polityka pieniężna powinna uwzględniać symptomy nierównowagi na rynkach finansowych bynajmniej jednak nie są – a przynajmniej dotychczas nie były – powszechnie podzielane.

Zacznijmy od przytoczenia poglądu przeciwstawiającego się aktywnemu uwzględnianiu przez bank centralny symptomów domniemanych napięć na rynkach finansowych. Takie stanowisko było typowe dla FEDu, zyskało nawet określenie „doktryny Greenspana”, jego zwolennikiem był także obecny prezes FEDu, Ben Bernanke. Bernanke i Gertler [2000, s. 45] ujmują zagadnienie następująco: „Krótko mówiąc, elastyczna strategia bezpośredniego celu inflacyjnego zapewnia efektywną, jednolitą procedurę osiągania zarówno ogólnej równowagi makroekonomicznej, jak też stabilności finansowej. Przy silnym zobowiązaniu do stabilizowania oczekiwanej inflacji nie jest ani konieczne, ani pożądane, aby polityka pieniężna odpowiadała na zmiany cen aktywów, w stopniu wykraczającym poza ich znaczenie dla prognozowania presji inflacyjnej lub deflacyjnej”. Uzasadnieniem tego poglądu jest stwierdzenie, iż „kluczowa korzyść ze strategii bezpośredniego celu inflacyjnego polega na tym, że skłania ona do automatycznej zmiany stóp procentowych sprzyjających stabilizacji w przypadku niestabilności cen aktywów finansowych lub innych zaburzeń finansowych. Logika tej zależności jest prosta; ponieważ wzrost ceny aktywów stymuluje popyt zagregowany, a spadek ich cen obniża popyt, oddziaływanie w ramach strategii bezpośredniego celu inflacyjnego na stabilizowanie zagregowanego popytu przyniesie skutek w postaci przeciwstawiania się trendowi („leaning against the wind”) – wzrost stóp procentowych, gdy ceny aktywów rosną, i ich obniżenie, gdy ceny spadają” [Bernanke, Gertler, 2000, s. 14]. Niestety, stwierdzenie to jest wynikiem akademickiej spekulacji, która nie ma związku z rzeczywistością. W praktyce, co zresztą odnotowaliśmy wcześniej, inflacja aktywów następuje pomimo, a być może nawet w pewnym stopniu na skutek stabilności cen, kiedy bank centralny stawiający sobie za cel wyłącznie stabilność cen towarów i usług nie znajduje uzasadnienia dla podwyżki stóp procentowych. Dodajmy do tego, że powyższe błędne stwierdzenie leży u podstaw sformalizowanego, matematycznego modelu przedstawionego w cytowanym opracowaniu, który „naukowo” potwierdza pogląd przeciwny reakcji banku centralnego na symptomy napięć na rynkach finansowych niezależnej od bieżącej polityki stabilizacji cen. W charakterze komentarza zacytujmy Engdahla [2007, I]: „Greenspan (...) odszedł na emeryturę, napisał pamiętniki i przekazał

kontrolę (...) młodemu byłemu profesorowi Princeton, Benowi Bernankemu. Jako absolwent Princeton, mogę powiedzieć, że nigdy nie powierzyłbym polityki pieniężnej najpotężniejszego na świecie banku centralnego w ręce profesora ekonomii Princeton. Niech lepiej siedzą w swoich wieżach z kości słoniowej”.

Co ciekawe, sam Greenspan nie postrzegał omawianego zagadnienia w tak skrajnie uproszczony i nierealistyczny sposób. Dopuszczał on możliwość, że skuteczna polityka antyinflacyjna może sprzyjać nadmiernemu wzrostowi cen aktywów: „Być może największą ironią poprzedniej dekady (lat 90. – A.K.) jest to, że umacniany sukces w walce z inflacją mógł przyczynić się do powstania bąbla na rynku akcji w końcu lat 90.” Mimo to Greenspan pozostał przeciwnikiem akomodacji polityki pieniężnej, która zapobiegałaby narastaniu bąbli: „Jest mocno wątpliwe, czy narastaniu bąbla (...) można zapobiec bez poniesienia kosztu w postaci znacznego spowolnienia gospodarczego i prawdopodobnej destabilizacji finansowej, tzn. efektów, których właśnie chcielibyśmy uniknąć” [Greenspan, 2004].

