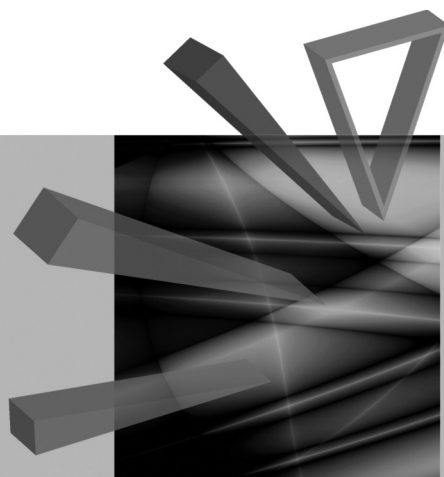


Funkcjonowanie unii gospodarczej i walutowej w teorii i w praktyce



pod redakcją
Jana Borowca
Krzysztofa Bieguna



Recenzent: Henryk Ćwikliński

Redaktor Wydawnictwa: Barbara Majewska

Redaktor techniczny: Barbara Łopusiewicz

Korektor: Barbara Cibis

Łamanie: Beata Mazur

Projekt okładki: Beata Dębska

Publikacja jest dostępna na stronie www.ibuk.pl

Streszczenia opublikowanych artykułów są dostępne w międzynarodowej bazie danych The Central European Journal of Social Sciences and Humanities <http://cejsh.icm.edu.pl> oraz w The Central and Eastern European Online Library www.ceeol.com a także w adnotowanej bibliografii zagadnień ekonomicznych BazEkon http://kangur.uek.krakow.pl/bazy_ae/bazekon/nowy/index.php

Informacje o naborze artykułów i zasadach recenzowania znajdują się na stronie internetowej Wydawnictwa www.wydawnictwo.ue.wroc.pl

Kopiowanie i powielanie w jakiegokolwiek formie wymaga pisemnej zgody Wydawcy

© Copyright by Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu
Wrocław 2011

ISSN 1899-3192

ISBN 978-83-7695-204-8

Wersja pierwotna: publikacja drukowana

Druk: Drukarnia TOTEM

Spis treści

Wstęp	7
Iwo Augustyński , Zmiana ryzyka systematycznego na polskim rynku jako skutek globalnego kryzysu finansowego. Analiza największych krajowych spółek	9
Bernadeta Baran , Europejski Mechanizm Stabilizacyjny – geneza i przesłanki pomocy finansowej dla krajów strefy euro	20
Krzysztof Biegun , Synchronizacja cykli koniunkturalnych Polski i strefy euro – warunek czy skutek procesu integracji monetarnej?	35
Jan Borowiec , Synchronizacja cykli koniunkturalnych w strefie euro	48
Ewa Pancer-Cybulska, Agata Surówka , Wewnętrzne zróżnicowanie wydatków socjalnych w Unii Europejskiej i strefie euro	59
Jarosław Czaja , Zmiany udziału polskiego złotego w obrotach na rynkach walutowych.....	77
Magdalena Pronobis, Michał Pronobis , Wpływ transferów unijnych na kurs walutowy i politykę pieniężną w Polsce po 2004 roku	89
Michał Pronobis , Bańki spekulacyjne a reakcja banków centralnych: zmiany percepcji roli polityki pieniężnej w następstwie kryzysu 2007-2009.....	103
Marta Wajda-Lichy , Wyzwania w zakresie reform rynków pracy w krajach strefy euro jako konsekwencje kryzysu finansowego 2007-2009	118

Summaries

Iwo Augustyński , Change in systematic risk on the Polish market as a result of the global financial crisis. Analysis of the biggest Polish companies	19
Bernadeta Baran , European Stability Mechanism – economic reasons of financial support.....	34
Krzysztof Biegun , The synchronization of business cycles between Poland and the euro area – a condition or result of the process of monetary integration?	47
Jan Borowiec , Synchronization of business cycles in the euro area.....	58
Ewa Pancer-Cybulska, Agata Surówka , Internal diversity of social expenditures in the European Union and euro zone.....	76
Jarosław Czaja , The changes of Polish zloty turnovers share on currency markets.....	88

Magdalena Pronobis, Michal Pronobis, EU transfers and their impact on monetary policy and exchange rate in Poland after 2004.....	102
Michal Pronobis, Asset price bubbles and monetary policy response – changes in thinking about the role of central banks after the financial crisis 2007-2009	117
Marta Wajda-Lichy, Challenges for labour market reforms in the euro zone countries as consequences of financial crisis 2007-2009	133

Michał Pronobis

Wyższa Szkoła Bankowa w Gdańsku

BAŃKI SPEKULACYJNE A REAKCJA BANKÓW CENTRALNYCH: ZMIANY PERCEPCJI ROLI POLITYKI PIENIĘŻNEJ W NASTĘPSTWIE KRYZYSU 2007-2009

Streszczenie: Dyskusja sprowokowana przez ostatni kryzys finansowy na temat pożądanej reakcji polityki monetarnej na bańki na rynku finansowym jednoznacznie prowadzi do sugestii zwiększenia aktywności banków centralnych. Dostrzeżono bowiem nowe kanały oddziaływania stóp procentowych w warunkach boomów finansowych, a także wskazano nowe możliwości identyfikacji baniek. Pojawiły się zarazem nowe silne przesłanki za podejmowaniem prób przeciwdziałania bańkom. Jedną z kluczowych konkluzji w dyskusji jest wzmocnienie znaczenia monitoringu rynku kredytowego jako istotnego indykatora przyszłych zmian cen aktywów oraz konieczność jeszcze silniejszej koordynacji polityk monetarnej i regulacyjnej.

Słowa kluczowe: bańki cenowe, polityka pieniężna, stabilność makroekonomiczna, stabilność finansowa.

1. Wstęp

Ostatni globalny kryzys finansowy, którego apogeum przypadło na okres bezpośrednio po upadku Lehman Brothers we wrześniu 2008 r., doprowadził do pojawienia się turbulencji na rynkach finansowych oraz w sferze makroekonomicznej na niespotykaną od kilkudziesięciu lat skalę. Napięcia na rynkach finansowych polegały w głównej mierze na skokowym wzroście spreadów rynkowych stóp procentowych, spadku wolumenu transakcji na rynkach międzybankowych oraz zamrożeniu aktywności na rynkach kredytowych, co w konsekwencji stało się powodem recesji w wielu gospodarkach świata, a następnie powstania problemu nadmiernego zadłużenia.

W obszarze polityki pieniężnej wskutek kryzysu poważnie zagrożony został mechanizm transmisji monetarnej, a konkretnie – jego efektywność. Główne banki centralne świata, w reakcji na kryzys, gwałtownie rozluźniły politykę pieniężną, obniżając nominalne stopy procentowe do historycznego minimum. Władze monetarne zastosowały ponadto dodatkowe tzw. niestandardowe instrumenty ekspansji pieniężnej w celu niedopuszczenia do załamania systemu finansowego oraz złagodzenia recesji.

Kryzys finansowy 2007-2009, który – jak się uznaje – spowodowało głównie pęknięcie bańki spekulacyjnej na poszczególnych rynkach aktywów, na nowo rozbudził dyskusję na temat przyczyn ich narastania, cech charakterystycznych związanych z ich przebiegiem, konsekwencji ich pęknięcia dla gospodarki oraz sposobów reagowania na nie ze strony polityki monetarnej. Mimo intensywnej debaty, zarówno w środowisku akademickim, jak i w samych bankach centralnych, nie udało się wypracować konsensu, zwłaszcza odnośnie do zagadnienia optymalnej odpowiedzi polityki pieniężnej na zjawisko bańki spekulacyjnej.

