

**Autoreferat przedstawiający opis dorobku naukowego i osiągnięć naukowych**

Andrzej Rzońca

**Wstęp**

Autoreferat przedstawia opis mojego dorobku naukowego po uzyskaniu stopnia doktora nauk ekonomicznych w kwietniu 2005 roku. Za swoje największe osiągnięcie naukowe uznaję monografię: Rzońca A. [2014], *Kryzys banków centralnych. Skutki stopy procentowej bliskiej zera*, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa. Monografię tę wskazuję jako jednotematyczne dzieło zgodne z art. 16 ust. 2 Ustawy o stopniach naukowych i tytule naukowym oraz o stopniach i tytule w zakresie sztuki z dnia 14 marca 2003 r., zwanej dalej ustawą.

Autoreferat składa się z części

- W części pierwszej krótko przedstawiam przebieg mojej kariery naukowej i zawodowej.
- W części drugiej opisuję wskazane powyżej osiągnięcie naukowe, stanowiące podstawę do ubiegania się o tytuł doktora habilitowanego w dziedzinie ekonomii.
- W części trzeciej charakteryzuję moje inne osiągnięcia naukowe.
- W części czwartej przedstawiam dodatkowe informacje, obejmujące analizę cytawalności otrzymane nagrody oraz wkład do upowszechniania wiedzy ekonomicznej.

**1. Przebieg kariery naukowej i zawodowej**

Zainteresowania badawcze rozwijałem już w trakcie studiów magisterskich w Szkole Głównej Handlowej w Warszawie (SGH) – najpierw w latach 1998-2000 w Studenckiej Grupie Asystentów w Ministerstwie Finansów (którą kierowałem), a następnie w latach 2000-2001 w Centrum Analiz Społeczno-Ekonomicznych (CASE) w Warszawie. W CASE brałem udział w pracach grupy doradczej rządu Gruzji. W 2001 roku pracowałem również jako konsultant dla PZU NFI Management oraz Erste Securities. Pierwsze trzy artykuły naukowe opublikowałem w ciągu dziewięciu miesięcy po obronie pracy magisterskiej. Badania naukowe kontynuowałem po zatrudnieniu w Narodowym Banku Polskim (NBP) – od lipca 2001 roku, oraz w SGH – od lutego 2003 roku. W lipcu 2002 roku zostałem naczelnikiem

tworzonego wtedy Wydziału Międzynarodowych Studiów Porównawczych w NBP. Zadaniem wydziału było przygotowywanie analiz porównawczych na potrzeby Prezesa NBP i Rady Polityki Pieniężnej (RPP) z zakresu polityki makroekonomicznej i reform strukturalnych. Brałem również udział w tworzeniu portalu edukacyjnego NBP ([www.NBPportal.pl](http://www.NBPportal.pl)). W 2003 roku opublikowałem pierwszy artykuł w czasopiśmie z bazy Journal Citation Reports, czyli tzw. listy filadelfijskiej (zob. [Rzońca, Ciżkowicz, 2003]). W 2004 roku odbyłem staż badawczy w Research Division w Europejskim Banku Centralnym (EBC) we Frankfurcie nad Menem. Prowadziłem tam badania nad skutkami impulsów fiskalnych w nowych krajach członkowskich Unii Europejskiej. W tym samym roku Prezes NBP powołał mnie na stanowisko swojego doradcy. Do moich zadań należało przygotowywanie raportów analitycznych z zakresu polityki makroekonomicznej, reform strukturalnych oraz wzrostu gospodarczego, opiniowanie opracowań przygotowywanych przez departamenty analityczne NBP oraz materiałów naukowych i analitycznych innych instytucji, w tym międzynarodowych instytucji finansowych, udział w dyskusji nad założeniami do projekcji inflacji przygotowywanych w NBP oraz uczestniczenie na prawach eksperta w posiedzeniach Rady Polityki Pieniężnej oraz Zarządu NBP. Wszedłem również w skład grupy makroekonomicznej, która omawiała wyniki najważniejszych badań naukowych prowadzonych w NBP, kierunki rozwoju instrumentów prognostycznych stosowanych w NBP, wstępne wyniki projekcji oraz bilans ryzyka dla inflacji. W 2005 roku obroniłem pracę doktorską „Nie-keynesowskie skutki zacieśnienia polityki fiskalnej: teoria i badanie wybranych krajów Europy Środkowej”. W grudniu tego samego roku zostałem mianowany na stanowisko adiunkta w SGH. Początkowo prowadziłem ćwiczenia z podstaw mikroekonomii i makroekonomii, a następnie wykłady z zaawansowanej makroekonomii, teorii wzrostu, ekonomii dobrobytu, finansów publicznych oraz ekonomicznej analizy państwa socjalnego. W 2006 roku zostałem konsultantem w Poverty Reduction and Economic Management, Europe and Central Asia Vice Presidency w Banku Światowym w Waszyngtonie. Brałem tam udział w badaniach nad oddziaływaniem finansów publicznych na długofalowy wzrost gospodarczy w krajach Europy Środkowo-Wschodniej i Azji Centralnej. W latach 2006-2008 byłem członkiem kolegium redakcyjnego czasopisma „Bank i Kredyt”. W 2007 roku ukończyłem program WEMBA, organizowany przez University of Minnesota w Minneapolis i SGH. W tym samym roku zostałem wiceprezesem i dyrektorem pionu analitycznego fundacji Forum Obywatelskiego Rozwoju (FOR). Do moich zadań należało określanie kierunków rozwoju badań w fundacji, nadzór merytoryczny nad przygotowaniem wszystkich opracowań fundacji oraz prowadzenie własnych badań naukowych z zakresu polityki

makroekonomicznej, reform strukturalnych oraz wzrostu gospodarczego. W grudniu 2008 roku opublikowałem artykuł w „Financial Times” (zob. [Balcerowicz, Rzońca, 2008]), w którym jako jeden z pierwszych ekonomistów przestrzegałem przed negatywnymi konsekwencjami stymulacji fiskalnej, zalecanej krajom wysoko rozwiniętym, w tym krajom strefy euro, przez Międzynarodowy Fundusz Walutowy (MFW). W 2009 roku zostałem głównym ekonomistą TFI Altus. W latach 2008-2010 zasiadałem również w radach nadzorczych, najpierw Totalizatora Sportowego (spółki Skarbu Państwa) – jako przewodniczący, a następnie NFI Progress (podmiotu prywatnego). Doświadczenia te pozwalały mi konfrontować teorię ekonomii z praktyką rynkową (o bardzo różnym charakterze). W latach 2008-2010 byłem wykładowcą programu CEMBA, wspólnego programu SGH i University of Quebec at Montreal. W styczniu 2010 roku Senat RP powołał mnie w skład RPP.

## **2. Opis osiągnięcia naukowego realizującego wymóg art. 16 ust. 2 ustawy**

Prace badawcze prowadzone przeze mnie od uzyskania stopnia doktora nauk ekonomicznych koncentrowały się wokół zagadnienia wzrostu gospodarczego. Zagadnienie to analizowałem zwłaszcza przez pryzmat kształtu polityki makroekonomicznej. W tych ramach tematycznych mieści się monografia: Rzońca A. [2014], *Kryzys banków centralnych. Skutki stopy procentowej bliskiej zera*, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa, którą wskazuję jako osiągnięcie naukowe realizujące wymóg art. 16 ust. 2 ustawy. Rozwijam w niej moje wcześniejsze badania nad skutkami stopy procentowej bliskiej zera, z których większość przeprowadziłem wspólnie z Piotrem Ciżkowiczem. Wyniki tych badań są opisane w następujących opracowaniach: Rzońca [2004], Rzońca, Ciżkowicz [2010], Ciżkowicz, Rzońca [2011a], Rzońca, Ciżkowicz [2011], Ciżkowicz, Rzońca [2013a] oraz Ciżkowicz, Rzońca [2014]. Poniżej przedstawiam cel tej monografii i przesłanki jego wyboru, zastosowane w niej podejście do rozwiązania problemu badawczego, jej strukturę, płynące z niej główne wnioski oraz jej wkład do literatury przedmiotu.

Celem monografii jest analiza skutków niekonwencjonalnych działań w polityce pieniężnej podejmowanych po kryzysie finansowym<sup>1</sup>. Działania te obejmują: (i) sprowadzenie stopy procentowej do poziomu bliskiego zera<sup>2</sup>; (ii) zapowiedź jej utrzymania

---

<sup>1</sup> Kryzys finansowy jest w monografii i autoreferacie definiowany jako wstrząs poważnie naruszający bilanse w gospodarce, w tym w szczególności bilanse banków.

<sup>2</sup> Stopa procentowa oznacza główną stopę procentową banku centralnego. Stopę procentową bliską zera definiuję jako stopę na poziomie 2% lub mniej. Taka granica jest oczywiście arbitralna. Przyjąłem ją, gdyż do czasu globalnego kryzysu finansowego, który uderzył w gospodarkę

blisko zera przez wydłużony czas; (iii) ilościowe luzowanie polityki pieniężnej na szeroką skalę<sup>3</sup>. Przedmiotem analizy w monografii są głównie dwa pierwsze elementy tego zestawu. Trzecim elementem zajmuję się w mniejszym stopniu. Poświęcam mu jeden, ale za to najobszerniejszy rozdział, oraz istotną część podsumowania monografii.

Poznanie skutków niekonwencjonalnych działań w polityce pieniężnej ma ogromne praktyczne znaczenie. Zostały one podjęte przez główne banki centralne na świecie: amerykański Fed i Europejski Bank Centralny. Gospodarki, które te banki centralne usiłują stabilizować, wytwarzają prawie połowę globalnego PKB. Poza tym, ich polityka pieniężna wywiera istotny wpływ na politykę pieniężną w innych krajach. Sytuacja, na którą główne banki centralne odpowiedziały niekonwencjonalnymi działaniami, choć nadzwyczajna, wcale nie jest rzadka. Mniej niż co trzeci kraj nie miał poważnego kryzysu bankowego w poprzednich czterech dekadach. Pozostałe gospodarki miały co najmniej jeden taki kryzys [Calomiris, 2013]<sup>4</sup>. Ocena działań podjętych przez główne banki centralne w odpowiedzi na globalny kryzys jest warunkiem uniknięcia powtórzenia ich ewentualnych błędów. Bez rozpoznania kosztów tych działań mają one wszelkie szanse stać się konwencjonalną odpowiedzią na powtarzające się kryzysy. Pozwalają one na odkładanie zmian w innych obszarach polityki gospodarczej. Rządzący mogą więc dzięki nim unikać ryzyka politycznego, które wywołuje każda taka zmiana. Jednocześnie globalny kryzys finansowy nauczył ich, że nawet w pełni niezależny bank centralny da się wepchnąć w obszary ich odpowiedzialności, jeżeli tylko nie będą oni gotowi do wzięcia jej na siebie. Poza tym, da się wskazać mechanizmy, i robię to w monografii, które prowadzą do normalizacji sytuacji makroekonomicznej, pomimo niekonwencjonalnych działań w polityce pieniężnej. Identyfikacja rzeczywistych źródeł tej normalizacji zawsze jest trudna i nigdy jednoznaczna. Z chwilą, kiedy do niej dojdzie, uwiarygodni ona przedstawianie niekonwencjonalnych działań jako sposobu na uniknięcie załamania łącznego popytu bez istotnych skutków ubocznych.