Jednym z argumentów przeciw aktywnemu wspieraniu przez politykę pieniężną stabilności finansowej jest rzekoma niemożność rozróżnienia bąbla spekulacyjnego od fundamentalnie uzasadnionego wzrostu cen aktywów. O ile rzeczywiście pewne wątpliwości są nieuniknione, istnieją metody pozwalające z wysokim prawdopodobieństwem wskazać istnienie napięć na rynkach finansowych. Zaciskając oczy na rzeczywistość Bernanke i Gertler [2000, s. 7] uważają, iż „ponieważ »fundamentalna stopa dyskontowa« nie jest bezpośrednio obserwowalna, to ogólnie jest niemożliwe stwierdzić, czy ceny aktywów (akcji) zawierają komponent nie fundamentalny”.

W podobnym duchu jak Bernanke i Gertler wypowiada się Bordo i in. [2000, s. 27] uznając, że „reżim monetarny, który zapewnia stabilność zregulowanych wskaźników cen, będzie przy okazji wspierał stabilność systemu finansowego”.

Z dzisiejszej perspektywy (choć obecne doświadczenia kryzysowe nie są precedensowe w swej istocie) łatwo jest wykazywać fałszywość tych opinii, które po prostu negatywnie zweryfikowała rzeczywistość. Poglądy uznające, że dążenie do zachowania stabilności finansowej powinno być niezależnym czynnikiem kształtującym politykę pieniężną, też nie są wszakże nowe. Borio i Lowe [2002, s. 1] stwierdzają: „W zasadzie zabezpieczenia w sferze finansowej w postaci regulacji ostrożnościowych i nadzoru powinny być wystarczające dla zapobieżenia zaburzeniom finansowym. W praktyce jednak mogą one nie być satysfakcjonujące. Jeśli napięcia (imbalances) są dostatecznie silne, skutkiem może być głęboka recesja i deflacja. Chociaż takie napięcia mogą być trudne do zidentyfikowania ex ante, wyniki przedstawione w tym opracowaniu wskazują, że pewne użyteczne mierniki mogą być opracowane. To sugeruje, że pomimo trudności reakcja polityki pieniężnej na owe napięcia jest w pewnych okolicznościach możliwa i właściwa”. Rozwijając tę myśl Borio i Lowe [2002, s. 22] piszą: „bank centralny może skłonić się ku wyższym stopom procentowym, niż uzasadnione po prostu krótkoterminowymi prognozami inflacyjnymi, jeśli są czytelne oznaki napięć finansowych, takie jak szybki wzrost kredytu i cen

aktywów. Uzasadnieniem takiego postępowania może być to, że wyższe stopy procentowe pomogłyby stłumić nadmierne ożywienie na rynku finansowym (financial excesses) i w ten sposób zmniejszyć prawdopodobieństwo przyszłej niestabilności finansowej i zapewne trwałego pozostawania poniżej celu inflacyjnego". Warunki skuteczności takiej polityki zależą od: „(i) zdolności władz stwierdzenia napięć finansowych, (ii) przydatności innych instrumentów, w tym polityki ostrożnościowej, (iii) efektywności wzrostu stóp procentowych w tłumieniu finansowej gorączki (financial excess), (iiii) stopnia, w którym działania banku centralnego mogą być źródłem pokusy nadużycia”.

Jak widać, Borio i Lowe, mimo pozytywnych wskazań, nie podchodzą do aktywnego angażowania się banku centralnego w utrzymywanie stabilności finansowej w sposób bezwarunkowy. Oczywiście pierwszą polityką, która powinna gwarantować bezpieczeństwo finansowe jest – zgodnie z regułą Tinbergena – stanowienie regulacji ostrożnościowych i nadzór. Podstawowe znaczenie regulacji odnotowaliśmy w tym opracowaniu już wcześniej.

Umiejscawiając problem w nieco szczególnym kontekście za polityką pieniężną reagującą na pojawiające się napięcia na rynku finansowym opowiada się także White [2006a, 2006]. Uznaje on, że realizacja celu stabilizacji cen, oznaczająca przeciwdziałanie zarówno wysokiej inflacji, jak też deflacji, oznacza niekiedy politykę zbyt taniego pieniądza, która może przyczynić się do narastania bąbla na rynkach aktywów. Sytuacja taka, zdaniem White'a, zachodzi w szczególności w warunkach „dobrej deflacji”, tzn. w przypadku spadku cen wywołanego czynnikami podażowymi, np. wzrostem wydajności, czy też, tak jak to miało miejsce w ostatnich latach, globalizacją. To skłania White'a do postulowania wprowadzenia nowej, bardziej „symetrycznej” strategii polityki pieniężnej. White uwzględnia także „złe deflacje”, którym towarzyszy recesja i które mogą być skutkiem kryzysu finansowego. Do tego zagadnienia – właściwej reakcji banku centralnego na kryzys – powrócimy w kolejnej części tego opracowania.