Celem artykułu jest zaprezentowanie argumentów w dyskusji o pożądanej reakcji polityki monetarnej na zjawisko baniek na rynkach aktywów. Na tle i pod wpływem ostatniego kryzysu finansowego argumenty te ulegają swoistemu przeobrażeniu, zyskują inną wagę, poddawane mogą być rozważeniu w nowym świetle, powodując zarazem inne niż przed kryzysem rozłożenie racji w toczącym się sporze. Zdaniem autora, po kryzysie 2007-2009 możemy być świadkami zmiany paradygmatów i strategii polityki pieniężnej w aspekcie jej roli w oddziaływaniu na zjawisko baniek spekulacyjnych.

2. Niestandardowe instrumenty polityki pieniężnej i ich skuteczność w ograniczaniu skutków kryzysu

Kryzys finansowy 2007-2009 stał się wielkim wyzwaniem dla banków centralnych i spowodował konieczność szybkiej i zdecydowanej reakcji ze strony polityki pieniężnej. Po upadku banku Lehman Brothers we wrześniu 2008 r. polityka monetarna głównych banków centralnych na świecie przybrała postać ekstremalnie ekspansywną. Bazowe stopy procentowe spadły do poziomu bliskiego zera: amerykańska Rezerwa Federalna (Fed) obniżyła podstawową stopę do poziomu 0-0,25%, Europejski Bank Centralny (ECB) do 1%, Bank Anglii (BoE) do 0,5%, a Bank Japonii (BoJ) do 0%. Tym samym gospodarka znalazła się na granicy pułapki płynności, ponieważ gdy nominalne stopy procentowe osiągnęły dolny nieprzekraczalny poziom (*zero bound*), banki centralne utraciły możliwości dalszego oddziaływania na rynek pieniężny i stymulowania popytu przy wykorzystaniu tradycyjnych instrumentów polityki pieniężnej (więcej w: [Wolman 1998; Coenen i in. 2004; Wojtyna 2004, s. 110-139])¹.

Z powodu wyczerpania się możliwości oddziaływania za pomocą konwencjonalnych narzędzi (obniżek stóp procentowych) światowe banki centralne sięgnęły po tzw. niestandardowe instrumenty polityki pieniężnej (*non-standard monetary policy measures*). Ostateczne nazwy i formy użytych niestandardowych narzędzi różniły się nieznacznie w obrębie poszczególnych banków centralnych, służyły one jednak finalnie temu samemu celowi: wspieraniu systemu finansowego i zapobiega-

¹ Do tej pory, poza przypadkiem Japonii w latach 90., tzw. problem zerowej dolnej granicy stóp procentowych był zagadnieniem rozpatrywanym czysto hipotetycznie. Po nadejściu kryzysu 2007-2009 problem ten nabrał wymiaru praktycznego, odnosząc się do sytuacji banków centralnych w wielu krajach świata.

niu jego załamaniu, ponieważ stanowiłoby to zagrożenie dla aktywności ogólnoeconomicznej i stabilności cen w średnim okresie [Lenza i in. 2011, s. 5-10]².

Niekonwencjonalna polityka pieniężna przyjęła kilka form. Polegała ona m.in. na (1) programie skupu aktywów na rynku wtórnym (zarówno papierów skarbowych, jak i komercyjnych) w celu obniżenia ich rentowności, a tym samym kosztów finansowania w gospodarce; (2) tzw. ilościowym luzowaniu (*quantitative easing QE*), czyli zwiększaniu sumy bilansowej banku centralnego i podaży pieniądza w obiegu (bazy monetarnej); (3) udostępnieniu dodatkowej i nieograniczonej płynności dla systemu finansowego oraz (4) odpowiednim zarządzaniu oczekiwaniami poprzez zapewnienia banków centralnych o utrzymaniu stóp procentowych na bardzo niskim poziomie przez relatywnie długi okres [Mishkin 2011, s. 24].

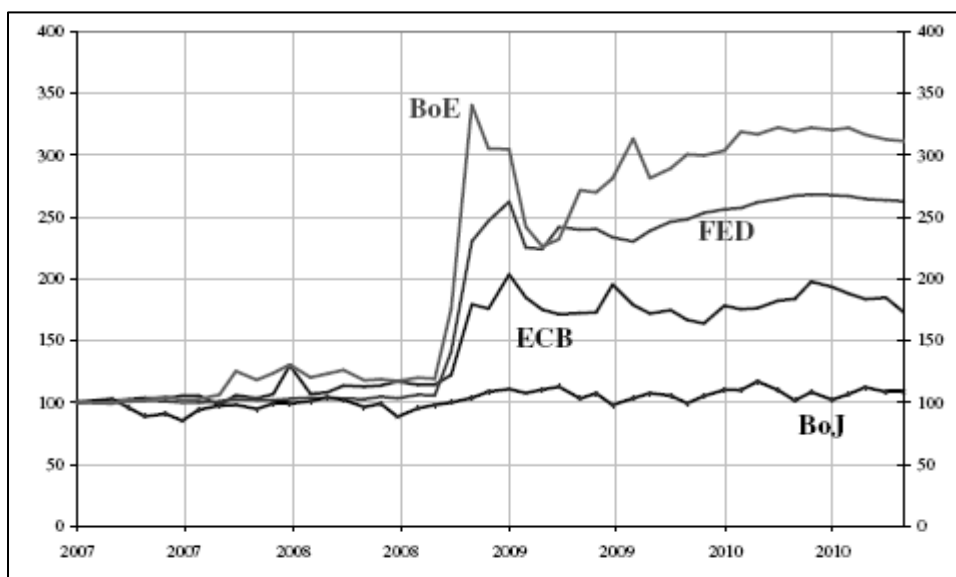
Oceniając efekty zastosowania niestandardowych instrumentów polityki pieniężnej, trudno dojść do jednoznacznych wniosków. Większość dostępnych badań wskazuje jednak na ich relatywną skuteczność. Przykładowo program masowego skupu papierów wartościowych (*asset purchases*) doprowadził do ograniczenia długoterminowych stóp procentowych, co sprzyjało podejmowaniu nowych inwestycji, zachęcało do zaciągania nowych kredytów hipotecznych oraz ułatwiało refinansowanie wcześniej zaciągniętych zobowiązań finansowych. Dodatkowo, dzięki luzowaniu ilościowemu, nastąpił wzrost wartości aktywów, co ograniczyło ryzyko deflacji oraz hamowało spadek konsumpcji za sprawą wzrostu zaufania na rynku oraz pozytywnego efektu majątkowego (*wealth effect*). Ponadto program przyczynił się do „oczyszczenia” bilansów banków komercyjnych z tzw. toksycznych aktywów (*toxic assets*), czyli w przypadku ostatniego kryzysu przede wszystkim z papierów wartościowych opartych na długi hipoteczny (MBS). Szacuje się, że program skupu aktywów realizowany przez Fed w ramach tzw. QE1 zredukował spready na amerykańskim rynku długoterminowych papierów dłużnych w przedziale od 30 do 100 punktów bazowych [Gagnon i in. 2010, s. 26-30].