---

światową, a zwłaszcza w gospodarkę wysoko rozwiniętą, w latach 2007–2009, był to najniższy poziom stopy procentowej w Wielkiej Brytanii, dla której jest dostępny szereg czasowy obejmujący kilkadziesiąt lat [Bullard, 2010]. Na przyjęcie 2% jako granicy między stopą procentową bliską zera a stopą procentową wyraźnie wyższą od zera pozwala to, że praktycznie wszystkie mechanizmy negatywnego wpływu stopy procentowej bliskiej zera na wzrost gospodarki po kryzysie, opisane w monografii, zaczynają działać zanim rzeczywistość spadnie ona w pobliże zera. Do ich uruchomienia wystarczy, że zostanie ona zredukowana do poziomu, który podmioty gospodarujące oceniają jako nadzwyczajnie niski. Za taki mogą uznać każdy poziom stopy, który odbiega od ich doświadczenia.

<sup>3</sup> Przez ilościowe luzowanie polityki pieniężnej rozumiem wszelkie formy dostarczania przez bank centralny płynności do sektora finansowego, mające inny cel niż utrzymanie stopy procentowej na określonym poziomie (por. np. Levin i inni [2010]). Niektórzy ekonomiści rezerwują termin „ilościowe luzowanie” dla zwiększenia sumy bilansowej banku centralnego przy zachowaniu struktury tego bilansu (zob. np. [Bernanke, Reinhart, 2004] oraz [Bernanke, Reinhart, Sack, 2004]) lub zmianie wyłącznie jego pasywnej strony (zob. np. [Shiratsuka, 2009]). Zmianę struktury bilansu lub zwiększanie sumy bilansowej koncentrujące się na aktywnej stronie bilansu nazywają oni kredytowym luzowaniem (zob. np. [Bernanke, 2009; Shiratsuka, 2009]). Nie stosuję takiego rozróżnienia, gdyż ani nie jest ono ogólnie przyjęte, ani nie miałoby istotnego znaczenia dla przedstawionych przeze mnie wniosków.

<sup>4</sup> Kryzysy finansowe były jeszcze częstsze – kryzys bankowy nie jest ich jedynym rodzajem. Stanowi natomiast nieodłączny element tych spośród nich, których następstwa są przedmiotem analizy w monografii.

Mimo że poznanie skutków niekonwencjonalnych działań w polityce pieniężnej jest ważnym tematem badawczym, pozostaje on słabo zbadany. Niedostatek odpowiednich badań odzwierciedla skąpość materiału empirycznego. Przed globalnym kryzysem finansowym właściwie tylko dwa razy stopa procentowa pozostawała przez długi czas po wybuchu kryzysu blisko zera: po Wielkim Kryzysie z lat trzydziestych XX wieku, w szczególności w Stanach Zjednoczonych, oraz w Japonii po pęknięciu bańki spekulacyjnej na początku lat dziewięćdziesiątych (zob. [Homer, Sylla, 2005]). Za względu na skąpość materiału empirycznego monografia ma głównie teoretyczny charakter.

W analizie posiłkuję się nowym keynesowskim schematem analitycznym, standardowo wykorzystywanym przez banki centralne (zob. np. Christiano, Trabandt, Walentin [2011]). Celem jego użycia jest nadanie analizie struktury odpowiadającej sposobowi myślenia o procesach gospodarczych w bankach centralnych. Takie zawężenie celu jego wykorzystania jest podyktowane tym, że jego standardowa postać nie pozwala na dostrzeżenie podstawowych kosztów utrzymywania stopy procentowej blisko zera po kryzysie finansowym. Koszty te, co wykazuję w monografii, są pochodną skutków takiego poziomu stopy dla natężenia restrukturyzacji<sup>5</sup> i uporczywości podwyższonej niepewności<sup>6</sup>. Żadne z tych zjawisk nie jest uwzględniane w tym schemacie.

Ze względu na niemożność oceny kosztów stopy procentowej bliskiej zera przy użyciu schematu analitycznego standardowo wykorzystywanego przez banki centralne, analiza w monografii ma charakter opisowy. Wywód w każdym z teoretycznych rozdziałów bazuje jednak na równaniach, które ograniczają stopnie swobody w jego prowadzeniu. Nadają mu one – jak sądzę – rygor wystarczający do naszkicowania głównych mechanizmów, za pośrednictwem których niekonwencjonalne działania w polityce pieniężnej, w tym zwłaszcza stopa procentowa bliska zera mogą ujemnie oddziaływać na wzrost gospodarki po kryzysie finansowym. Swobodę analizy ogranicza ponadto prowadzenie jej z perspektywy różnych grup (w szczególności: nadmiernie zadłużonych podmiotów, w tym złych dłużników<sup>7</sup>, ich konkurentów – faktycznych i potencjalnych, tzn. takich, którzy nie rozpoczęli określonego rodzaju działalności, ale mogliby ją podjąć przy innym poziomie stopy procentowej, oraz wierzycieli) i konieczność zachowania spójności między poszczególnymi perspektywami.

---

<sup>5</sup> Przez restrukturyzację pojmuję przepływ czynników wytwórczych do bardziej produktywnych zastosowań. Definicję tę zaczerpnąłem od Caballero [2007].

<sup>6</sup> Niepewność definiuję jako sytuację, w której podmioty gospodarujące, dokonując określonego wyboru, mogą, w zależności od okoliczności, osiągnąć bardzo różne wyniki, przy czym nie są w stanie przypisać tym okolicznościom obiektywnych prawdopodobieństw. Subiektywny charakter tych prawdopodobieństw uniemożliwia, albo przynajmniej znacząco utrudnia ubezpieczenie się przed realizacją negatywnych scenariuszy. Takie rozumienie niepewności jest zbliżone do sposobu jej zdefiniowania przez Knighta [1921].

<sup>7</sup> Nadmiernie zadłużone podmioty to podmioty, których długi przekraczają wartość aktywów. Żli dłużnicy to te z nadmiernie zadłużonych podmiotów, które przy normalnym poziomie stopy procentowej nie byłyby w stanie obsługiwać swoich zobowiązań.

Dodatkowo sprawdzam spójność części wyników rozwiązania problemu maksymalizacji użyteczności lub zysków, przed którym stoją przedstawiciele poszczególnych grup, z wnioskami z analizy selekcji, eliminującej w różnych warunkach inne podmioty i – w efekcie – inne typy zachowań (zob. Alchian [1950]).

Monografia składa się z wprowadzenia, pięciu rozdziałów teoretycznych, jednego rozdziału empirycznego i podsumowania, zawierającego rekomendacje dla polityki pieniężnej.

W rozdziale drugim – pierwszym rozdziale części teoretycznej książki – zarysowuję konsekwencje nieuwzględniania w nowym keynesowskim schemacie analitycznym możliwości oddziaływania polityki pieniężnej na natężenie restrukturyzacji. Ponadto, przedstawiam możliwe skutki uchylecia innego ważnego założenia w tym schemacie, zgodnie z którym kryzys nie ma wpływu na reputację, czy – ogólniej – zdolność banku centralnego do zarządzania oczekiwaniami podmiotów gospodarujących.

W rozdziale trzecim opisuję trzy główne kanały, za których pośrednictwem utrzymywanie stopy procentowej blisko zera może negatywnie wpływać na natężenie restrukturyzacji po wybuchu kryzysu finansowego i – w efekcie – dynamikę produktywności czynników wytwórczych. Kanałami tymi są: (i) obniżenie stopy wyjść, (ii) osłabienie bodźców do podnoszenia produktywności zwłaszcza przez te przedsiębiorstwa, które są nadmiernie zadłużone, oraz (iii) zamknięcie dużej części czynników wytwórczych w dotychczasowych zastosowaniach. W tej części rozdziału bazuję przede wszystkim na pracach dotyczących: restrukturyzacji (np. [Aghion, Howitt, 2009; Caballero, 2007]), skutków zakłóceń różnicujących przedsiębiorstwa lub sektory dla produktywności czynników wytwórczych (np. [Banerjee, Duflo, 2005; Jones, 2013]), miękkiego ograniczenia budżetowego (np. [Kornai, 1980a i 1980b; Maskin, 1996]) oraz podtrzymywania kredytowania nadmiernie zadłużonych podmiotów (zob. np. [Peek, Rosengren, 2005]). W rozdziale tym przedstawiam również powiązania między restrukturyzacją a niepewnością. Pokazuję, jak opóźnienia w restrukturyzacji wpływają na niepewność oraz jak niepewność oddziałuje na natężenie restrukturyzacji i dynamikę produktywności. Odnoszę się również do skutków niepewności co do ścieżki stopy procentowej. W tej części rozdziału czerpię głównie z prac zajmujących się naturą niepewności (np. [Knight, 1921]), opcją realną (np. [Dixit, Pindick, 1994]) oraz znaczeniem niepewności dla kształtu polityki pieniężnej (np. [Walsh, 2004]).

W rozdziale czwartym opisuję jedenaście kanałów, za pośrednictwem których stopa procentowa bliska zera może ujemnie oddziaływać na korzystanie z kredytu i innych

rodzajów zewnętrznego finansowania. To ujemne oddziaływanie występuje w szczególnych warunkach: przy bankach niezrestrukturyzowanych po kryzysie finansowym. Wykazuję, że jest ono następstwem przede wszystkim podtrzymywania kredytowania nadmiernie zadłużonych podmiotów. Warto nadmienić, że do wybuchu globalnego kryzysu finansowego także kredyt nie był uwzględniany w modelach wykorzystywanych w bankach centralnych. Jako że okazał się on kluczowy dla wybuchu i przebiegu kryzysu, teraz pospiesznie wprowadza się go do nowego keynesowskiego schematu analitycznego, ale – jak pokazuję – w sposób, który jeśli odpowiada rzeczywistości, to raczej tej sprzed kryzysu niż obecnej. W rozdziale tym bazuję przede wszystkim na literaturze dotyczącej asymetrii informacji i jej znaczeniu dla zewnętrznego finansowania (np. [Dewatripont, Maskin, 1995; Diamond, 1984; 1991; Myers, Majluf, 1984; Rajan, 1992; Rajan, Winton, 1995; Stiglitz, Weiss, 1981]),