Za polityką pieniężną uwzględniającą zjawiska zachodzące na rynku aktywów opowiada się także EBC [2005]. Postulowana reakcja powinna mieć charakter przeciwdziałania trendowi („leaning against the wind”). W ramach takiej polityki „w obliczu inflacji aktywów bank centralny ustanowiłby stopy procentowe niż w podobnej sytuacji makroekonomicznej, ale przy bardziej normalnych warunkach rynkowych. W ten sposób bank centralny już na wczesnym etapie wykazałby ostrożność w celu uniknięcia narastania bąbla (...). Bank prawdopodobnie tolerowałby wówczas odchylenie od jego krótkoterminowego celu inflacyjnego w zamian za większe szanse zachowania stabilności cenowej i gospodarczej w przyszłości” [EBC, 2005, s. 58]. EBC jednocześnie opowiada się przeciwko reakcji polegającej na „przekłuwaniu” bąbla poprzez podwyżkę stóp procentowych; „przekłucie” bąbla może po prostu oznaczać wyzwolenie kryzysu finansowego. Zauważmy w tym miejscu krótko, że ostatnie kryzysy finansowe na rynku amerykańskim następowały po gwałtownej korekcie polityki łatwego pieniądza.

Ciekawe rozwiązanie, cieszące się obecnie znacznym zainteresowaniem innych banków centralnych i instytucji finansowych, zostało zastosowane przez Bank Hiszpanii w 2000 r.. Dla porządku odnotujmy jednak, że nie jest to roz-

wiązanie z zakresu właściwie rozumianej polityki pieniężnej, lecz z zakresu regulacji ostrożnościowych. „Hiszpańskie rozwiązanie jest podyktowane dążeniem do złagodzenia ekonomicznych wznosów i upadków poprzez działanie anty-cykliczne. W okresie szybkiego wzrostu gospodarczego, przyjęte rozwiązanie zmusza bank do zawiązania rezerw w odniesieniu do każdego nowo udzielonego kredytu (...). W zamyśle ten dodatkowy koszt ograniczy nadmierny wzrost akcji kredytowej, a także zmusi banki do utworzenia poduszki kapitałowej na wypadek przyszłych strat” [Catan, House, 2008]. Obecnie widać, że dzięki temu systemowi hiszpańskie banki okazały się stosunkowo odporne na skutki kryzysu finansowego.

Warto zauważyć, że uwagi dotyczące bąbli spekulacyjnych na rynku aktywów mogą także dotyczyć płynnego kursu walutowego. Co jednak charakterystyczne, w tym przypadku bąbel, tzn. przewartościowanie waluty, jawi się jako skutek stosunkowo restrykcyjnej, a niezbyt łatwej polityki pieniężnej, jak w przypadku innych cen aktywów. Według White’a [2006, s. 6-7] „zacieśnienie polityki pieniężnej w celu ograniczenia presji inflacyjnej mogłoby w pewnych przypadkach prowadzić do nominalnej i realnej aprecjacji kursu walutowego, skutkującej pogorszeniem bilansu obrotów bieżących. To mogłoby zwiększyć prawdopodobieństwo przyszłego kryzysu walutowego (...)”. Rola banku centralnego w równoważeniu sytuacji płatniczej w warunkach kursu płynnego, tzn. w przeciwdziałaniu powstaniu bąbla na rynku walutowym, jest jako odrębne zagadnienie rozpatrzona w [Koronowski, 2000].