Przeprowadzono wiele badań, które wspierają tezę, iż niestandardowe narzędzia polityki pieniężnej przyczyniły się do spadku rynkowych stóp procentowych i stabilizacji rynków finansowych w czasie kryzysu³. Już sam fakt, że globalny kryzys finansowy 2007-2009 był w swej istocie o wiele bardziej skomplikowany niż ten, który wywołał Wielką Depresję w latach 30. ubiegłego wieku, a mimo to jego konsekwencje makroekonomiczne okazały się dużo mniej bolesne niż przed osiemdziesięcioma laty – może potwierdzać tę tezę. Można zatem przyjąć, iż mniejszą skalę recesji po ostatnim kryzysie finansowym zawdzięczamy dostosowawczej polityce banków centralnych – dużo bardziej agresywnej, a przez to także bardziej efektywnej [Mishkin 2011, s. 24].

² Programy niestandardowego poluzowania polityki pieniężnej noszą różne nazwy w zależności od przyjętej formuły w danym banku centralnym: *Enhanced Credit Support* (ECB), *Quantitative Easing* (Fed, BoE), *Credit Easing* (Fed).

³ Niektóre z tych badań to: [Ait-Sahalia i in. 2010; Christensen i in. 2009; Giannone i in. 2010; Lenza i in. 2011; Sarkar, Shrader 2010].

Z drugiej strony, niektóre analizy wskazują, iż zastosowanie niestandardowych instrumentów ilościowego luzowania nie przyniosło oczekiwanych korzyści. Często podnoszonym argumentem jest w tym kontekście brak skuteczności w stymulowaniu sfery realnej gospodarki, tj. brak przełożenia wzrostu bazy monetarnej na przyrost pieniądza kredytowego (szerokiego agregatu monetarnego M3), a tym samym brak wpływu na zagregowany popyt i sytuację na rynku pracy [Curdia, Woodford 2010, s. 229-264]. Ogromny wzrost sumy bilansowej największych banków centralnych świata w wyniku programu QE (zob. rys. 1) rodzi natomiast obawy o niekontrolowany wzrost szerokiej podaży pieniądza i w konsekwencji inflacji w przypadku poprawy sytuacji gospodarczej. Skala ilościowego luzowania polityki pieniężnej może powodować znaczące problemy z unormowaniem warunków monetarnych (*exit strategy*) w przyszłości.



Rys. 1. Sumy bilansowe banków centralnych w latach 2007-2010; indeks, styczeń 2007=100

Źródło: dane ECB, Federal Reserve, Bank of England, Bank of Japan.

Konkluzja uwzględniająca wszystkie wyżej wymienione argumenty jest zatem następująca: użycie niekonwencjonalnych narzędzi polityki monetarnej okazało się względnie skuteczne w krótkim okresie, a zarazem kosztowne i ryzykowne w długim okresie. Gdyby bowiem nie doszło do użycia nadzwyczajnych środków łagodzących politykę pieniężną, można przypuszczać, że w centralnej fazie kryzysu rynkowe premie za ryzyko, zawarte w stopach procentowych, byłyby wyższe, to zaś powodowałyby silniejsze ograniczenie wydatków w sektorze prywatnym, a tym samym głębszy spadek PKB. Z drugiej strony jednak rozrost rozmiarów rynków finansowych w stosunku do sfery realnej, notowany w ostatnich latach, powoduje, że jakiegokolwiek wstrząsy finansowe wywołują coraz większe negatywne reperkusje w

gospodarce, przekraczające możliwości ich akomodowania za pomocą standardowych narzędzi polityki pieniężnej. Szoki te wymagają masowej interwencji ze strony banków centralnych w formie ilościowego luzowania, co, jak powiedziano wcześniej, może być bardzo kosztowne i ryzykowne z punktu widzenia stabilności monetarnej i makroekonomicznej w dłuższej perspektywie. Ponadto globalizacja rynków finansowych przyczyniła się do łatwości rozprzestrzeniania się baniek na rynkach aktywów w skali światowej oraz do zwiększenia częstotliwości ich występowania. Okazuje się zatem, że wspomniany wyżej problem *zero bound* w polityce pieniężnej przestaje być jedynie podręcznikowym i teoretycznym zagadnieniem, a staje się coraz częściej spotykanym wyzwaniem dla władz monetarnych. Oznaczałoby to konieczność uruchamiania niestandardowych instrumentów polityki pieniężnej w codziennej praktyce bankowości centralnej.

Powyższa analiza faktów skłania zatem do szerszej refleksji na temat roli banków centralnych w radzeniu sobie ze zjawiskiem kryzysów finansowych wywołanych pęknięciem baniek spekulacyjnych. Ze względu na coraz większą częstotliwość występowania baniek cenowych na rynkach aktywów, a także siłę ich oddziaływania na gospodarkę warto zadać pytanie: czy bank centralny powinien ograniczyć się do niwelowania skutków pęknięcia baniek, czy też przyjąć bardziej aktywną postawę polegającą na przeciwdziałaniu ich powstawaniu w ogóle? W dalszej części artykułu dokonany zostanie przegląd argumentów w dotychczasowej dyskusji na temat pożądanej reakcji polityki pieniężnej na zjawisko baniek spekulacyjnych, a także próba określenia wpływu, jaki na tę dyskusję wywarł/wywrze ostatni kryzys finansowy.

3. Bańki cenowe na rynkach aktywów – strategia polityki pieniężnej przed kryzysem

Ceny aktywów wykazują tendencje do silnych fluktuacji, nie zawsze uzasadnionych fundamentalnie. Toteż ruchy cen aktywów mają często podłoże spekulacyjne, a ich motorem są zmiany po stronie oczekiwań uczestników rynku oraz stopień awersji do ryzyka. Odrywające się od fundamentów ceny poszczególnych klas aktywów są wówczas przykładem formującego się na rynku bąbla spekulacyjnego. Nadmierny optymizm i przewartościowanie aktywów zazwyczaj prowadzi do zaburzenia procesów optymalnej alokacji kapitału, nietrafionych inwestycji, zagrażając stabilności i efektywności w skali makroekonomicznej [ECB 2005, s. 47]. Przerwanie wzrostu cen aktywów następuje natomiast najczęściej w formie nagłego i silnego załamania na rynku. Pękająca bańka cenowa generuje zazwyczaj straty ogólnogospodarcze w postaci zmniejszenia konsumpcji i inwestycji, wzrostu wskaźnika złych kredytów, pogorszenia bilansu sektora bankowego, spadku optymizmu wśród uczestników rynku, a w efekcie recesji⁴.

⁴ Według badań MFW straty po stronie produkcji w efekcie pęknięcia typowego bąbla spekulacyjnego na rynku aktywów wynoszą około 8% PKB w przypadku turbulencji na rynku nieruchomości, a średnio 4% PKB w przypadku rynku giełdowego [ECB 2005, s. 47]. Więcej na temat natury zjawiska baniek cenowych na rynku aktywów można także znaleźć w słynnej książce Ch. Kindlebergera [1998].