W rozdziałach trzecim i czwartym rozszerzam analizę z artykułu [Ciżkowicz, Rzońca, 2014]. Rozszerzenie to obejmuje przedstawienie mechanizmów strategicznej komplementarności, za których pośrednictwem stopa procentowa bliska zera prowadzi do podtrzymywania kredytowania nadmiernie zadłużonych podmiotów. Ponadto wyjaśniam, dlaczego obniżenie stopy wyjść przez taki poziom stopy procentowej, które nie jest samo w sobie zjawiskiem niepożądanym, negatywnie wpływa na produktywność czynników wytwórczych po pęknięciu bańki spekulacyjnej. Opisuję konsekwencje efektu zamknięcia, do którego ona prowadzi, dla stopy wejść i bodźców do innowacji wśród przedsiębiorstw niemających nadmiernego zadłużenia. Przedstawiam znaczenie dla natężenia restrukturyzacji przy stopie procentowej bliskiej zera czynników takich jak: import, rola dóbr pośrednich w gospodarce, nierównomierne rozłożenie nadmiernego zadłużenia między sektory lub podmioty, czy rodzaj kryzysu finansowego. Wyjaśniam, jak wpływ stopy procentowej bliskiej zera na natężenie restrukturyzacji oddziałuje na wrażliwość gospodarki na ujemne wstrząsy. Opisuję współzależności między restrukturyzacją gospodarki po kryzysie a niepewnością i oddziaływanie na nie stopy procentowej bliskiej zera. Analizę prowadzę nie tylko z perspektywy bodźców, którym podlegają właściciele nadmiernie zadłużonych przedsiębiorstw (i nadmiernie zadłużone gospodarstwa domowe), ich konkurenci – faktyczni i potencjalni oraz wierzyciele, ale też wyborów dokonywanych przez menedżerów, zarządzających takimi firmami i ich wierzycielami. Poza tym pokazuję, że obniżanie natężenia restrukturyzacji przez stopę procentową bliską zera nie musi być rezultatem rozwiązania problemu maksymalizacji zysków lub użyteczności przez nadmiernie zadłużone podmioty (lub zarządzających nimi menedżerów), ich konkurentów oraz wierzycieli, a może wynikać z selekcji, która eliminuje innych dłużników i – w efekcie – inne zachowania wśród

nich niż przy stopie procentowej wyraźnie wyższej od zera. W odniesieniu do korzystania z zewnętrznego finansowania po kryzysie opis siedmiu skutków stopy procentowej bliskiej zera zastępuję analizą jedenastu kanałów jej ujemnego wpływu na to korzystanie. Każdy z kanałów przedstawiam przy tym znacznie dokładniej niż Ciżkowicz i Rzońca [2014] łącznie wszystkie skutki. Poza tym, wyjaśniam znaczenie struktury sektora finansowego dla oddziaływania stopy procentowej bliskiej zera na korzystanie z zewnętrznego finansowania. Wreszcie, pokazuję skutki tego oddziaływania nie tylko dla natężenia restrukturyzacji, ale i dla łącznego popytu. Ta druga grupa skutków odbija faktyczne znaczenie obniżenia niepewności co do stopy procentowej (przez deklaracje jej długotrwałego utrzymywania w pobliżu zera) dla decyzji ekonomicznych podmiotów.

W rozdziale piątym skupiam się na wpływie stopy procentowej bliskiej zera na agregaty pieniężne, o których również na wiele lat zapomniano w bankach centralnych. Argumentuję, że taki jej poziom, opóźniając restrukturyzację i pogłębiając niepewność, prowadzi do zwiększenia popytu podmiotów gospodarujących na gotówkę oraz – przede wszystkim – banków na płynne rezerwy. Zwiększenie to pogłębia wywołane wybuchem kryzysu osłabienie wpływu wzrostu bazy monetarnej na podaż pieniądza. Następnie opisuję zagrożenia związane z ilościowym luzowaniem polityki pieniężnej na szeroką skalę. Pokazuję, jak osłabienie przez stopę procentową bliską zera wpływu ilościowego luzowania na podaż pieniądza nasila, opisane we wcześniejszych rozdziałach, negatywne skutki takiego poziomu stopy dla natężenia restrukturyzacji i uporczywości podwyższonej niepewności. W rozdziale tym wykorzystuję prace na temat: popytu na realny zasób pieniądza (np. [Goldfeld, Sichel, 2007]), podaży pieniądza (np. [Brunner, Meltzer, 2007; Papademos, Modigliani, 2007]), przyczyn gromadzenia dużych nadwyżkowych rezerw przez banki w Stanach Zjednoczonych w latach trzydziestych XX wieku (zob. np. [Brunner, 1965; Friedman, Schwartz, 1963]), ilościowego luzowania polityki pieniężnej (np. [Cecioni, Ferrero, Secchi, 2011; Stone, Fujita, Ishi, 2011; Habermeier i in., 2013]) oraz zagrożeń związanych z takim luzowaniem (zob. np. [Hannoun, 2012]).

Wpływ stopy procentowej bliskiej zera na zdolność banku centralnego do zwiększenia podaży pieniądza naszkicowałem wcześniej w artykule [Rzońca, 2004]. W rozdziale piątym rozbudowuję ten szkic. Analizuję w nim nie tylko zachowania podmiotów gospodarujących, ale przede wszystkim banków. Koncentruję się na strumieniu usług świadczonych przez płynność bankom i podmiotom gospodarującym, a nie na koszcie alternatywnym gotówki dla gospodarstw domowych. Wyjaśniam, dlaczego obniżenie stopy procentowej w pobliże zera rozwleka wzrost popytu zarówno na płynność, jak i na realny zasób pieniądza, tworząc iluzję



jego doskonałej elastyczności względem stopy procentowej, oraz ogranicza szanse na jego szybki powrót, po zatrzymaniu tego wzrostu, do poziomów sprzed kryzysu. Przede wszystkim jednak szeroko opisuję uboczne skutki intensywnego ilościowego luzowania polityki pieniężnej. Przedstawiam interakcje między takim luzowaniem a stopą procentową bliską zera. Wyjaśniam, jak wpływają one na znaczenie struktury sektora finansowego dla oddziaływania stopy procentowej bliskiej zera na natężenie restrukturyzacji. Pokazuję, w jaki sposób zwiększają ryzyko przejścia gospodarki od stagnacji i niskiej dynamiki cen do skokowego wzrostu poziomu cen i załamania łącznego popytu. Argumentuję, że gdyby polityka pieniężna była ilościowo luzowana przy niskiej stopie procentowej, ale wyraźnie wyższej do zera, to owo luzowanie mogłoby być skuteczniejsze, a jego intensywność i – w efekcie – ryzyko efektów ubocznych mniejsze.

W rozdziale szóstym – kończącym część teoretyczną monografii – argumentuję, że stopa procentowa bliska zera tworzy warunki sprzyjające długotrwałemu utrzymywaniu wysokiego deficytu i narastaniu długu publicznego. Następnie pokazuję mechanizmy, za których pośrednictwem chroniczny deficyt przyczynia się do wydłużania okresu utrzymywania stopy procentowej blisko zera przez bank centralny. Na bazie tej argumentacji zarysowuję pułapkę, w której może się znaleźć gospodarka na skutek stymulacji fiskalnej w warunkach stopy procentowej bliskiej zera. Argumentuję ponadto, że przedstawiony przeze mnie mechanizm opóźniania przez stopę procentową bliską zera redukcji dużego deficytu da się odnieść do każdej zmiany w polityce gospodarczej, mogącej rodzić koszty w krótkim okresie. Taką zmianą – do której się odwołuję – są w szczególności reformy strukturalne, wspierające restrukturyzację gospodarki po kryzysie. W rozdziale tym korzystam przede wszystkim, z komentarzy dotyczących zagrożeń związanych z powstaniem bańki spekulacyjnej na rynku dłużnych papierów wartościowych pod wpływem utrzymywania stopy procentowej blisko zera (np. [Baba i in., 2005] oraz [Greenlaw i in., 2013]).

Rozwijam w nim analizę z artykułu [Ciżkowicz, Rzońca, 2011a] oraz opracowania [Rzońca, Ciżkowicz, 2011]. Pokazuję dokładniej implikacje nieskuteczności polityki pieniężnej w pobudzaniu łącznego popytu dla skuteczności stymulacji fiskalnej, płynące z nowego keynesowskiego schematu analitycznego. Ponadto, odnoszę się do argumentacji za stymulacją fiskalną przy stopie procentowej bliskiej zera, budowanej bez odwoływania się do tego schematu. Porządkuję mechanizmy wydłużające okres niskiej aktywności gospodarczej, narastania długu publicznego i stopy procentowej bliskiej zera. Dzielę je na te, dzięki którym stopa procentowa bliska zera prowadzi do chronicznie wysokiego deficytu, oraz te, za których pośrednictwem duży deficyt popycha bank centralny do utrzymywania stopy procentowej

blisko zera. Wyjaśniam, jak wpływają one na bilans korzyści i kosztów takiego jej poziomu dla społecznego dobrobytu. Jednocześnie argumentuję, że opisane mechanizmy opóźniania przez stopę procentową bliską zera redukcji dużego deficytu da się odnieść do każdej zmiany w polityce gospodarczej, mogącej rodzić koszty w krótkim okresie, w tym w szczególności do reform strukturalnych, wspierających restrukturyzację gospodarki po kryzysie.

Struktura części teoretycznej monografii odbija mechanizmy, przez które stopa procentowa bliska zera wpływa na wzrost gospodarki po kryzysie finansowym. Wpływ ten dokonuje się przez jej oddziaływanie zarówno na wybory podmiotów gospodarujących i banków (rozdział trzeci i czwarty), jak i decyzje banku centralnego odnośnie do innych niekonwencjonalnych działań w polityce pieniężnej (rozdział piąty) oraz władz fiskalnych dotyczące w szczególności rozmiarów deficytu w finansach publicznych (rozdział szósty). Bez wyjścia poza analizę jej oddziaływania na wybory podmiotów gospodarujących i banków ocena jej skutków dla wzrostu gospodarki byłaby niekompletna, a przez to mogłaby być fałszywa. Nawet gdyby przez pryzmat tego oddziaływania tak głębokie redukcje wydawały się najwłaściwszą reakcją banku centralnego na kryzys, to działania podjęte przez bank centralny lub władze fiskalne pod ich wpływem mogłyby zmienić tę kwalifikację (por. [Acemoglu i Robinson, 2013]).