Reakcja polityki pieniężnej na kryzys finansowy i jej możliwe konsekwencje w postaci kolejnego kryzysu

Kryzys finansowy ma dwa aspekty: znaczny i gwałtowny spadek cen aktywów oraz niestabilność finansową, tzn. niebezpieczeństwo załamania się systemu finansowego w wyniku upadłości ważnych systemowo instytucji lub dezorganizacji ważnego segmentu rynku finansowego. Skutkiem kryzysu finansowego jest zazwyczaj ogólne pogorszenie koniunktury. Rolą banku centralnego w obliczu krachu na rynku aktywów nie jest dążenie do oddziaływania na ceny aktywów, lecz zapobieżenie niestabilności finansowej i złagodzenie makroekonomicznych skutków kryzysu. Mishkin i White [2002, s. 16] piszą na ten temat: „(...) kluczowym problemem stojącym przed bankiem centralnym (policymaker) jest niestabilność finansowa, a nie załamanie rynku akcji, choćby odzwierciedlające pęknięcie bąbla. Jeśli bilanse instytucji finansowych i niefinansowych są pierwotnie mocne, to pęknięcie bąbla raczej nie spowoduje niestabilności finansowej. W takim przypadku, krach na rynku akcji będzie oddziaływał na gospodarkę poprzez kanały majątkowy i kosztu kapitału, wymagając od polityki pieniężnej jedynie zwykłej reakcji na standardowe skutki spadku cen akcji na wielkość zagregowanego popytu”.

Reakcja banku centralnego wykracza zatem poza zwykle ramy stabilizującej popyt i ceny polityki pieniężnej w sytuacji, gdy poważne zmiany na rynku

aktywów zagrażają niestabilnością finansową, przede wszystkim problemami w utrzymaniu płynności i/lub wypłacalności przez systemowo ważne instytucje finansowe. W takim przypadku bank centralny podejmuje działania jako kredytodawca ostatniej instancji. O ile ta rola nie jest zasadniczo kontrowersyjna, to w przypadku poważnych kryzysów skala zaangażowania banku centralnego może być ogromna i polegać nie tylko na kredytowym wsparciu wybranych, nielicznych zagrożonych instytucji, lecz na zasadniczym zasileniu systemu finansowego i całej gospodarki w płynność, a więc na zasadniczym poluzowaniu polityki pieniężnej, niekiedy poprzez wykorzystanie niekonwencjonalnych instrumentów. Takie posunięcia nie są podyktowane potrzebami polityki stabilizującej popyt i ceny i wykraczają poza „zwykłą reakcję na standardowe skutki spadku cen akcji na wielkość zagregowanego popytu”, a ponadto wykazują raczej niewielką skuteczność w przeciwdziałaniu recesyjnym skutkom krachu, czego najlepszym przykładem są znikome efekty polityki ilościowego poluzowania (*quantitative easing*) w Japonii.

Według EBC [2005, s. 58] „argumentem na rzecz polityki przeciwstawiania się trendowi jest symetria”. Niestety, ten ostatni pogląd o możliwości prowadzenia polityki symetrycznej po pęknięciu bąbla uważam za bardzo problematyczny. Bank centralny działając w obliczu kryzysu finansowego może być skłonny do podjęcia całkiem niezwykłych środków zwiększających płynność sektora finansowego, niewątpliwie niemających „symetrycznego” charakteru. Ponadto, jak widzieliśmy, zgoda na zaostrzenie polityki pieniężnej w obliczu domniemania narastania bąbla spekulacyjnego nie jest powszechna, a nawet wówczas, gdy formalnie uznaje się potrzebę reagowania na spekulacyjną gorączkę, w praktyce podjęcie stosownych działań może być trudne. Według White’a [2006, s. 11] „błędne wyceny aktywów (price „misalignments”) są trudne do zidentyfikowania i nie można im się skutecznie przeciwstawić, gdyż wymagałoby to wzrostu stóp, który byłby destrukcyjny w innych segmentach gospodarki. Odmienne jest w przypadku spowolnienia w gospodarce związanego z pęknięciem bąbla, któremu można skutecznie przeciwdziałać poprzez poluzowanie polityki pieniężnej. To pociąga pewien stopień asymetrii w sposobie prowadzenia polityki pieniężnej (...)”.