Mimo świadomości kosztownych konsekwencji pęknięcia baniek, większość banków centralnych na świecie dotychczas nie ingerowała w proces kształtowania się cen aktywów, ograniczając się wyłącznie do kontrolowania cen dóbr i usług (wskaźnika CPI). Owszem, ceny aktywów znajdowały się pod stałą obserwacją władz monetarnych, jednak panowało tu twarde przekonanie, że dynamika cen konsumpcyjnych stanowi jedyne obiektywne kryterium oceny, czy ceny aktywów nie oderwały się od fundamentów. Gdyby tak się stało, przez swój wpływ na siłę nabywczą gospodarstw domowych (efekt majątkowy w procesie transmisji monetarnej) oraz wydatki inwestycyjne przedsiębiorstw doprowadziłyby do wzrostu inflacji. To minimalistyczne podejście okazało się złudne, co zweryfikowały doświadczenia ostatniego kryzysu [Mishkin 2011, s. 17]⁵.

Dyskusja w gronie akademickim oraz w obrębie samych banków centralnych na temat strategii polityki pieniężnej w odpowiedzi na kryzysy finansowe toczy się od kilkadziesiąt lat. Jej oś stanowi spór dwóch koncepcji prowadzenia polityki pieniężnej w reakcji na występujące bańki cenowe. Pierwsza koncepcja przyjmuje, że bank centralny powinien przekłuwać powstające bańki lub przynajmniej spowalniać ich rozwijanie się poprzez prewencyjne podnoszenie stóp procentowych. Miałoby to na celu minimalizowanie strat w gospodarce po pęknięciu bańki. Alternatywny model myślenia zakłada natomiast, że za pomocą dostępnych władzom monetarnym narzędzi nie da się zapobiegać „irracjonalnej żywiołowości” na rynkach finansowych. Toteż polityka pieniężna nie powinna bezpośrednio przeciwdziałać formując się na rynku bańce cenowej, w zamian jednak – stanowczo reagować na spadek cen aktywów po pęknięciu bańki, aby wesprzeć doraźnie gospodarkę. Dwa powyższe opozycyjne obozy w literaturze przedmiotu metaforycznie określane są jako: koncepcja „opierania się wiatrowi” (*leaning against the wind*) oraz koncepcja „sprzątania” po kryzysie wywołanym pęknięciem bańki (*cleaning up after bursting of the bubble*)⁶.

Strategia „opierania się wiatrowi”, mimo że przed kryzysem nie stanowiła dominującego poglądu na temat roli banków centralnych, znajdowała już wówczas zwolenników wśród sporej części ekonomistów⁷. Uważali oni bowiem, najogólniej rzecz ujmując, iż prewencyjna podwyżka stóp procentowych byłaby uzasadniona, gdyby

⁵ Banki centralne publikują nie tylko raporty monetarne czy raporty o inflacji, ale także raporty o stabilności finansowej (Financial Stability Reports), co potwierdza, że są one żywotnie zainteresowane stanem systemu finansowego oraz poziomem i dynamiką cen aktywów. Główne modele ekonomiczne używane przez banki centralne nie w pełni uwzględniają jednak napięcia na rynkach finansowych jako źródło zmian koniunkturalnych w realnej gospodarce. Sprawia to, że polityka monetarna i polityka stabilności finansowej są często postrzegane i prowadzone oddzielnie. Polityka pieniężna prowadzona przez banki centralne koncentruje się na utrzymaniu niskiej inflacji. Dbałość o zagwarantowanie stabilności systemu finansowego jest zaś domeną odrębnych instytucji, jakimi są instytucje nadzoru bankowego czy finansowego. W Polsce politykę monetarną prowadzi NBP, natomiast nadzór nad systemem finansowym powierzono Komisji Nadzoru Finansowego.

⁶ Stąd też dyskusja ta w anglojęzycznej literaturze nazywana jest często *lean versus clean debate*.

⁷ Przykładowo są to: [Cecchetti i in. 2000; Borio, Lowe 2002; White 2004].

miała na celu przekłucie rosnącej bańki na rynkach finansowych. Uzasadnieniem tym byłoby przekonanie, że koszty podwyżki stóp w postaci ewentualnego spowolnienia wzrostu gospodarczego byłyby i tak niższe niż w przypadku strat wywołanych w gospodarce po pęknięciu bańki. Zaostrzenie polityki pieniężnej w reakcji na trendy cenowe na rynkach finansowych miałyby tym samym zapobiec uformowaniu się bąbla spekulacyjnego lub też wiązałyby się z mniej dotkliwymi dla gospodarki konsekwencjami jego pęknięcia w przyszłości.

Drugi pogląd, opozycyjny w stosunku do strategii „opierania się wiatrowi”, zakładał zaś, że banki centralne nie powinny w szczególny sposób ingerować w mechanizm kształtowania się cen aktywów. Innymi słowy, władze monetarne powinny wprawdzie uważnie przyglądać się trendom na rynkach finansowych, jednak brak jest uzasadnienia dla prób przekłuwania baniek spekulacyjnych w momencie ich domniemanego powstawania. Zamiast tego polityka pieniężna powinna służyć gospodarce wsparciem w postaci niskich stóp procentowych i ilościowego luzowania w fazie po pęknięciu bańki. Tego typu asymetryczne podejście wyraźnie dominowało w polityce pieniężnej światowych banków centralnych w okresie przed ostatnim kryzysem finansowym. Dobitnym potwierdzeniem panującego przekonania o braku sensu i możliwości zapobiegania bańkom cenowym na rynkach finansowych były zdania wypowiedziane w 1999 r. przez Alana Greenspana, ówczesnego szefa Fed: „[...] nadal niepokoję się, iż ceny akcji mogą być zbyt wysokie, ale Fed nie będzie odgadywał zamiarów setek tysięcy kompetentnych inwestorów. Zamiast tego przygotowuje się, by chronić gospodarkę na wypadek krachu. Choć pęknięcie bańki spekulacyjnej rzadko przebiega łagodnie, konsekwencje dla gospodarki wcale nie muszą być katastrofalne” [Greenspan 2008, s. 229-230].

Przed kryzysem finansowym 2007-2009 przyjęcie asymetrycznego paradygmatu w polityce monetarnej uzasadniano kilkoma argumentami. Po pierwsze, zwracano uwagę na problemy z identyfikowaniem powstającego bąbla na rynku aktywów. Trudno bowiem ocenić, czy wzrost cen ma w danym momencie więcej wspólnego ze zmianami fundamentalnymi na rynku (odzwierciedlającymi silne podstawy gospodarki), czy też nadmuchiwany jest poprzez zakupy spekulacyjne. Ocena taka *de facto* sporządzona musi zostać na bazie analizy zmiennych całkowicie nieobserwowalnych. Co ciekawe, ekonomiści często nie są zgodni *ex post* co do tego, czy bąbel w istocie wystąpił czy też nie, nie wspominając już o problemach z jego identyfikacją we wczesnej fazie powstawania. Banki centralne nie dysponują lepszym stanem wiedzy na temat sytuacji rynkowej niż same rynki finansowe, których to kolektywne przekonania decydują przecież o dalszym kierunku, w jakim podążać będą ceny aktywów. Próby przekłucia nieistniejącej bańki skończyłyby się zaś niepotrzebną recesją [Bernanke 2002].