Większość hipotez stawianych w teoretycznych rozdziałach monografii konfrontuję z obserwacjami z głównych gospodarek po obniżeniu tam stopy procentowej w pobliże zera. Przedstawiona w tych rozdziałach teoria pozwala wyjaśnić dlaczego, mimo upływu 6 lat od wybuchu kryzysu, ożywienie w głównych gospodarkach, Stanach Zjednoczonych i strefie euro, jest słabe na tle przeszłych okresów wychodzenia z recesji (zob. np. [Bordo, Haubrich, 2012 lub Schmitt-Grohé, Uribe, 2012]); dlaczego, pomimo głębokiego kryzysu, odsetek bankructw w tych gospodarkach należy do najniższych w historii (zob. np. [Deutsche Bank, 2013]); dlaczego tak niewiele podmiotów rozpoczyna tam działalność gospodarczą i to nawet wtedy, gdy – jak w Stanach Zjednoczonych obecnie – zyski netto przedsiębiorstw są w relacji do PKB najwyższe w historii (zob. np. [Lahart, 2013]); dlaczego tak bardzo niska jest rotacja zatrudnienia (zob. np. [Lazear, Spletzer, 2012]); dlaczego utrzymuje się wysoka niepewność co do perspektyw wzrostu, choć w przeszłości zwykle szybko wygasła (zob. np. [Haddow i in., 2013]); dlaczego zmienność wskaźników makroekonomicznych jest zbliżona do historycznego minimum i nie oddaje tej niepewności (zob. np. [Goldman Sachs, 2013]); dlaczego korzystanie z kredytu bankowego ograniczają głównie przedsiębiorstwa w najlepszej sytuacji finansowej, a nie nadmiernie zadłużone podmioty (zob. np. Balcerowicz i inni, 2013); dlaczego praktycznie nie rośnie podaż pieniądza, pomimo dramatycznego

zwiększania bazy monetarnej przez główne banki centralne (zob. np. [Bordo, 2014]); dlatego pomimo niemającego precedensu w czasach pokoju przyrostu długu publicznego (zob. np. [Reinhart, Rogoff, 2009]), rządy znajdują chętnych na dalsze pożyczanie im pieniędzy i to na procent bliski zera.

W rozdziale siódmym – empirycznym – analizuję doświadczenia Japonii po pęknięciu bańki spekulacyjnej na początku lat dziewięćdziesiątych XX wieku. Kryzys, z którym zmagają się ten kraj od tamtej pory, wykazuje istotne podobieństwa do przebiegu globalnego kryzysu finansowego w głównych gospodarkach (zob. np. [Hoshi, Kashyap, 2008; 2010] lub [Ueda, 2012]). Obejmują one sposób prowadzenia polityki pieniężnej. Stopa procentowa jest w Japonii utrzymywana blisko zera od 1993 roku. Od 1999 roku są tam testowane rozwiązania komunikacyjne, mające przekonać podmioty gospodarujące, że polityka pieniężna będzie ekspansywna przez długi czas. Od 2001 roku jest dokonywane jej ilościowe luzowanie.

W celu wykluczenia możliwości, że zjawiska, które wystąpiły w Japonii (a po wybuchu globalnego kryzysu finansowego także w Stanach Zjednoczonych i strefie euro), były skutkiem nie tyle stopy procentowej bliskiej zera, co kryzysu, porównuję jej doświadczenia z doświadczeniami Szwecji po kryzysie z 1991 roku oraz Korei Południowej po kryzysie z 1997 roku. Kraje te w okresie poprzedzającym kryzys dopuściły do powstania nierównowag o podobnej skali co Japonia, ale w reakcji na jego wybuch nie uciekły się do niekonwencjonalnych działań w polityce pieniężnej.

Pomysł na analizę porównawczą doświadczeń Japonii oraz Korei i Szwecji po kryzysach finansowych zaczerpnąłem z opracowania [Rzońca, Ciżkowicz, 2010]. Jednak rozdział siódmy, obok prostej analizy danych – skądinąd znacznie szerszej niż u Rzońcy i Ciżkowicza [2010], zawiera także przegląd badań empirycznych nad dynamiką produktywności i kredytu oraz nad funkcją reakcji fiskalnej w Japonii.

W ósmym rozdziale – ostatnim rozdziale monografii – zarysowuję sposób prowadzenia polityki pieniężnej po pęknięciu bańki spekulacyjnej, który, z jednej strony, w podobnym stopniu co niekonwencjonalne działania w polityce pieniężnej chroniłby system finansowy przed załamaniem, ale z drugiej strony, inaczej niż te działania nie opóźniałby powrotu gospodarki do wzrostu sprzed kryzysu. Najogólniej można go scharakteryzować jako konwencjonalny, ale dostosowany do sytuacji kryzysu. W rozdziale tym dokonuję ponadto oceny sposobu prowadzenia polityki pieniężnej w krajach, w których nie wybuchł kryzys finansowy, w otoczeniu stóp procentowych głównych banków centralnych bliskich zera i olbrzymiej ilości płynności włączanej przez nie do systemu finansowego.

Przedstawione w nim rekomendacje odnośnie do polityki stopy procentowej po kryzysie finansowej są podobne do zawartych w artykule [Ciżkowicz, Rzońca, 2014]. Znacznie szerzej je jednak uzasadniam. Ponadto, inaczej niż Ciżkowicz i Rzońca [2014], formułuję też rekomendacje dotyczące ilościowego luzowania polityki pieniężnej. W ocenie polityki pieniężnej w krajach, w których nie wybuchł kryzys finansowy, korzystam z analizy z artykułu [Ciżkowicz, Rzońca, 2013a]. Poszerzam ją o wyjaśnienie, dlaczego główne banki centralne w końcu wycofują się z niekonwencjonalnych działań oraz dlaczego wycofanie to będzie bardzo spóźnione. Charakteryzuję gospodarki, dla których będzie ono stanowić najpoważniejsze zagrożenie. Na podstawie tej charakterystyki oceniam politykę makroekonomiczną w gospodarkach wschodzących po wystąpieniu globalnego kryzysu finansowego. Inaczej niż Ciżkowicz i Rzońca [2013a], argumentację za wydłużaniem przez banki centralne z krajów, w których nie wybuchł kryzys, okresu dochodzenia do wysokiej aktywności gospodarczej buduję na bazie analizy nie tylko premii za ryzyko, ale też dostępności szeroko pojętych zabezpieczeń oraz arytmetyki bilansu płatniczego. Poza tym, przedstawiam systematykę zachęt do podejmowania nadmiernego ryzyka, których źródłem jest niska stopa procentowa, oraz opisuję inne czynniki niż rozkład w czasie podwyżek stopy procentowej, kształtujące ryzyko substytucji kredytu w walucie krajowej zobowiązaniami w walutach obcych.

Główne wnioski płynące z analizy przeprowadzonej w monografii są następujące:

- Niekonwencjonalne działania w polityce pieniężnej podejmowane po kryzysie finansowym, w tym zwłaszcza utrzymywanie stopy procentowej blisko zera, mogą zmniejszać natężenie restrukturyzacji gospodarki, a tym samym trwale obniżać (co najmniej) poziom produktu w długim okresie.
- Niepewność co do perspektyw gospodarki (podwyższona przez kryzys), która zwykle jest krótkotrwała, pod wpływem tych działań może stać się uporczywa. Zmienność wskaźników makroekonomicznych przestaje być wtedy jej jakimkolwiek przybliżeniem.
- Opóźnianie delewarowania po kryzysie finansowym przez agresywne redukcje stopy procentowej aż do zera grozi pogłębieniem łącznej skali spadku relacji kredytu do PKB i ogranicza szanse na obniżenie tej relacji przez wzrost PKB zamiast w wyniku zmniejszenia kredytu.
- Stopa procentowa bliska zera bardziej może obniżać natężenie restrukturyzacji po kryzysie finansowym przede wszystkim w tych gospodarkach, w których sektor finansowy jest zdominowany przez banki. Jednakże ilościowe luzowanie polityki pieniężnej zaciera

różnice w natężeniu restrukturyzacji w warunkach stopy procentowej bliskiej zera między gospodarkami o odmiennej strukturze sektora finansowego.

- Sprzężenia między skalą ilościowego luzowania polityki pieniężnej a restrukturyzacją, niepewnością i sposobem reagowania podmiotów gospodarujących na tę niepewność mogą maskować zagrożenia dla stabilności cen (i – szerzej – stabilności makroekonomicznej), które rodzi intensywne ilościowe luzowanie. Sprzężenia te działają w kierunku wydłużenia okresu stagnacji i niskiej dynamiki cen, ale w końcu mogą doprowadzić do skokowego wzrostu poziomu cen i załamania gospodarki.

- Niekonwencjonalne działania w polityce pieniężnej zakłócają nie tylko wybory ekonomiczne podmiotów gospodarujących i banków, ale też decyzje rządzących. Zachęcają ich do ekspansji fiskalnej, a następnie utrzymywania dużego deficytu fiskalnego, co grozi narastaniem długu publicznego. Sprzyjają też odwlekaniu reform strukturalnych.

- Aby uniknąć kosztów powodowanych przez niekonwencjonalne działania w polityce pieniężnej, bank centralny powinien ustalić dolną granicę dla stopy procentowej nisko, ale wyraźnie powyżej zera, oraz ograniczyć ilościowe luzowanie polityki pieniężnej do opanowania paniki na tych segmentach rynku finansowego, na których zagraża ona stabilności całego rynku.

- Jeśli w danym kraju nie doszło do kryzysu finansowego, to bank centralny powinien wystrzegać się obniżek stopy procentowej o tempie lub skali, mogących skutkować bardziej dynamicznym wzrostem popytu krajowego w stosunku do krajowych mocy wytwórczych niż w otoczeniu.

Naturalnie moja monografia i wcześniejsze prace nie są jedynymi, w których wskazuje się na koszty stopy procentowej bliskiej zera. Ich przeglądu, obejmującego sytuację po wystąpieniu kryzysu, na której koncentrują się moje badania<sup>8</sup>, dokonują m.in.: BIS [2010; 2013, Borio [2012], Issing [2011; 2012], McKinnon R. [2013a], MFW [2003], Rajan [2013], Taylor [2013] oraz White [2012]. Żaden przegląd nie jest jednak równie szczegółowy jak zawarty w mojej monografii. Wszystkie ustępują objętością jej pojedynczemu rozdziałowi. Jeżeli opisuje się w nich mechanizmy prowadzące do określonego kosztu, to opis ten ogranicza się do kilku zdań albo – maksymalnie – kilku akapitów. Także w pracach, koncentrujących się na pojedynczych kosztach, analiza nie jest równie szeroka jak w odpowiednich fragmentach monografii.

---

<sup>8</sup> Większość prac, które dotyczą kosztów stopy procentowej bliskiej zera lub – ogólniej – niskiej stopy procentowej, skupia się na mechanizmach, za pośrednictwem których zwiększa ona ryzyko powstania niebezpiecznych banków spekulacyjnych na rynkach aktywów i – w efekcie – kryzysu finansowego (zob. np. [Ahearn i in., 2002; Bundesbank, 2012; BIS, 2010; Diamond, Rajan, 2009; Farhi, Tirole, 2012; Feldstein, 2002; Giavazzi, Giovannini, 2010; Goodfriend, 2001; Hoenig, 2010; Taylor, 2009]).