Jakie skutki może wywołać znaczne poluzowanie polityki pieniężnej w celu zapobieżenia niestabilności finansowej, w dodatku wywierające niewielki wpływ na ożywienie gospodarki i – w wyniku przedstawionej asymetrii polityki – nieskontrowane odpowiednio w przypadku pojawienia się ponownych wzrostów? Znakomitą odpowiedź na to pytanie stanowi opinia White’a [2006, s. 13-14], który omawiając negatywne konsekwencje asymetrycznego poluzowania polityki pieniężnej zwraca m.in. uwagę, że „(...) niskie stopy procentowe mogą wzmocnić »pogoń za dochodem« („serach for field”). To w szczególności dotyczy instytucji finansowych (takich jak przedsiębiorstwa ubezpieczeniowe i fundusze emerytalne o sztywnych, umownych wypłatach), które muszą osiągnąć wcześniej określoną, wymaganą stopę. To popycha inwestorów do nabywania coraz bardziej ryzykownych aktywów oraz posługiwania się coraz wyższym lewarowaniem dla uzyskania wyższych stóp zwrotu z kapitału. Takie zach-

wania znajdują odzwierciedlenie w spadkach premii za ryzyko od zobowiązań o niższym ratingu oraz w większej dostępności taniego finansowania inwestycji venture-capital i zakupów obligacji zabezpieczonych aktywami. Z jednej strony, zgodnie z zamiarem, to pobudza zagregowany popyt i inwestycje. Z drugiej strony, jeśli pewne sektory gospodarki szczególnie silnie odpowiadają na pozytywne bodźce (...), to taka sytuacja stwarza warunki do kolejnego wysypu zasilonych kredytem mylnych alokacji”.

Wydaje się, że najlepszą ilustracją błędów banku centralnego, które prowadzą do kryzysu finansowego, jest polityka pieniężna FED w ostatnich latach. Przede wszystkim, jak widzieliśmy w części drugiej tego opracowania, stwierdzenie to dotyczy forsowania nierozważnej liberalizacji i jednocześnie w pełni świadomej rezygnacji ze skutecznego nadzoru nad działalnością instytucji finansowych. Ponadto „doktrynie Greenspana” zakładającej brak reakcji polityki pieniężnej na narastanie spekulacyjnych bąbli na rynkach finansowych towarzyszyło niejednokrotnie znaczne i stosunkowo długotrwałe nadzwyczajne poluzowanie polityki pieniężnej w wyniku kryzysu finansowego (w 1998 r. po kryzysie związanym z niewypłacalnością LTCM, co przyczyniło się do kryzysu dot.com, po którym z kolei nastąpiło znaczne obniżenie stóp w latach 2001-2004, leżące u źródła obecnego kryzysu). Oznaczało to, że polityka pieniężna była skrajnie „asymetryczna”. Zaostrzenie polityki pieniężnej następowało stosunkowo nagle i bez uzasadnienia w rozwoju procesów inflacyjnych; wydaje się, że niejako wbrew doktrynie powodem takiej zmiany była gorączka spekulacyjna (owa „irrational exuberance”). Ponieważ zmiana taka dokonywana była w sytuacji nabrzmiałego bąbla, to przybierała ona charakter jego „przekłucia”, nawet jeśli reakcja rynku nie następowała natychmiast. Przykładem takiej sytuacji jest seria podwyżek stóp procentowych przed marcem 2000 r., kiedy rozpoczął się kryzys dot.com, a następnie od połowy 2004 r. Tym wszystkim błędom towarzyszyła pokusa nadużycia w dużych instytucjach finansowych (a po okresie konsolidacji wyzwolonej liberalizacją głównie duże instytucje pozostały na rynku).

Również sposób zarządzania obecnym kryzysem pozwala na poczynienie spostrzeżeń istotnych dla rozważanych w tym opracowaniu, choć oczywiście jest za wcześnie, aby wyrokować o przyszłych skutkach obecnej polityki. Po pierwsze, zauważmy, że tylko pomiędzy sierpniem a listopadem 2008 r. bilans FEDu wzrósł z 900 mld dolarów do 2,2 biliona dolarów. Jednocześnie przyjęte w końcu listopada 2008 r. programy kryzysowej pomocy stanowią zapowiedź dalszego wzrostu podaży pieniądza o ok. 800 mld dolarów, a rozszerzenie programu TALF w lutym 2009 r. o kolejne 800 mld dolarów. W listopadzie 2008 r. FED zobowiązał się wykupić MBSy (*mortgage backed securities*) gwarantowane przez sponsorowane przez rząd instytucje (w szczególności znacjonalizowane Fannie Mae i Freddie Mac) za kwotę do 500 mld dolarów i do 100 mld ich własnego długu. Ponadto stworzono fundusz TALF (Term Asset-Backed Securities Loan Facilities) w kwocie 200 mld dolarów, przeznaczony na pożyczki pod zastaw nowo emitowanych ABSów (*asset backed securities*). W lutym 2009 r. zakres programu TALF rozszerzono, a jego kwotę zwiększono do 1 bln dolarów. TALF realizuje zadanie, które pierwotnie było przeznaczone powierzone