Innym argumentem przeciwko interwencjom władz monetarnych, skierowanym bezpośrednio w rynek nieruchomości, było, najogólniej mówiąc, nieodpowiednie instrumentarium. Nie można bowiem za pomocą zacieśnienia polityki stóp procentowych oddziaływać wyłącznie na jeden rynek aktywów, nie wpływając jednocześnie

nie na inne klasy aktywów czy też realną gospodarkę. Polityka pieniężna nie była postrzegana jako właściwy instrument studzenia rozgrzanego rynku finansowego, ponieważ, po pierwsze, efekty jej oddziaływania na ceny aktywów mogły być zbyt małe w stosunku do kosztów, jakie ponosiłaby realna gospodarka. Determinując kierunek polityki pieniężnej sytuacją na rynku aktywów, bank centralny mógłby wygenerować zbyt duże straty po stronie produkcji i zatrudnienia [Mishkin 2001, s. 58-71].

Niektóre badania teoretyczne i empiryczne wskazywały ponadto, że w określonych okolicznościach prewencyjne podniesienie stóp procentowych, zamiast stopniowo zahamować rozwijającą się bańkę cenową, doprowadzić mogłoby do jej gwałtownego pęknięcia z wszelkimi tego konsekwencjami dla gospodarki. Doświadczenia zacieśnienia polityki pieniężnej w USA w 1929 r. oraz w Japonii w 1989 r. wydają się właśnie tego typu przypadkami [Hamilton 1987; Mishkin 2011; Posen 2003].

W epoce przed kryzysem finansowym 2007-2009 względną bierność polityki pieniężnej wobec zjawiska baniek na rynkach finansowych uzasadniano oprócz tego trudnościami z ewentualnym wyznaczeniem właściwego wskaźnika (indeksu) cen aktywów, który jako cel powinien podlegać kontroli ze strony banku centralnego. Przyjmowanie dodatkowego celu w postaci stabilizacji cen aktywów mogłoby rodzić sprzeczność z realizacją celów podstawowych, co dodatkowo psułoby przejrzystość i wiarygodność polityki pieniężnej [ECB 2005, s. 56-57].

Podsumowując, do roku 2007 strategia banków centralnych była dosyć prosta: za pomocą regulacji stóp procentowych koncentrowały się one na zapewnieniu stabilności cen, czyli niskiej inflacji CPI. Wprawdzie mandaty większości banków centralnych były znacznie szersze i zobowiązywały je do dbania o stabilność systemu finansowego lub nawet, jak w przypadku Fedu, o wysoki poziom zatrudnienia w gospodarce, lecz wśród bankowców dominowało przekonanie, że trzymanie w ryzach inflacji gwarantuje realizację także tych dodatkowych zadań [Siemionczyk 2011]. Oczywiście władze monetarne dostrzegały negatywne efekty zmienności cenowej na rynkach aktywów, jednak rozpowszechnił się pogląd, iż polityka pieniężna nie stanowi optymalnego narzędzia, aby temu przeciwdziałać. Nawet przy założeniu braku trudności z odróżnianiem baniek spekulacyjnych od zwyczajnego (podyktowanego zmianami fundamentalnymi) wzrostu cen, stóp procentowych nie traktowano jako właściwego instrumentu oddziaływania na poszczególne rynki aktywów ze względu na ich zbyt szeroki zasięg rażenia.

4. Ceny aktywów a polityka pieniężna – zmiany w postrzeganiu roli banków centralnych po ostatnim kryzysie finansowym

Wydarzenia na rynkach finansowych w ostatnich kilku latach przyniosły realny zwrot w myśleniu o polityce pieniężnej i jej roli w oddziaływaniu na ruchy cen aktywów. Śledząc literaturę przedmiotu, badania empiryczne poświęcone polityce monetarnej, a także samą praktykę postępowania niektórych banków centralnych na

świecie, trudno oprzeć się wrażeniu, że coraz wyraźniej odczuwalny jest trend intelektualnego odchodzenia od dotychczas ukształtowanego poglądu, że ceny aktywów powinny kształtować się wyłącznie w sposób naturalny, tj. na rynku, bez ingerencji ze strony władz monetarnych. Coraz silniejszej weryfikacji poddawana jest dotychczas przyjmowana teza, że sama koncentracja na krótko- i średnioterminowych prognozach inflacyjnych nie musi być wystarczającym zabezpieczeniem przed powstającymi nierównowagami w systemie makroekonomicznym, zagrażającymi stabilności cen w dłuższej perspektywie [ECB 2010, s. 72]. Ostatni kryzys uwidoczniał, że powstające i pękające bańki cenowe na rynkach aktywów stanowią potężne zagrożenie dla ogólnie pojętej stabilności makroekonomicznej. Stąd też strategia opierania się bankom spekulacyjnym zyskuje na znaczeniu i staje się coraz bardziej uzasadnioną opcją do zaimplementowania w polityce banków centralnych.

Negatywne efekty kryzysu finansowego 2007-2009 okazały się bardzo wysokie. Zwolennicy strategii opierania się bankom spekulacyjnym zyskali nowy argument, ponieważ operacja „gaszenia pożaru” po wybuchu kryzysu może być, jak pokazują bieżące wydarzenia, bardziej kosztowna niż wcześniej przypuszczano. Poza samą tylko recesją, która w następstwie turbulencji finansowych ogarnęła większość rozwiniętych gospodarek na świecie, pojawiły się dodatkowe czynniki, które powinny zostać wzięte pod uwagę przy szacowaniu kosztów kryzysu. Po pierwsze, następstwem kryzysu jest nie tylko bezpośrednio recesja, ale też zwykle dłuższy okres wolniejszego wzrostu PKB po zażegnaniu kryzysu. Po drugie, ogromna skala interwencji państwa i pakietów ratunkowych skutkuje ostrym pogorszeniem się kondycji fiskalnej rządów. Po trzecie, wycofanie się banków centralnych z nadzwyczajnych programów monetarnego luzowania będzie prawdopodobnie procesem skomplikowanym, który może wpływać negatywnie na efektywność polityki pieniężnej realizowanej w przyszłości [Mishkin 2011, s. 27]. Po czwarte, po wybuchu kryzysu finansowego powszechnie zaobserwować można zjawisko spadku zaufania do rynku finansowego i gospodarki rynkowej jako takiej, a także jeszcze silniejszego zakorzenienia się problemu tzw. pokusy nadużycia wśród uczestników procesów wymiany (*moral hazard*)⁸.

Odnosząc się do pierwszego punktu, zazwyczaj po silnej recesji w gospodarce następuje równie silne odbicie i ożywienie. Jednak jak pokazują badania, po specyficznej recesji wywołanej kryzysem finansowym rzadko dochodzi do dynamicznego ożywienia ze względu na konieczność przejścia przez długotrwałe procesy delewarowania (*deleveraging*), które obciążają wzrost gospodarczy jeszcze przez wiele lat po wygaszeniu kryzysu [Reinhart, Reinhart 2010]. Po zbadaniu kilkunastu ostrych kryzysów finansowych w powojennej historii świata autorzy badania (C.M. Rein-

⁸ Strategia „sprzątnia” po kryzysie za pomocą silnych obniżek stóp procentowych (często nazywana w języku branżowym jako strategia *Greenspan put*) prowadziła do pokusy nadużycia, ponieważ instytucje finansowe mogły mieć świadomość, że są ważnymi systemowo instytucjami, mogącymi zawsze liczyć na pomoc Fedu, który przejmował odpowiedzialność za złe inwestycje tych podmiotów. Wiązało się to ze słynnym powiedzeniem „prywatyzacja zysków, nacjonalizacja strat”.