Ujemne oddziaływanie stopy procentowej bliskiej zera na natężenie restrukturyzacji jest spośród innych prac najbardziej szczegółowo analizowane prawdopodobnie przez Caballero, Hoshi'ego i Kashyapa [2006; 2008]. Koncentrują się oni na skutkach podtrzymywania działalności złych kredytobiorców dla stopy wejść i nowych projektów podejmowanych przez istniejące przedsiębiorstwa. Nie analizują natomiast innych skutków takiego podtrzymywania dla dynamiki produktywności ani nie zajmują się szerszym problemem podtrzymywania działalności nadmiernie zadłużonych podmiotów. Nie odnoszą się również szerzej do mechanizmów, za pośrednictwem których stopa procentowa bliska zera sprzyja podtrzymywaniu nadmiernie zadłużonych podmiotów, w tym złych dłużników. Swoją analizę prowadzą wyłącznie przez pryzmat bodźców, którym podlegają konkurenci (potencjalni i faktyczni) złych kredytobiorców. Nie obejmują nią wyborów dokonywanych przez menedżerów poszczególnych grup podmiotów, w tym wierzycieli złych kredytobiorców. Nie sprawdzają, czy wnioski, do których dochodzą przez rozwiązanie problemu maksymalizacji zysków przez konkurentów złych kredytobiorców, są spójne z wynikami analizy selekcji, mogącej eliminować przy stopie procentowej bliskiej zera inne podmioty i – w efekcie – inne zachowania niż przy jej innym poziomie. Każdy z problemów nieobjętych analizą przez Caballero, Hoshi'ego i Kashyapa [2006; 2008] jest analizowany w pierwszej części rozdziału trzeciego.

Problem współzależności między restrukturyzacją gospodarki po kryzysie a niepewnością i oddziaływania na nie stopy procentowej bliskiej zera podejmuje głównie Kobayashi (np. [2000; 2006; 2007a; 2007b]). We wszystkich pracach ogranicza się on jednak właściwie do jednego rodzaju niepewności powodowanej przez odwołanie restrukturyzacji (tzn. niepewności odzyskania należności) i analizuje tylko jeden skutek tej niepewności (tj. osłabienie specjalizacji). W części drugiej rozdziału trzeciego biorę pod uwagę zarówno więcej rodzajów niepewności wywołanych odwołaniem restrukturyzacji niż Kobayashi (niepewność dostaw, niepewność wypełnienia zobowiązań, niepewność co do perspektyw gospodarki oraz niepewność odnośnie do stopy procentowej), jak i więcej negatywnych skutków niepewności dla produktywności (koncentrowanie się podmiotów o wysokim zadłużeniu na zachowaniu *status quo*; osłabienie dyfuzji wiedzy, jak wytwarzać efektywniej, oraz ograniczenie transferu technologii z zagranicy; odwołanie realizacji nowych projektów, zwłaszcza innowacyjnych; zmniejszenie rotacji zatrudnienia, utrudniające poprawę dopasowania pracy do kwalifikacji).

Problemowi ujemnego wpływu stopy procentowej bliskiej zera na korzystanie z zewnętrznego finansowania najwięcej uwagi poświęca chyba McKinnon (np. [2013b;

2013c]). W swoich pracach analizuje on jednak prawie wyłącznie dwa kanały tego wpływu: kanał kosztów pasywów i kanał bezpiecznych aktywów. Innych czynników, zmniejszających korzystanie z zewnętrznego finansowania po wybuchu kryzysu (np. niedostatku kapitału) nie wiąże ze stopą procentową bliską zera. Poza analizowanymi przez niego kanałami, w literaturze szeroko dyskutowany jest jeszcze kanał zysków przedsiębiorstw (zob. np. [Caballero, Hoshi, Kashyap, 2006; 2008]). W rozdziale czwartym identyfikuję natomiast jeszcze osiem innych kanałów.

Problem zdolności banku centralnego do zwiększania podaży pieniądza przy stopie procentowej bliskiej zera jest głównie podejmowany w dawnej literaturze dotyczącej pułapki płynności, np. [Keynes, 1936]<sup>9</sup>. Ten jej wątek, słabiej pamiętany niż twierdzenie o doskonałej elastyczności popytu na pieniądź względem stopy procentowej przy zerowym jej poziomie, ma dwie bardzo poważne słabości. Po pierwsze, sugeruje, że istnieją okoliczności, w których bank centralny zupełnie i trwale traci wpływ na podaż pieniądza. Brunner i Meltzer [1968] dowiedli, że taka utrata wymagałaby przyjęcia założeń, które są niemożliwe do spełnienia lub nie znajdują potwierdzenia w badaniach empirycznych. Po drugie, w istocie nie wskazuje mechanizmu odpowiadającego za osłabienie zdolności banku centralnego do zwiększenia podaży pieniądza. Przyjmuje, że przy stopie procentowej bliskiej zera popyt banków na płynne rezerwy ma charakteryzować się doskonałą elastycznością, odzwierciedlając bądź to brak ich skłonności do udzielania kredytów, bądź to brak popytu podmiotów gospodarujących na kredyt. Nie wyjaśnia jednak szerzej, dlaczego banki miałyby w ogóle przestać udzielać kredytów, a podmioty gospodarujące – je zaciągać. Analiza z rozdziału piątego jest pozbawiona obu tych słabości. Przedstawione w nim rozumowanie nie implikuje ani zupełnej, ani tym bardziej trwałej utraty wpływu banku centralnego na podaż pieniądza przy stopie procentowej bliskiej zera. Określam w nim, jak ten wpływ powinien się zmieniać wraz z upływem czasu. Przede wszystkim jednak wskazuję mechanizm odpowiadający za jego osłabienie przy stopie procentowej bliskiej zera.

Problem wzrostu, na skutek utrzymywania stopy procentowej blisko zera, długu publicznego do poziomów rodzących ryzyko kryzysu fiskalnego, jest dokładnie analizowany przez Arellano, Conesa i Kehoe [2012] oraz Conesa i Kehoe [2012]. W ich analizie przedłużające się niskie tempo wzrostu gospodarki, będące zasadniczym powodem dopuszczania przez władze fiskalne do wzrostu długu publicznego do takich poziomów, nie zależy jednak ani od stopy procentowej bliskiej zera, ani od stanu finansów publicznych. Ponadto, przyjmują oni, że relacja między deficytem w finansach publicznych a stopą

---

<sup>9</sup> Nowszą pracą podejmującą ten problem jest [Kimura i in., 2002].

procentową bliską zera przebiega tylko w jednym kierunku: stopa procentowa bliska zera sprzyja utrzymywaniu dużego deficytu, ale wielkość deficytu nie ma wpływu na decyzje banku centralnego odnośnie do stopy procentowej. Analiza tego problemu z rozdziału szóstego bierze pod uwagę zarówno wpływ stopy procentowej bliskiej zera i stanu finansów publicznych na wzrost gospodarki, jak i zależność uporczywości pozostawania stopy procentowej blisko zera od deficytu.

### **3. Inne osiągnięcia naukowe**

Moim innym osiągnięciem naukowym jest książka [Balcerowicz, Rzońca (red.), 2010]. Ma ona trzy cechy, które łącznie odróżniają ją od zdecydowanej większości empirycznych prac nad wzrostem gospodarczym. Po pierwsze, poddaje porównawczemu badaniu parę krajów, w których dochód na mieszkańca w jakimś momencie był równy lub bardzo bliski, a potem się wyraźnie zróżnicował. Kraje dobrane w pary mają też możliwie dużo innych podobieństw, w tym zwłaszcza dotyczących czynników trudno mierzalnych, takich jak kultura. Jednocześnie cała badana grupa krajów jest na tyle zróżnicowana, że pozwala na pewne uogólnienia odnośnie do głównych determinantów wzrostu gospodarczego. Grupa ta obejmuje kraje od niskiego do wysokiego poziomu dochodu na mieszkańca, duże i małe, wyspiarskie i nie mające dostępu do morza, posiadające i nie mające praktycznie żadnych bogactw naturalnych, zamieszkałe przez wyznawców wszystkich największych religii, leżące na wszystkich kontynentach oprócz Afryki (na których funkcjonują państwa), o starzejących się i młodych społeczeństwach, o wysokim i niskim odsetku osób wykształconych. Po drugie, wśród potencjalnych determinantów wzrostu książka uwzględnia zarówno wstrząsy, jak i systematyczne siły rozwoju. Próbuje przy tym określić relatywne znaczenie załamań wzrostu dla jego długofalowego tempa. Po trzecie, systematyczne siły rozwoju są analizowane w niej na dwóch poziomach. Najpierw, tam gdzie jest to sensowne, przeprowadza się rachunek wzrostu, określając relatywne znaczenie nakładów pracy i kapitału oraz zmian produktywności czynników wytwórczych. Następnie podejmuje się próbę wyjaśnienia kształtowania się tych wielkości przez odwołanie się do głębiej położonych sił, w tym zwłaszcza instytucji. Książka ta została przetłumaczona na język rosyjski (zob. [Balcerowicz, Rzońca (red.), 2012]) oraz angielski (zob. [Balcerowicz, Rzońca (red.), 2015]).

Za osiągnięcie uważam również publikację – we współautorstwie – pięciu artykułów w czasopismach z bazy Journal Citation Reports. Trzy z nich dotyczą polityki pieniężnej.



W artykule [Ciżkowicz, Rzońca, 2014]<sup>10</sup>, wspomnianym w poprzedniej części autoreferatu, zwracamy uwagę, że pomijanie przez banki centralne wpływu stopy procentowej bliskiej zera na naturalną stopę procentową może mieć fatalne skutki. Gdyby taki poziom stopy procentowej uporczywie obniżał naturalną stopę procentową, oznaczałoby to spadek dynamiki produktywności czynników wytwórczych i zawężenie zdolności banku centralnego do oddziaływania na łączny popyt i inflację. Wyjaśniamy, że stopa procentowa bliska zera może uporczywie obniżać naturalną stopę procentową, ponieważ w gospodarce wymagającej restrukturyzacji po kryzysie hamuje ten proces i ułatwia podtrzymywanie kredytowania nadmiernie zadłużonych podmiotów, co wypycha – za pośrednictwem kilku kanałów – kredyt dla podmiotów o zdrowych bilansach. Aby ograniczyć ryzyko wystąpienia takich efektów, bank centralny powinien ustalić dolną granicę dla stopy procentowej na poziomie, powiedzmy, 2%. Granica odpowiednia dla danej gospodarki powinna być rosnącą funkcją tempa jej wzrostu i stopy procentowej sprzed kryzysu. Argumentujemy, że niezależnie od wiarygodności banku centralnego taka zmiana sposobu prowadzenia polityki pieniężnej w gospodarce wymagającej restrukturyzacji po kryzysie dałaby lepsze wyniki niż utrzymywanie stopy procentowej blisko zera.

W artykule [Albinowski, Ciżkowicz, Rzońca, 2014]<sup>11</sup> analizujemy determinanty zaufania do EBC. Mimo że od wybuchu globalnego kryzysu finansowego literatura na temat zaufania do EBC szybko rośnie, to z wyjątkiem jednego opracowania (zob. [Bursian, Faia, 2013] nie zwraca się w niej uwagi na skutki reakcji EBC na kryzys dla zaufania do banku centralnego. Staramy się wypełnić tę lukę. Z modeli panelowych oszacowanych przez nas przy wykorzystaniu danych z Eurobarometru wynika, że gdy gospodarstwa domowe mają pesymistyczne oczekiwania, to agresywne obniżki stóp procentowych osłabiają zaufanie do banku centralnego. Wynik ten jest zgodny z hipotezą szoku w ufności podmiotów gospodarujących, rozwijaną przez Schmitt-Grohé i Uribe (2012). Podważa natomiast hipotezę szoku „fundamentalnego”, który implikowałby pozytywny wpływ agresywnych obniżek stóp procentowych na zaufanie do EBC.