programowi TARP (Troubled Assets Relief Program) uchwalonego przez Kongres. Środki TARP zostały wykorzystane jednak w dużej części na kapitałowe wsparcie instytucji finansowych. TARP udzieli jedynie FEDowi ubezpieczenia strat, jakie może on ponieść na operacjach TALF do kwoty 20 mld dolarów. Jak zwracają uwagę komentatorzy, „pod przykrywką kolejnych programów, oznaczonych coraz słabiej zapadającymi w pamięć skrótami, FED podstawia własny bilans w miejsce kurczącego się prywatnego systemu finansowego w celu uratowania gospodarki przed odcięciem od kredytu”. „Po raz pierwszy FED stał się bezpośrednim pożyczkodawcą dla konsumentów. Wielu właścicieli domów, chociaż o tym nie wie, będzie wysyłać swoje raty kredytów hipotecznych do FEDu” [Economist, 2008a].

Działania FEDu (i Departamentu Skarbu) ukierunkowane są na przejęcie aktywów, w dużej mierze toksycznych, których w procesie obniżania stopnia lewarowania pozbywają się instytucje finansowe, a w konsekwencji na obniżenie ich rentowności (premii za ryzyko) i marży w stosunku do papierów skarbowych oraz na stworzenie na rynku miejsca dla nowych instrumentów dłużnych. Działania te są dość skuteczne; po ogłoszeniu w listopadzie 2008 r. powyżej wspomnianych programów oprocentowanie papierów dłużnych i kredytów hipotecznych spadło o kilkadziesiąt punktów bazowych. Jakkolwiek działania takie mogą być słuszne ze względu na złagodzenie najbardziej dokuczliwych, bieżących symptomów kryzysu, to jednocześnie ich bezpośrednim skutkiem jest – zgodnie zresztą z zamierzeniem – zwiększenie skłonności inwestorów do ryzyka oraz zmotywowanie ich do podjęcia działalności kredytowej i inwestycyjnej, a więc stworzenie warunków, które po uspokojeniu sytuacji mogą sprzyjać kolejnej gorączce spekulacyjnej. Przesłanką narastania nowego bąbla na rynku aktywów będzie zdjęcie poprzez działania FEDu i Departamentu Skarbu odpowiedzialności za popełnione błędy już nie z pojedynczych instytucji finansowych, lecz z całego sektora finansowego, co musi stanowić potężny czynnik pokusy nadużycia. Działania minimalizujące bezpośrednie skutki kryzysu oznaczają politykę taniego pieniądza oraz wynikającej stąd już obecnie bardzo wysokiej płynności – skalę wzrostu płynności pokazują przytoczone dane dotyczące wzrostu kwoty bilansu FED. Według Kempa [2008] depozyty banków w FED wzrosły w krótkim czasie z 8 mld do 494 mld dolarów i według szacunków FEDu przekraczały o 494 mld dolarów normalne potrzeby płynnościowe i ostrożnościowe. Na razie w ślad za gwałtownym wzrostem podaży wąskiego pieniądza nie ruszyła akcja kredytowa. Powstaje pytanie, co stanie się z tą ogromną masą płynnego pieniądza, kiedy sytuacja rynkowa się uspokoi, a instytucje finansowe i inwestorzy rozpoczną ponownie nerwową „pogoń za dochodem”. Czy FED będzie w stanie z powrotem zaabsorbować tę ogromną płynność? Komentatorzy mają co do tego wątpliwości: „Zwiększwszy swój bilans tak gwałtownie FED może nie mieć dość wyobraźni lub odwagi, aby go zmniejszyć dostatecznie szybko, gdy kryzys minie, a nadmierna płynność będzie zasilać przegrzanie gospodarki” [Economist, 2008a].