hart, V.R. Reinhart) doszli do wniosku, że: wzrost PKB był w badanych krajach średnio niższy w ciągu dekady następującej po kryzysie o mniej więcej 1 punkt procentowy, a stopa bezrobocia wyższa nawet o średnio 5 punktów procentowych w przypadku najbardziej dotkniętych rozwiniętych gospodarek. Patrząc na pierwsze trzy lata upływające od wybuchu ostatniego globalnego kryzysu finansowego (2008-2010) – straty ekonomiczne mogą i tym razem okazać się bardzo wysokie. Przykładowo w 2010 r. poziom realnego PKB *per capita* dla wszystkich rozwiniętych gospodarek (mediana) był niższy o około 2% niż w 2007 r. Z badania wynika ponadto, że w 82% wszystkich badanych przypadków PKB *per capita* w okresie 2008-2010 pozostał poniżej poziomu lub na poziomie z 2007 r., podczas gdy w pierwszych latach po poprzednich analizowanych kryzysach było to 60% [Reinhart, Reinhart 2010, s. 2-3]. Stanowi to empiryczne potwierdzenie wysokich kosztów makroekonomicznych powstałych w wyniku wybuchu kryzysów finansowych.

Drugim z aspektów wartych rozważenia przy dokonywaniu bilansu kosztów kryzysu jest kwestia pogorszenia się sytuacji fiskalnej. Zazwyczaj w okresie pokryzysowym następuje gwałtowny przyrost zadłużenia państwa, ponieważ rządy za pomocą ekspansji fiskalnej dążą do złagodzenia negatywnych skutków ekonomicznych kryzysu. Kryzys 2007-2009 nie stanowi tu wyjątku. Nacjonalizacje i dokapitalizowanie wielu instytucji finansowych, gwarancje rządowe, pakiety stymulacyjne oraz spadek wpływów budżetowych wynikający z czynników koniunkturalnych spowodowały raptowne pogorszenie się sald sektora finansów publicznych w wielu krajach. Kilkunastoprocentowe deficyty budżetowe, wzrost długu publicznego, skok rentowności papierów skarbowych, rosnące ryzyko niewypłacalności kilku rozwiniętych krajów (najbardziej doniosły przypadek krajów strefy euro: Grecji, Irlandii, Portugalii), niepokoje społeczne, przedłużone recesje spowodowane napięciami fiskalnymi – wszystkie te elementy powinny zostać wzięte pod uwagę przy szacowaniu pokryzysowych strat.

Również tzw. strategie wyjścia z ultra łagodnej polityki pieniężnej mogą okazać się problematyczne z punktu widzenia średniego i długiego okresu. Polityka ilościowego luzowania zaowocowała ogromnym przyrostem sumy bilansowej banków centralnych oraz skokowym wzrostem bazy monetarnej, co naturalnie rodzi obawy inflacyjne na przyszłość. Nieco uspokajająco może tu działać fakt, iż rosnąca podaż pieniądza banku centralnego nie spowodowała gwałtownego przyrostu szerokiego agregatu pieniądza (uwzględniającego kreację kredytową). Stało się tak dlatego, iż baza monetarna dodatkowo dostarczona do obiegu została zakumulowana głównie w formie wzrostu nadwyżkowych rezerw gotówkowych banków, bez znaczących efektów w postaci silnej ekspansji kredytowej. Dodatkowym efektem ubocznym operacji ilościowego luzowania jest jednak pogorszenie się jakości bilansu banku centralnego, ponieważ w wyniku transakcji skupu papierów wartościowych na otwartym rynku w portfelach aktywów banków centralnych znalazły się papiery o podwyższonym ryzyku. Może to obciążać wynik finansowy banków centralnych, eksponując władze monetarne na presję polityczną, co stanowić może zagrożenie dla operacyjnej niezależności i wiarygodności polityki pieniężnej [Mishkin 2011, s. 29].

Powyższe spostrzeżenia skłaniają do konkluzji, że bierna postawa polityki pieniężnej wobec zjawiska narastającej bańki spekulacyjnej może implikować zbyt wysokie koszty makroekonomiczne. Dotychczasowa strategia banków centralnych wymaga zatem korekty. Koncepcja opierania się bankom staje się w tym kontekście coraz bardziej użyteczna i atrakcyjna. Oczywiście strategia *leaning against the wind* nie oznacza wcale bezpośredniego kontrolowania cen aktywów (*asset price targeting*). Strategię tę należałoby raczej zdefiniować jako próbę przeciwdziałania formowaniu się baniek cenowych na rynkach aktywów za pomocą wyższych stóp procentowych, niż należałoby przyjąć w identycznych warunkach makroekonomicznych, lecz przy innych (normalnych) okolicznościach na rynku finansowym. W tym sensie bank centralny realizuje politykę pieniężną skierowaną nie tylko na optymalne osiągnięcie bieżących celów inflacyjnych, lecz przede wszystkim na stabilność cenową w rozumieniu długookresowym. Innymi słowy, polityka pieniężna skłonna jest tolerować większą zmienność wskaźnika CPI w krótkim okresie w imię zagwarantowania lepszych perspektyw dla stabilności cen w długim okresie [ECB 2010, s. 73].

Wskutek ostatniego kryzysu finansowego rewizji ulega ponadto dotychczas przyjmowane założenie, że orientacja banków centralnych na osiągnięcie stabilności cen i produkcji już sama w sobie zapewnia stabilność finansową (*financial stability*). Założenie to było podtrzymywane zarówno przez badania teoretyczne, jak i doświadczenia empiryczne. Przykładowo, Bernanke i Gertler na podstawie badania przeprowadzonego w 2001 r. twierdzą, że stabilność makroekonomiczna rozumiana jako utrzymująca się niska inflacja jest czynnikiem stabilizującym ceny aktywów, redukującym możliwości formowania się baniek na rynkach finansowych [Bernanke, Gertler 2001, s. 253-257]. Okres od połowy lat osiemdziesiątych do kryzysu 2007-2009, określane często jako „wielka stabilizacja” (*Great Moderation*), wspierał to założenie od strony empirycznej, ponieważ banki centralne skutecznie zapewniły wówczas niską inflację i ograniczyły cykliczne wahania koniunktury bez szczególnego poświęcania uwagi zmienności cen aktywów.

Kryzys 2007-2009 unaoczniał jednak, że sama niska inflacja i wysoki wzrost gospodarczy wcale nie chronią gospodarki przed destrukcyjnymi zaburzeniami finansowymi. Co więcej, paradoksalnie stabilność makroekonomiczna może nawet stymulować niestabilność na rynkach finansowych, zakłócając proces prawidłowej oceny ryzyka przez instytucje finansowe i pozostałych uczestników rynku. Odzwierciedleniem tego procesu staje się wówczas nadmierny spadek premii za ryzyko zawartych w rynkowych stopach procentowych, zredukowanie awersji do ryzyka w codziennych decyzjach inwestycyjnych, obniżenie standardów kredytowych, prowadzące w konsekwencji do boomu w gospodarce i na rynkach finansowych. Badania potwierdzają, że wydłużone okresy łagodnej polityki monetarnej mogą oddziaływać na percepcję i postawę wobec ryzyka wśród instytucji finansowych (*banks' risk-taking*) [Gambracorta 2009, s. 43-53]. Konkluzja wynikająca z powyższych obserwacji potwierdza, że koncentracja banków centralnych wyłącznie na podstawowym celu stabilizacji cen i produkcji nie musi gwarantować gospodarce utrzymania na optymalnej ścieżce rozwoju.