W artykule [Ciżkowicz, Rzońca, 2013b]<sup>12</sup> oceniamy wpływ inflacji na inwestycje przedsiębiorstw w 21 krajach OECD w latach 1960-2005. Przy użyciu modeli panelowych dowodzimy, że był on ujemny, mimo że w badanej przez nas próbie inflacja osiągała co najwyżej umiarkowane wartości. Otrzymane przez nas wyniki wskazują przy tym na

---

<sup>10</sup> Czasopismo ma tzw. *impact factor* na poziomie 0,208.

<sup>11</sup> Czasopismo ma tzw. *impact factor* na poziomie 0,518.

<sup>12</sup> Czasopismo ma tzw. *impact factor* na poziomie 0,391.

nieliniowość tej zależności: krańcowy efekt był najsilniejszy przy inflacji z przedziału od 3 do 5,5%. Większość wcześniejszych badań sugerowała, że to ujemne oddziaływanie pojawia się przy wyższej inflacji. Pokazujemy ponadto, że po jego uwzględnieniu znika zależność inwestycji od miar przybliżających koszt wynajmu kapitału.

Czwarty artykuł [Ciżkowicz, Rzońca, Umiński, 2013]<sup>13</sup> dotyczy różnic między regionami Polski w wielkości i strukturze eksportu. Motywacją do jego napisania był niedostatek badań nad determinantami eksportu na poziomie regionów – zwłaszcza w gospodarkach wschodzących. W artykule odwołujemy się do teorii handlu zagranicznego rozwijanych w badaniach na poziomie krajów. Korzystając z modeli panelowych, pokazujemy, że eksport regionów zależy dodatnio od wydajności pracy, wykształcenia pracowników, położenia na granicy państwa i dostępu do morza, a ujemnie – od kosztów pracy i znaczenia rolnictwa w gospodarce regionalnej. Następnie przechodzimy do analizy eksportu produktu rolno-spożywczych, który jest ważny dla poprawy warunków życia w wielu słabiej rozwiniętych regionach. Pokazujemy, że zależy on dodatnio od znaczenia rolnictwa w gospodarce regionalnej, wydajności pracy w rolnictwie, ale też innych sektorach, dostępności pracowników o odpowiednich praktycznych umiejętnościach oraz dostępu do morza, a ujemnie – od gęstości zaludnienia i położenia na granicy państwa.

W piątym artykule [Borys, Ciżkowicz, Rzońca, 2014]<sup>14</sup> zajmujemy się skutkami polityki fiskalnej. Identyfikujemy szoki fiskalne w nowych krajach członkowskich Unii Europejskiej, stosując cztery różne metody, w tym dwie, których wcześniej nikt nie zastosował do tych krajów. Przy użyciu modeli panelowych oceniamy reakcję produktu na te szoki. W odróżnieniu od większości innych badań analizujemy skutki zarówno konsolidacji, jak i stymulacji fiskalnych. Poza tym, inaczej niż w innych opracowaniach ocena reakcji produktu jest w naszym artykule tylko punktem wyjścia do analizy reakcji poszczególnych strumieni popytowych na szoki fiskalne. Pokazujemy, że dynamiki inwestycji i eksportu przyspieszały po konsolidacjach fiskalnych oraz spowalniały po stymulacjach fiskalnych, o ile szoki fiskalne obejmowały głównie wydatki publiczne. Konsumpcja nie reagowała na szoki fiskalne. Analizę dopełniamy bezpośrednim badaniem skutków szoków fiskalnych dla kosztów pracy (czyli tzw. „kanału kosztowego”) oraz zaufania (czyli „kanału oczekiwań”). Otrzymane przez nas wyniki wskazują, że konsolidacje fiskalne bazujące na cięciach w wydatkach obniżały koszty pracy. Wspierają one hipotezę, wedle której taki rodzaj konsolidacji wzmacnia konkurencyjność i zyskowność krajowych przedsiębiorstw. Nie

---

<sup>13</sup> Czasopismo ma tzw. *impact factor* na poziomie 0,393.

<sup>14</sup> Czasopismo ma tzw. *impact factor* na poziomie 0,319.

znaleźliśmy natomiast dowodów na wpływ szoków fiskalnych na zaufanie gospodarstw domowych.

Artykuł ten jest uaktualnieniem i rozwinięciem badań opisanych w opracowaniu [Rzońca, Ciżkowicz, 2005]. Jest ono moją najczęściej cytowaną pracą, przywoływaną m.in. przez Giavazziego i Pagano, którzy są prekursorami badań nad nie-keynesowskimi skutkami szoków fiskalnych. Przy wykorzystaniu modeli panelowych dowodzimy w niej, że konsolidacje fiskalne w nowych krajach członkowskich Unii Europejskiej przyczyniały się do przyspieszenia wzrostu gospodarki już w krótkim okresie. Nie udało się nam natomiast jednoznacznie określić kanałów, które prowadziły do tego przyspieszenia. Badanie kończy analiza jakościowa najsilniejszych konsolidacji fiskalnych w tych krajach. Pokazuje ona, że ich doświadczenia były podobne do doświadczeń krajów wysoko rozwiniętych.

Dużo szerszą analizę jakościową najsilniejszych konsolidacji fiskalnych w nowych krajach członkowskich zawiera książka [Rzońca, 2007]. Ma ona też rozbudowaną część teoretyczną. Pokazuje w niej w szczególności wrażliwość wniosków z modeli agregatowych odnośnie do skutków szoków fiskalnych na modyfikacje przyjętych w nich założeń. Ponadto, systematyzuję najczęściej spotykane w literaturze ekonomicznej wyjaśnienia niekeynesowskich skutków konsolidacji fiskalnych. Manuskrypt tej książki był podstawą przyznania mi przez Fundację Bankową im. Leopolda Kronenberga Nagrody Banku Handlowego, najbardziej prestiżowego wyróżnienia w polskiej ekonomii.

Do osiągnięć naukowych zaliczam ponadto publikację (we współautorstwie) trzech artykułów w czasopiśmie „Ekonomista”, które do 2014 roku znajdowało się w bazie Journal Citation Reports. Artykuły te dotyczą polityki pieniężnej, ale odwołują się również do zagadnienia wzrostu gospodarczego.

W artykule [Ciżkowicz, Rzońca, 2013a], wspomnianym w poprzedniej części autoreferatu, pokazujemy, że zasadnicze przyczyny ostatniego globalnego kryzysu finansowego, tzn. niskie stopy procentowe w głównych gospodarkach wysoko rozwiniętych oraz nadwyżkowe oszczędności w gospodarkach wschodzących, można wiązać z ułomnościami międzynarodowego systemu monetarnego. Argumentujemy, że ułomności te nasiliły się na skutek kryzysu. Wniosek ten służy nam do zarysowania prawdopodobnego kształtu polityki makroekonomicznej w głównych gospodarkach wysoko rozwiniętych oraz w gospodarkach wschodzących. Przedstawiamy koszty polityki makroekonomicznej prowadzonej przez główne gospodarki wysoko rozwinięte w reakcji na kryzys dla tych gospodarek. Upatrujemy ich przede wszystkim w opóźnieniu restrukturyzacji. Następnie wskazujemy zagrożenia, jakie reakcja ta rodzi dla gospodarek wschodzących. Oceniamy, że

uzasadniają one prowadzenie przez te gospodarki polityki makroekonomicznej w sposób wydłużający okres dochodzenia do wysokiej aktywności gospodarczej.

W artykule [Ciżkowicz, Rzońca, 2011b] dokonujemy przeglądu teorii i wyników badań empirycznych, pokazujących: jak inflacja wpływa na inwestycje przedsiębiorstw; jak oddziałuje na jakość wydatków publicznych; jak wpływa na zakres pośrednictwa finansowego; jak wiąże się z wysokością podatków płaconych przez ludzi oraz jakie w związku z nią ponoszą oni nakłady. Od innych prac na ten temat kosztów inflacji artykuł ten różni się co najmniej pod jednym z trzech głównych względów. Po pierwsze, koszty inflacji są w nim analizowane przez pryzmat jej wpływu na wzrost gospodarki. Po drugie, główną osią ich usystematyzowania w artykule nie jest natura inflacji (oczekiwana vs. nieoczekiwana), a mechanizmy oddziaływania na wzrost gospodarki. Po trzecie, artykuł odwołuje się do niektórych publikacji, które – ze względu np. na datę ich wydania – nie zostały uwzględnione w innych pracach na temat kosztów inflacji w języku polskim.

W artykule [Ciżkowicz, Rzońca, 2011c] poddajemy krytycznej ocenie propozycję Blancharda i współautorów [2010] podniesienia celu inflacyjnego przez banki centralne do – jak to ujęli – powiedzmy 4%. Do dwóch linii krytyki tej propozycji przedstawianych w literaturze, odwołujących się do premii za ryzyko oraz kosztów inflacji, dodajemy trzecią, związaną z wpływem polityki pieniężnej na ryzyko powstawania niebezpiecznych baniek spekulacyjnych na rynkach aktywów. Zarysowujemy alternatywę dla podniesienia celu inflacyjnego. Argumentujemy, że w świetle doświadczeń z globalnego kryzysu finansowego pożądaną zmianą w sposobie prowadzenia polityki pieniężnej byłoby wykorzystanie do badania procesów inflacyjnych, obok analizy ekonomicznej, również analizy monetarnej.

#### **4. Dodatkowe informacje**

Lista publikacji naukowych opublikowanych przeze mnie po uzyskaniu stopnia doktora nauk ekonomicznych zawiera (zob. załącznik nr 4):

- 2 książki;
- 2 książki we współautorstwie;
- 2 książki pod redakcją we współautorstwie, w tym jedna przetłumaczona na język angielski i rosyjski;
- 3 rozdziały w publikacjach zbiorowych<sup>15</sup>;

---

<sup>15</sup> Nie licząc rozdziałów w książkach we współautorstwie i książkach pod redakcją we współautorstwie.

- 19 artykułów naukowych, w tym 17 we współautorstwie;
- 20 publikacji o charakterze materiałów roboczych (ang. *working paper*), w tym 18 we współautorstwie.