Celem tych uwag nie jest szerokie omawianie aktualnych programów antykryzysowych, ani obszerne budowanie scenariuszy rozwoju sytuacji. Pozwalają

one wszakże udokumentować na podstawie aktualnych wydarzeń hipotezę, że w ferworze walki ze skutkami kryzysu finansowego banki centralne mogą szczególnie łatwo i nieopatrznie stworzyć przesłanki kolejnego kryzysu. O ile pewna cykliczność w tej mierze zdawała się cechować w ostatnich dekadach gospodarkę amerykańską [Engdahl, 2008, II, III], o tyle obecnie istnieje ryzyko, że zjawisko to, tak jak aktualny kryzys, przybierze charakter prawdziwie globalny.

Podsumowanie

Przeciw polityce pieniężnej, która starałaby się akomodować narastanie bąbli cenowych na rynku aktywów przemawiają istotne argumenty. Przede wszystkim, należy stwierdzić, że powstawaniu napięć i nierównowagi w systemie finansowym powinny przeciwdziałać w pierwszej kolejności właściwe regulacje i skuteczny nadzór nad sektorem finansowym. Ponadto identyfikacja bąbli może być trudna i wątpliwa, próby aktywnego oddziaływania na ceny aktywów przez bank centralny ingerują w grę rynkową, która powinna być pozostawiona zainteresowanym uczestnikom rynku, przeciwdziałanie narastaniu bąbli może prowadzić do kosztu w postaci spowolnienia gospodarczego, a nawet niestabilności finansowej (zwłaszcza gdy w praktyce przyjmie postać „przekłucia” bąbla), polityka pieniężna staje się mniej przejrzysta i bardziej dyskrecjonalna. Niemniej jednak obecna sytuacja zdaje się ostatecznie przekonywać, że odmowa uwzględnienia w polityce pieniężnej sytuacji na rynkach finansowych i prawdopodobnego narastania na nich poważnej nierównowagi oraz skupienie uwagi wyłącznie na stabilności cen i usług może prowadzić do kryzysu finansowego. Bank centralny zazwyczaj w końcu czuje się zmuszony do spóźnionego zaostżenia polityki pieniężnej wobec „nieracjonalnego ożywienia”, a następnie do jej gwałtownego poluzowania w obliczu niestabilności finansowej. Utrzymywanie polityki taniego pieniądza wyłącznie ze względu na niską inflację może okazać się kosztownym błędem.

Wbrew eleganckim teoriom uczestnicy rynku nie działają w pełni racjonalnie, a rynki nie są efektywne. Oznacza to, że okresowo dochodzi do spekulacyjnych manii i narastania bąbli na rynku aktywów. Dobre regulacje i skuteczny nadzór mogą istotnie ograniczyć prawdopodobieństwo i skalę tych zjawisk. Jednocześnie jednak odpowiedzialność za stabilność finansową spoczywać powinna w stosownym stopniu także na polityce pieniężnej. Kluczowe dla stabilności cen oddziaływanie na oczekiwania inflacyjne nie może prowadzić do wytworzenia wśród uczestników rynku fałszywego przeświadczenia, że sama stabilność cen gwarantuje tani pieniądz w nieograniczonej perspektywie. Przede wszystkim jednak do całkowitego „puszczenia wodzy” polityki pieniężnej, a nawet „popychania sznurka” poprzez ilościowe poluzowanie skłaniają banki centralne potrzeby zarządzania kryzysami. W ten sposób, a także poprzez rozbudzenie pokusy nadużycia i działania mające na celu obniżenie wyceny ryzyka, banki centralne stwarzają przesłanki kolejnych kryzysów.

Płynie stąd następujący ogólny wniosek: pieniądź i kredyt muszą pozostać dobrami rzadkimi, posiadającymi cenę, która zapewnia ich rozsądne wykorzystanie. Krecja pieniądza w gospodarce nie może dokonywać się w sposób pozbawiony niezbędnych regulacji i znaczącego kosztu uzyskania pieniądza rezerwowego. Niestety, wydaje się, że polityka pieniężna skupiona wyłącznie na stabilności cen nie zawsze zapewnia takie warunki. Jeśli chodzi o zarządzanie kryzysami, to bieżące potrzeby chwili nie mogą przesłaniać świadomości, że bank centralny nie może zapewniać w praktyce nieograniczonej płynności. Pieniądź musi być nie tylko stabilny w kategoriach inflacyjnych, ale musi mieć samodzielną wartość – bez tego nie może być zdrowego sektora finansowego i zdrowej gospodarki.