Istnienie trwałego związku pomiędzy charakterem polityki pieniężnej a stopniem awersji do ryzyka na rynkach finansowych przedstawia w nowym świetle możliwości oddziaływania banków centralnych na zjawisko powstających baniek spekulacyjnych. Przed kryzysem 2007-2009 konsensus w badaniach nad tym obszarem było stwierdzenie, że rola polityki pieniężnej powinna być pasywna. Argumentowano tak, uznając trendy cenowe na rynkach finansowych za silne na tyle, aby nie dać się zdeterminować przez bieżącą politykę oficjalnych stóp procentowych. Panował zatem sceptycyzm co do potencjału wpływu banku centralnego na kształtujące się na rynkach ceny aktywów. Najnowsze badania wskazują jednak, iż z racji związku pomiędzy poziomem stóp a postawą wobec ryzyka na rynkach finansowych (*risk taking*) siła oddziaływania polityki pieniężnej podczas okresów boomów finansowych może być znacznie większa niż do tej pory przypuszczano. W literaturze przedmiotu przyjęto nawet nowe określenie na dodatkowy kanał w procesie transmisji monetarnej, jakim byłby kanał oddziaływania na postawę wobec ryzyka (*risk-taking channel of monetary policy*) [Borio, Zhu 2008]. Uznaje się, że za pośrednictwem tego kanału nawet najmniejsza podwyżka stóp procentowych banku centralnego wpływa na zmianę obrazu warunków finansowania na rynku, zmieniając zarazem percepcję ryzyka w obrębie sektora finansowego, a w konsekwencji skłonność do lewarowania ryzykownych inwestycji finansowych [ECB 2010, s. 73-74]. Czynniki ten niewątpliwie działa na zwiększenie skuteczności polityki pieniężnej w ograniczaniu spekulacyjnego wzrostu cen na rynku aktywów.

Aktualna dyskusja o boomach finansowych doprowadziła także jej uczestników do istotnej konkluzji dotyczącej podziału baniek spekulacyjnych na dwa typy. Pierwszy z jej typów to bańka napędzana nadmiarem kredytów (*credit-driven bubble*). Schemat jej powstawania można określić w sposób następujący: rozbudzony entuzjazm na rynku wywołuje boom kredytowy, co zwiększa popyt na wybrane aktywa, a co za tym idzie – ich ceny. Rosnąca wartość instrumentów finansowych stymuluje dalszą ekspansję kredytową pod zastaw droższych aktywów (*collateral lending*), przyczyniając się do dalszego wzrostu popytu i cen na rynku. Poziom lewarowania zwiększa się, bo stoi za nim nadmierny entuzjazm i oczekiwania dalszego wzrostu cen aktywów, nie zaś rzetelna ocena ryzyka i standingu kredytowego pożyczkobiorców. Pęknięcie bańki jest zazwyczaj bardzo niebezpieczne ponieważ prowadzi do silnego zredukowania podaży kredytów, spadku cen aktywów, pogorszenia się bilansów instytucji finansowych, a nawet ich bankructwa.

Drugi typ bańki wywołany jest wyłącznie poprzez nieracjonalny optymizm inwestorów (*irrational exuberance bubble*) i stanowi zdecydowanie mniejsze niebezpieczeństwo dla gospodarki i systemu finansowego. Przykładowo, okres euforii na giełdach związany z bańką internetową w końcu lat dziewięćdziesiątych (*dot-com boom*) związany był wyłącznie z przeszacowaniem oczekiwań, nie zaś z nadmierną skalą ekspansji kredytowej. Pęknięcie banki w 2001 r. nie spowodowało zatem załamania w bilansach sektora bankowego, a przez to i skutki makroekonomiczne nie były zbyt głębokie i długotrwałe [Mishkin 2011, s. 39-40].

Powyższy podział baniek cenowych ze względu na źródła ich powstawania sugeruje konieczność skupienia się banków centralnych nie tyle na boomach na rynku aktywów w ogóle, lecz raczej wyłącznie na bańkach o podłożu kredytowym ze względu na niebezpieczeństwo, jakie generują one dla systemu finansowego. O ile bańka wywołana jedynie przez nieracjonalny optymizm może być istotnie trudna do zidentyfikowania, o tyle boom kredytowy jako taki jest już zjawiskiem o wiele łatwiej rozpoznawalnym i mierzalnym. Instytucje nadzoru finansowego oraz banki centralne stale dysponują informacjami mogącymi sygnalizować powstawanie bańki kredytowej (m.in. warunki i standardy udzielania kredytów, poziom premii za ryzyko, skala lewarowania, tempo przyrostu pieniądza kredytowego). Monitoring rynku pieniężnego i kredytowego należy zresztą do standardowych zadań władz monetarnych każdego kraju. Uważna analiza rynku pieniężnego i kredytowego powinna zatem ułatwić przewidywanie rozwoju wypadków na rynkach finansowych [Alessi, Detken 2009, s. 36-37]. Argument o trudności z identyfikacją baniek spekulacyjnych, uzasadniający brak reakcji polityki pieniężnej, zdaje się nabierać w tym kontekście zdecydowanie mniejszego znaczenia⁹.

5. Podsumowanie

Na tle powyższej analizy postawa banków centralnych wobec zjawiska baniek cenowych na rynkach aktywów prawdopodobnie ulegnie zmianie po wydarzeniach związanych z kryzysem finansowym 2007-2009. Siła wstrząsu, jaki generuje pęknięcie bańki spekulacyjnej, zwłaszcza gdy główną jej siłą napędową był nadmiar płynności na rynku i boom kredytowy, powoduje ogromne straty w gospodarce i systemie finansowym. Co więcej, dotychczasowa minimalistyczna polityka „sprzątania” po bańkach także nie zdaje egzaminu, ponieważ bankom centralnym coraz trudniej jest niwelować skutki kryzysów, nawet jeśli używają do tego niekonwencjonalnych narzędzi polityki pieniężnej (*quantitative easing*). Zapewnienie stabilności makroekonomicznej nie będzie już możliwe bez zapewnienia stabilności systemu finansowego.

Dyskusja sprowokowana przez ostatni kryzys finansowy na temat pożądanej reakcji polityki monetarnej na bańki na rynku finansowym jednoznacznie prowadzi do sugestii zwiększenia aktywności banków centralnych. Dotychczasowe argumenty przeciw opieraniu się wiatrom na rynkach finansowych (przekłuwaniu baniek) ulegają zmiękczeniu. Dostrzeżone zostały bowiem nowe kanały oddziaływania stóp procentowych w warunkach boomów finansowych (*risk taking channel of monetary policy*), jak też wskazane zostały nowe możliwości identyfikacji baniek. Pojawiły się zarazem nowe silne przesłanki dla podejmowania prób przeciwdziałania bańkom. Jedną z kluczowych konkluzji w dyskusji jest wzmocnienie znaczenia monitoringu

⁹ Oczywiście wiele do powiedzenia ma także polityka makro- i mikroostrożnościowa wykonywana przez instytucje nadzoru (*prudential policy*). Stanowić ona powinna niezbędne wsparcie banku centralnego w działaniu przeciwko powstającym bańkom na rynkach aktywów. Więcej w: [Mishkin 2011, s. 40-46].

rynku kredytowego jako istotnego indykatora przyszłych zmian cen aktywów oraz konieczności jeszcze silniejszej koordynacji polityk monetarnej i regulacyjnej. Badań nad tymi aspektami z całą pewnością będą ulegały dalszej intensyfikacji.