23 publikacje spośród wyżej wymienionych jest napisana w języku angielskim (nie licząc tłumaczeń), w tym 1 książka we współautorstwie, 1 rozdział w publikacji zbiorowej, 8 artykułów i 13 materiałów roboczych. 5 artykułów, wskazanych w poprzedniej części autoreferatu, opublikowałem w czasopismach z części A bieżącego wykazu czasopism naukowych opracowanych przez Ministerstwo Nauki i Szkolnictwa Wyższego (por. Załącznik do komunikatu Ministra Nauki i Szkolnictwa Wyższego z dnia 17 grudnia 2013 r.). Są to, przypomnę: Albinowski, Ciżkowicz, Rzońca [2014], Borys, Ciżkowicz, Rzońca [2014], Ciżkowicz, Rzońca [2013b], Ciżkowicz, Rzońca [2014], Ciżkowicz, Rzońca, Umiński [2013]. Pozostałe artykuły opublikowałem w krajowych czasopismach naukowych z części B tego wykazu („Bank i Kredyt”, „Ekonomista”, „Gospodarka Narodowa”, „Ruch Prawniczy, Ekonomiczny i Socjologiczny”, „Studia BAS”, „Zarządzanie Publiczne”). Prace o charakterze materiałów roboczych opublikowałem w seriach wydawniczych instytucji takich, jak: Bank Rozrachunków Międzynarodowych w Bazylei, CASE, EBC, Munich Personal RePEc Archive oraz NBP).

Analiza cytowalności moich prac naukowych różni się w zależności od użytej do niej bazy. Baza „Google Scholar” identyfikuje 26 moich prac opublikowanych po uzyskaniu stopnia doktora nauk ekonomicznych, cytowanych w innych pracach. Łączna liczba ich cytowań w tej bazie wynosi 150. Indeks h oszacowano tam na poziomie 6. W bazie „Publish or Perish” znajduje się 40 moich prac opublikowanych po uzyskaniu stopnia doktora nauk ekonomicznych. Wyliczono, że cytowano je 84 razy. Indeks h wyznaczono na poziomie 5. W bazie Web of Science zarejestrowano siedem moich prac opublikowanych po 2005 roku. Nie mają one jednak dotychczas żadnych cytowań w tej bazie.

Moje prace naukowe były prezentowane na krajowych i międzynarodowych seminariach i konferencjach naukowych, organizowanych przez Bank Centralny Chile, Europejski Instytut Uniwersytecki we Florencji, International Journal of Central Banking, NBP, SGH, Uniwersytet Ekonomiczny Katowicach, Uniwersytet Ekonomiczny w Krakowie, Uniwersytet Ekonomiczny w Poznaniu, Uniwersytet Jagielloński oraz Uniwersytet Łódzki (zob. załącznik nr 5).

Za działalność naukową byłem nagradzany przez Rektora SGH oraz Prezesa NBP. Jak wspomniałem w poprzedniej części autoreferatu, otrzymałem także Nagrodę Banku Handlowego, przyznaną przez Fundację Bankową im. Leopolda Kronenberga.

Za wyróżnienie uważam również grant uzyskany z Narodowego Centrum Nauki w ramach konkursu Opus 6. Jestem współautorem projektu „Skuteczność Specjalnych Stref Ekonomicznych w Polsce jako narzędzia polityki gospodarczej: wielowymiarowa analiza ekonometryczna z zastosowaniem modeli panelowych i przestrzennych”, który ma być realizowany w następnych latach.

Oprócz działalności badawczej dużą wagę przywiązuję do działalności dydaktycznej i – szerzej – upowszechniania wiedzy ekonomicznej (co bardziej szczegółowo opisuję w załączniku nr 5). Wypromowałem dotychczas 13 prac licencjackich i 12 prac magisterskich. Udzieliłem dziesiątek wywiadów radiowych i telewizyjnych na tematy gospodarcze. Jestem autorem kilkudziesięciu artykułów o tematyce ekonomicznej, opublikowanych w największych polskich dziennikach i tygodnikach. Przygotowałem (wraz z innymi osobami) 8 raportów Fundacji FOR nt. różnych problemów dotyczących polskiej gospodarki oraz 9 analiz tej fundacji. Brałem też udział w pracach nad raportem Bank Światowego na temat wpływu finansów publicznych na wzrost gospodarczy w krajach posocjalistycznych. Jestem współautorem i redaktorem przewodnika „Ekonomia po polsku” (zob. [Filar, Rzońca, Wójtowicz (red.) 2007]). Jak wspomniałem w części pierwszej autoreferatu, współtworzyłem portal edukacyjny NBP ([www.NBPportal.pl](http://www.NBPportal.pl)). Wchodziłem w skład Rady Edukacji Ekonomicznej NBP. Przygotowałem program oraz listę prelegentów 3 międzynarodowych konferencji naukowych, zorganizowanych przez NBP. Należałem do Komitetu Organizacyjnego Konferencji Naukowych Młodych Ekonomistów oraz Podkomitetu Naukowego Olimpiady Przedsiębiorczości. Brałem udział w pracach jury 3 konkursów dotyczących ekonomii.

## **Bibliografia**

- Acemoglu D., Arellano M., Dekel E. (red.) [2013b], *Advances in Economics and Econometrics. Tenth World Congress. Volume II. Applied Economics*, Cambridge University Press, Cambridge, New York.
- Acemoglu D., Robinson J. A. [2013], *Economics versus Politics: Pitfalls of Policy Advice*, „Journal of Economic Perspectives”, t. 27, nr 2, s. 173–192
- Aghion P., Durlauf S.N. (red.) [2005], *Handbook of Economic Growth*, t.1a, Elsevier B.V, Amsterdam, London, San Diego.
- Aghion P., Howitt P. [2009], *The Economics of Growth*, MIT Press, Cambridge, London.
- Ahearne A.G., Gagnon J., Haltmaier J., Kamin S., Erceg Ch., Faust J., Guerrieri L., Hemphill C., Kole L., Roush J., Rogers J., Sheets N., Wight J. [2002], *Preventing Deflation: Lessons from Japan's Experience in the 1990s.*, „Board of Governors of the Federal Reserve System International Finance Discussion Paper”, nr 729.
- Albinowski M., Ciżkowicz P., Rzońca A. [2014]. *Links between the trust in the ECB and its interest rate policy*, „Applied Economics”, t. 46, nr 25, s. 3090-3106.

- Alchian A.A. [1950], *Uncertainty, Evolution, and Economic Theory*, „Journal of Political Economy”, t. 58, nr 3, s. 211–221.
- Arellano C., Conesa J.C., Kehoe T.J. [2012], *Chronic Sovereign Debt Crises in the Eurozone, 2010–2012*, „Federal Reserve Bank of Minneapolis Economic Policy Paper”, nr 4.
- Baba N., Nishioka S., Oda N., Shirakawa M., Ueda K., Ugai H. [2005b], *Japan’s Deflation, Problems in the Financial System, and Monetary Policy*, „Monetary and Economic Studies”, t. 23, nr 1, s. 47–111.
- Balcerowicz L., Rzońca A. [2008], *The fiscal cure may make the patient worse*, „Financial Times”, 11 grudnia, s. 13.
- Balcerowicz L., Rzońca A. (red.) [2010], *Zagadki wzrostu gospodarczego. Siły napędowe i kryzysy – analiza porównawcza*, C.H. Beck, Warszawa.
- Balcerowicz L., Rzońca A. (red.) [2012], *Zagadki экономического роста. Движущие силы и кризисы - сравнительный анализ*, МЫСЛЬ, Москва
- Balcerowicz L., Rzońca A. (red.) [2015], *Puzzles of Economic Growth*, World Bank, Washington, DC.
- Balcerowicz L., Rzońca A., Kalina L., Łaszek A. [2013], *Economic Growth in the European Union*, Lisbon Council, Brussels.
- Banerjee A., Duflo E. [2005], *Growth Theory Through the Lens of Development Economics*, [w:] Aghion P., Durlauf S. (red.) [2005].
- Bernanke B.S., Reinhart V.R. [2004], *Conducting Monetary Policy at Very Low Short-term Interest Rates*, „American Economic Review”, t. 94, nr 2, s. 85–90.
- Bernanke B.S., Reinhart V.R., Sack B.P. [2004], *Monetary Policy Alternatives at the Zero Bound: An Empirical Assessment*, „Brookings Papers on Economic Activity”, nr 2, s. 1–78.
- BIS [2010], *BIS 80th Annual Report*, Bank For International Settlements, Basel.
- BIS [2013], *BIS 83rd Annual Report*, Bank for International Settlements, Basel.
- Blanchard O. J., Dell’Ariccia G., Mauro P. [2010], *Rethinking Macroeconomic Policy*, „IMF Staff Position Note”, nr 10/03.
- Bordo M.D. [2014], *How Much Did the Federal Reserve Learn from History in Handling the Crisis of 2007–2008?*, prezentacja na 130. seminarium mBank – CASE, 1 marca.
- Bordo M.D., Haubrich J.G. [2012], *Deep Recessions, Fast Recoveries, and Financial Crises: Evidence from the American Record*, „NBER Working Paper”, nr 18194.
- Borio C.E.V. [2012], *The financial cycle and macroeconomics: What have we learnt?*, „BIS Working Paper”, nr 395.
- Borys P., Ciżkowicz P., Rzońca A. [2014], *Panel Data Evidence on the Effects of Fiscal Policy Shocks in the EU New Member States*, „Fiscal Studies”, t. 35, nr 2, s. 189–224.
- Brunner K. [1965], *Institutions, Policy, and Monetary Analysis*, „Journal of Political Economy”, t. 73, nr 2, s. 197–218.
- Brunner K., Meltzer A.H. [1968], *Liquidity Traps for Money, Bank Credit, and Interest Rates*, „Journal of Political Economy”, t. 76, nr 1, s. 1–37.
- Brunner K., Meltzer A.H. [2007], *Money Supply*, [w:] Friedman B.M., Hahn F.H. (red.) [2007].
- Bullard J. [2010], *Seven Face of ‘The Peril’*, „Federal Reserve Bank of St. Louis Review”, t. 92, nr 5, s. 339–352.
- Bundesbank [2012], *Financial Stability Review*, Deutsche Bundesbank, Frankfurt am Main.
- Bursian D., Faia E. [2013], *Trust in the Monetary Authority*, „SAFE Working Paper”, Nr 14.