Bibliografia²

- Bernanke B., Gertler M., [2000], *Monetary Policy and Asset Price Volatility*, NBER Working Paper 7559.
- Bordo M., Dueker M., Wheelock D., [2000], *Aggregate price shocks and financial instability: an historical analysis*, NBER Working Paper 7652.
- Borio C., Lowe P., [2002], *Asset prices, financial and monetary stability: exploring the nexus*, BIS Working Paper no 114.
- Catan T., House J., [2008], *Spain's Bank Capital Cushions Offer a Model to Policy Makers*, Universidad Autonoma de Madrid, www.uam.es/personal_pdi/economicas, data dostępu 9.02.2009.
- EBC, [April 2005], *Asset price bubbles and monetary policy*, w *Monthly Bulletin*.
- Economist, [27 listopada 2008a], *Plan C*.
- Economist, [30 grudnia 2008b], *Follow the feeder*.
- Engdahl F.W., [2008 II], *The Financial Tsunami, Part II, The Financial Foundations of the American Century*, www.financialsense.com/editorials/engdahl/2008, data dostępu 24.04.2008.
- Engdahl F.W., [2008 III], *The Financial Tsunami, Part III, Greenspan's Grand Design*, www.financialsense.com/editorials/engdahl/2008, data dostępu 24.04.2008.
- Engdahl F.W., [2008 IV], *The Financial Tsunami, Part IV, Financial Crisis: Asset Securitization – The Last Tango*, www.globalresearch.ca, data dostępu 12.04.2008.
- Engdahl F.W., [2008 V], *The Financial Tsunami, Part V, Speculative Onslaught. Crisis of the World Financial System: The Financial Predators Had a Ball*, www.globalresearch.ca, data dostępu 24.04.2008.
- Greenspan A., [May 2004], *Risk and Uncertainty in Monetary Policy*, „American Economic Review”, Vol. 94, No. 2.
- Kemp J., [2008], *TARP and Fed facilities unravel*, <http://blogs.reuters.com/great-debate/2008/11/13/tarp-and-fed-facilities-unravel>, data dostępu 8.02.2009.
- Koronowski A., [2000], *Rola banku centralnego w równoważeniu sytuacji płatniczej w warunkach kursu płynnego*, Bank i Kredyt nr 4.
- Kuttner R., [October 2, 2007], *Testimony of R.Kuttner Before the Committee on Financial Services, U.S. House of Representatives*, Washington, D.C.
- Małecki W., Sławiński A., Piasecki R., Żuławska U., [2001], *Kryzysy walutowe*, Wydawnictwo Naukowe PWN.

² Cytowane źródła angielskojęzyczne w tłumaczeniu autora.

- Mishkin F.S., White E.N., [April 23, 2002], *U.S. Stock Market Crashes and Their Aftermath: Implications for Monetary Policy*, Asset Price Bubbles Conference, Federal Reserve Bank of Chicago and The World Bank, Chicago, Illinois.
- Minsky H.P., [1992], *The Financial Instability Hypothesis*, The Jerome Levy Economics Institute of Bard College, Working Paper No. 74.
- White W.R., [2006a], *Procyclicality in the financial system: do we need a new macrofinancial stabilization framework?*, BIS Working Paper No. 193.
- White W.R., [2006], *Is price stability enough?*, BIS Working Paper No. 205.

MONETARY POLICY AND FINANCIAL CRISES

Summary

The paper discusses the role of monetary policy in preventing financial crises and offsetting their implications. The paper provides a critical evaluation of views on the relationship between monetary policy and financial crises. The author looks at this issue in the context of practical experiences, especially those coming from the U.S. market, where the analyzed ties seem to be the most prominent. The author concludes that a monetary policy exclusively focused on the prices of goods and services and oriented toward keeping inflation in check in the short term, may create an environment conducive to the outbreak of a financial crisis. The probability of such a situation is especially high if the financial market is heavily liberalized and poorly supervised, Koronowski says. However, the main conclusion is that a financial crisis may be prompted by an excessive, prolonged increase in the liquidity of the banking sector after a decline in financial stability or as a result of failed central bank attempts to stimulate credit expansion and economic growth. Yet another conclusion is that monetary policy must be stable not only in terms of inflation, but also in terms of the price of money, Koronowski says. This is indispensable for a healthy financial sector and robust economic growth, the author adds.

Keywords: monetary policy, financial crisis, inflation, financial stability