Analizowany problem nie jest całkowicie rozstrzygnięty. Koncentracja władz monetarnych na stabilizowaniu cen aktywów w dalszym ciągu rodzi pytania o przejrzystość celów polityki pieniężnej, a także nie rozwiewa całkowicie wątpliwości dotyczących skuteczności podjętych interwencji. Wydaje się jednak, iż wątpliwości te nie są w stanie zatrzymać ewolucji w teorii i praktyce przyszłej polityki pieniężnej, której zakres zadań i odpowiedzialności staje się w kontekście kryzysów finansowych wyraźnie szerszy niż bywało to do tej pory.

Literatura

- Ait-Sahalia Y., Adniritzky J., Jobst A., Nowak S., Tamirisa N., *Market Response to Policy Initiatives During the Global Financial Crisis*, NBER Working Paper No. 15809, March 2010.
- Alessi L., Detken C., *Real Time Early Warning Indicators for Costly Asset Price Boom/Bust Cycles: A Role for Global Liquidity*, Working Paper Series, No. 1039, ECB, March 2009.
- Bernanke B.S., *Asset Price Bubbles and Monetary Policy*, Speech Before the New York Chapter of the National Association for Business Economics, New York, October 2002, <http://www.federalreserve.gov/BoardDocs/Speeches/2002>.
- Bernanke B.S., Gertler M., *Should central banks respond to movements in asset prices?*, „American Economic Review” May 2001, Vol. 91.
- Borio C., Lowe P., *Asset Prices, Financial and Monetary Stability: Exploring the Nexus*, BIS Working Paper 114, Basel, July 2002.
- Borio C., Zhu H., *Capital Regulation, Risk-Taking and Monetary Policy: A Missing Link in the Transmission Mechanism?*, BIS Working Paper No. 268, December 2008.
- Cecchetti S., Ganberg H., Lipsky J., Sushil W., *Asset Prices and Central Bank Policy*, Geneva Reports on the World Economy No. 2, Centre for Economic Policy Research, London 2000.
- Christensen Jens H.E., Lopez J.A., Rudebusch G.D., *Do Central Bank Liquidity Facilities Affect Interbank Lending Rates?*, Federal Reserve Bank of San Francisco Working Paper No. 13, June 2009.
- Coenen G., Athanasios O., Volker W., *Price stability and monetary policy effectiveness when nominal interest rates are bounded at zero*, „Advances in Macroeconomics” 2004, Vol. 4.
- Curdia V., Woodford M., *Conventional and unconventional monetary policy*, „Federal Reserve Bank of St. Louis Review” July/August 2010.
- Davies H., Green D., *Banking on the Future: The Fall and Rise of Central Banking*, Princeton University Press, 2010.
- ECB, *Asset Price Bubbles and Monetary Policy*, Monthly Bulletin, ECB, April 2005.
- ECB, *Asset Price Bubbles and Monetary Policy Revisited*, Monthly Bulletin, ECB, November 2010.
- Gagnon J., Raskin M., Remache J., Sack B., *Large Scale Asset Purchases by the Federal Reserve: Did They Work?*, Federal Reserve Bank of New York Staff Report No. 441, March 2010.
- Gambracorta L., *Monetary policy and the risk-taking channel*, BIS „Quarterly Review” December 2009.
- Giannone D., Lenza M., Pill H., Reichlin L., *Monetary Policy in Exceptional Times*, ECB Working Paper No. 1253, October 2010.
- Greenspan A., *Era zawirowań*, Wyd. Muza S.A., Warszawa 2008.
- Hamilton J.D., *Monetary factors in the Great Depression*, „Journal of Monetary Economics” March 1987, Vol. 19.

- Helbling T., Terrones M., *When bubble burst*, World Economic Outlook, IMF, April 2003.
- Hunter W.C., Kaufman G.G., Pomerleano M., *Asset Price Bubbles: The Implications for Monetary, Regulatory and International Policies*, The MIT Press, London 2003.
- Issing O., *Asset Prices and Monetary Policy*, Contribution to Cato Institute, 26th Annual Monetary Conference, November 19.
- Kindleberger C., *Manias, Panics and Crashes: A History of Financial Crises*, Basic Books, New York 1998.
- Koronowski A., *Monetary policy and financial (in)stability*, „Współczesna Ekonomia” 2010, nr 2, Kwartalnik Wyższej Szkoły Finansów i Zarządzania w Warszawie, Warszawa 2010.
- Lenza M., Pill H., Reichlin L., *Non-standard Monetary Policy Measures and Monetary Developments*, ECB Working Paper No. 1290, January 2011.
- Mishkin F.S., *Monetary Policy Strategy: Lessons from the Crisis*, NBER Working Paper No. 16755, February 2011.
- Mishkin F.S., *The Transmission Mechanism and the Role of Asset Prices in Monetary Policy*, „Aspects of the Transmission Mechanism of Monetary Policy, Focus on Austria”, Osterreichische Nationalbank, Vienna 2001.
- Posen A.S., *It Takes More Than a Bubble to Become Japan*, Institute for International Economics Working Paper No. 03-09, October 2003.
- Reinhart C.M., Reinhart V.R., *After the Fall*, Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Symposium, Macroeconomic Challenges: The Decade Ahead, 2010, <http://www.kansascityfed.org/publicat/2010/2010-08-17-reinhart.pdf>.
- Sarkar A., Shrader J., *Financial Amplification Mechanisms and the Federal Reserve's Supply of Liquidity During the Crisis*, Federal Reserve Bank of New York Staff Report No. 431, March 2010.
- Siemionczyk G., *Pora na zmianę paradygmatów*, „Parkiet” 4.02.2011.
- White W., *Making Macroprudential Concerns Operational*, przemówienie wygłoszone podczas Financial Stability Symposium zorganizowanego przez Netherlands Bank, Amsterdam, October 26, 2004, <http://www.bis.org/speeches/sp041026.htm>.
- Wojtyła A., *Szkice o polityce pieniężnej*, PWE, Warszawa 2004.
- Wolman A.L., *Staggered price setting and the zero bound on nominal interest rates*, „Federal Reserve Bank of Richmond Economic Quarterly” 1998, No. 4.

ASSET PRICE BUBBLES AND MONETARY POLICY RESPONSE – CHANGES IN THINKING ABOUT THE ROLE OF CENTRAL BANKS AFTER THE FINANCIAL CRISIS 2007-2009

Summary: Recent financial crisis 2007-2009 created an opportunity to revive a discussion about the desired response of monetary policy to the asset price bubbles. There are reasons for conducting monetary policy with focus on preventing from the bubbles, rather than responding to asset price declines only after the bubble bursts. The article describes the discussion on the desired approach of monetary policy towards assets price movements in the light of the recent financial crisis. One of the main conclusions is also an increasing role of money and credit market developments analysis which could serve as an early warning indicator of the future financial markets exuberance periods. There is also a strong need to coordinate monetary and macroprudential policies in order to improve the efficiency of the bubble prevention campaign.

Keywords: asset price bubbles, monetary policy, macroeconomic stability, financial stability.