- Caballero R.J. [2007], *Specificity and Macroeconomics of Restructuring*, MIT Press, Cambridge, London.
- Caballero R.J., Hoshi T., Kashyap A.K. [2006], *Zombie Lending and Depressed Restructuring in Japan*, „NBER Working Paper”, nr 12129.
- Caballero R.J., Hoshi T., Kashyap A.K. [2008], *Zombie Lending and Depressed Restructuring in Japan*, „American Economic Review”, t. 98, nr 5, s. 1943–1977.
- Calomiris Ch. W. [2013], *Polityczne korzenie kryzysów bankowych i ograniczonej akcji kredytowej*, „Zeszyty BREBank – CASE”, nr 128.
- Cecioni M., Ferrero G., Secchi A. [2011], *Unconventional monetary policy in theory and practice*, Banca D'Italia Questioni di Economia e Finanza (Occasional Paper), nr 102.
- Christiano L.J., Trabandt M., Walentin K. [2011], *DSGE Models for Monetary Policy Analysis*, [w:] Friedman B.M., Woodford M. (red.) [2011].
- Ciżkowicz P., Rzońca A. [2011a], *Skutki ekspansji fiskalnej w warunkach stóp procentowych bliskich zera*, „Zarządzanie Publiczne”, t. 16–17, nr 2–3, s. 23–44.
- Ciżkowicz P., Rzońca A. [2011b], *Koszty inflacji – przegląd piśmiennictwa*, „Ekonomista”, nr 3, s. 395–418.
- Ciżkowicz P., Rzońca A. [2011c], *Dlaczego banki centralne nie powinny podwyższać celu inflacyjnego?*, „Ekonomista”, nr 5, s. 677–690.
- Ciżkowicz P., Rzońca A. [2013a], *Międzynarodowy system monetarny a globalny kryzys finansowy: wnioski dla polityki makroekonomicznej w gospodarkach rozwijających się*, „Ekonomista”, nr 5, s. 625–645.
- Ciżkowicz P., Rzońca A. [2013b], *Does Inflation Harm Corporate Investment? Empirical Evidence from OECD Countries*, „Economics: The Open-Access, Open-Assessment E-Journal”, t. 7, nr 2013-06, s. 1-38.
- Ciżkowicz P., Rzońca A. [2014], *Interest rates close to zero, post-crisis restructuring and natural interest rate*, „Prague Economic Papers”, nr 3(2014), s. 315-329.
- Ciżkowicz P., Rzońca A., Umiński S. [2013], *The Determinants of Regional Exports in Poland – Panel Data Analysis*, „Post-Communist Economies”, t. 25, nr 2, s. 206-224.
- Conesa J.C., Kehoe T.J. [2012], *Gambling for Redemption and Self-Fulfilling Debt Crisis*, „Federal Reserve Bank of Minneapolis Staff Report”, nr 465.
- Deutsche Bank [2013], *Default Study 2013. Analysing a Decade of Record Low HY Defaults*, Deutsche Bank Markets Research, Deutsche Bank AG, London.
- Dewatripont M., Maskin E. [1995], *Credit and Efficiency in Centralized and Decentralized Economies*, „Review of Economic Studies”, t. 62, nr 4, s. 541–555.
- Diamond D.W. [1984], *Financial Intermediation and Delegated Monitoring*, „Review of Economic Studies”, t. 51, nr 3, s. 393–414.
- Diamond D.W. [1991], *Monitoring and Reputation: The Choice between Bank Loans and Directly Placed Debt*, „Journal of Political Economy”, t. 99, nr 4, s. 688–721.
- Diamond D.W., Rajan R.G. [2009], *The Credit Crisis: Conjectures about Causes and Remedies*, „American Economic Review. Papers and Proceedings”, t. 99, nr 2, s. 606–610.
- Dixit A.K., Pindyck R.S. [1994], *Investment under uncertainty*, Princeton University Press, Princeton.
- Farhi E., Tirole J. [2012], *Collective Moral Hazard, Maturity Mismatch, and Systemic Bailouts*, „American Economic Review”, t. 102, nr 1, s. 60–93.
- Feldstein M. [2002], *The Role for Discretionary Fiscal Policy in a Low Interest Rate Environment*, „NBER Working Paper”, nr 9203.
- Filar D., Rzońca A. Wójtowicz G. (red.) [2007], *Ekonomia po polsku*, Wydawnictwo CeDeWu, Warszawa



- Friedman B.M., Hahn F.H. (red.) [2007], *Handbook of Monetary Economics*, t. 1, Elsevier B.V., Amsterdam, London, San Diego.
- Friedman B.M., Woodford M. (red.) [2011], *Monetary Economics*, t. 3A, Elsevier B.V., Amsterdam, London, San Diego.
- Friedman M., Schwartz A.J. [1963], *A Monetary History of the United States 1867–1960*, Princeton University Press, Princeton.
- Giavazzi F., Giovannini A. [2010], *Central Banks and the Financial System*, „NBER Working Paper”, nr 16228.
- Goldfeld S.M., Sichel D.E. [2007], *The demand for Money*, [w:] Friedman B.M., Hahn F.H. (red.) [2007a].
- Goldman Sachs [2013], *The case for carry is firm*, „Global Markets Daily”, 18 grudnia.
- Goodfriend M. [2001], *Financial Stability, Deflation, and Monetary Policy*, „Federal Reserve Bank of Richmond Working Paper”, nr 1.
- Greenlaw D., Hamilton J.D., Hooper P., Mishkin F.S. [2013], *Crunch Time: Fiscal Crises and the Role of Monetary Policy*, opracowanie przygotowane na U.S. Monetary Policy Forum, New York City, 22 lutego.
- Habermeier K., Jacome L., Mancini-Griffoli T., Baba Ch., Chen J., Gray S., Mondino T., Saadi Sedik T., Tanimoto H., Ueda K., Valckx N., Dell’Ariccia G., Pescatori A., Valencia F., Bayoumi T., Sgherri S., Ismael M. [2013], *Unconventional Monetary Policies—Recent Experience And Prospects*, International Monetary Fund, Washington D.C.
- Haddow A., Hare Ch., Hooley J., Shakir T. [2013], *Macroeconomic uncertainty: what is it, how we can measure it and why does it matter?*, „Bank of England Quarterly Bulletin 2013 Q2”, t. 53, nr 2, s. 100–109.
- Hannoun H. [2012], *Monetary policy in the crisis: testing the limits of monetary policy*, wystąpienie na 47. Konferencji Gubernatorów SEACEN w Seulu, 13–14 lutego.
- Homer S., Sylla R.E. [2005], *History of interest rates*, Wiley, Hoboken.
- Hoenig T.M. [2010], *The High Cost of Exceptionally Low Rates*, Bartlesville Federal Reserve Forum, 3 czerwca.
- Hoshi T., Kashyap A.K. [2008], *Will the U.S. Bank Recapitalization Succeed? Lessons from Japan*, „NBER Working Paper”, nr 14401.
- Hoshi T., Kashyap A.K. [2010], *Will the US Bank Recapitalization Succeed. Eight Lessons from Japan*, „Journal of Financial Economics”, t. 97, nr 3, s. 398–417.
- Issing O. [2011], *Lessons for Monetary Policy: What Should the Consensus Be?*, „IMF Working Paper”, nr 97.
- Issing O. [2012], *Central Banks – Paradise Lost*, „IMES Discussion Paper”, nr E-10.
- Jones Ch.I. [2013], *Misallocation, Economic Growth, and Input-Output Economics*, [w:] Acemoglu D., Arellano M., Dekel E. (red.) [2013].
- Keynes J.M. [1936] *The General Theory of Employment, Interest and Money*, Macmillan, New York.
- Kimura T., Kobayashi H., Muranaga J., Ugai H. [2002], *The Effect of the Increase in Monetary Base on Japan’s Economy at Zero Interest Rates: An Empirical Analysis*, „IMES Discussion Paper”, nr E-22.
- Knight F.H. [1921], *Risk, Uncertainty and Profit*, Houghton Mifflin Company, Riverside Press Cambridge, Boston, New York.
- Kobayashi K. [2000], *Debt Overhang as a Delayed Penalty*, „MITI/RI Discussion Paper”, nr DOF-35.
- Kobayashi K. [2006], *Payment Uncertainty, the Division of Labor, and Productivity Declines in Great Depressions*, „Review of Economic Dynamics”, t. 9, nr 4, s. 715–741.

- Kobayashi K. [2007a], *Forbearance impedes confidence recovery*, „Journal of Macroeconomics”, t. 29, nr 1, s. 178–188.
- Kobayashi K. [2007b], *Payment Uncertainty and the Productivity Slowdown*, „Macroeconomic Dynamics”, t. 11, nr 2, s. 231–248.
- Kornai J. [1980a], *Economics of Shortage*, North Holland, Amsterdam.
- Kornai J. [1980b], *‘Hard’ and ‘Soft’ Budget Constraints*, „Acta Oeconomica”, t. 25, nr 3–4, s. 231–245.
- Lahart J. [2013], *Dark Side of Fat Margins*, „Wall Street Journal”, 24 października, s. 28.
- Lazear E., Spletzer R. [2012], *Hiring, Churn and the Business cycle*, „NBER Working Paper”, nr 17910.
- Levin A., Lopez-Salido D., Nelson E., Yun T. [2010], *Limitations on the Effectiveness of Forward Guidance at the Zero Lower Bound*, „International Journal of Central Banking”, t. 6, nr 1, s. 143–189.
- Maskin E.S. [1996], *Theories of soft budget-constraint*, „Japan and the World Economy”, t. 8, nr 2, s. 125–133.
- McKinnon R. [2013a], *The Near-Zero Interest Rate Trap*, „Wall Street Journal”, 31 lipca, s. 14.
- McKinnon R. [2013b], *The Unloved Dollar Standard: From Bretton Woods to the Rise of China*, Oxford University Press, Oxford.
- McKinnon R. [2013c], *Fed “stimulus” chokes indirect finance to SMEs*, „Central Banking Journal”, 28 marca.
- MFW [2003], *Japan: Financial Stability Assessment and Supplementary Information*, „IMF Country Report”, nr 287.
- Myers S.C., Majluf N.S. [1984], *Corporate Financing and Investment Decisions when Firms have Information that Investors Do Not Have*, „Journal of Financial Economics”, t. 13, nr 2, s. 187–221.
- Papademos L., Modigliani F. [2007], *The Supply of Money and the Control of Nominal Income*, [w:] Friedman B.M., Hahn F.H. (red.) [2007].
- Peek J., Rosengren E.S. [2005], *Unnatural Selection: Perverse Incentives and the Misallocation of Credit in Japan*, „American Economic Review”, t. 95, nr 4, s. 1144–1166.
- Rajan R.G. [1992], *Insiders and Outsiders: The Choice Between Informed and Arm’s-Length Debt*, „Journal of Finance”, t. 47, nr 4, s. 1367–1400.
- Rajan R.G. [2013], *A step in the dark: unconventional monetary policy after the crisis*, wykład pamięci Andrew Crocketta wygłoszony w Banku Rozrachunków Międzynarodowych, 23 czerwca.
- Rajan R.G., Winton A. [1995], *Covenants and Collateral as Incentives to Monitor*, „Journal of Finance”, t. 50, nr 4, s. 1113–1146.
- Reinhart C.M., Rogoff K.S. [2009], *This Time is Different: Eight Centuries of Financial Folly*, Princeton University Press, Princeton.
- Rzońca A. [2004], *Stopy procentowe banku centralnego bliskie zera a ryzyko wystąpienia deflacji*, Część II, „Bank i Kredyt”, t. 34 nr 4, s. 30–40.
- Rzońca A. [2007], *Czy Keynes się pomylił? Skutki redukcji deficytu w Europie Środkowej*, Wydawnictwo Naukowe Scholar, Warszawa.
- Rzońca A. [2014], *Kryzys banków centralnych. Skutki stopy procentowej bliskiej zera*, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa.
- Rzońca A., Ciżkowicz P. [2003], *A comment on “The relationship between policies and growth in transition countries”*, „Economics of Transition”, t. 11, nr 4, s. 743–748.
- Rzońca A., Ciżkowicz P. [2005], *Non-Keynesian effects of fiscal contraction in new member states*, „ECB Working Paper”, nr 519.

- Rzońca A., Ciżkowicz P. [2010], *Stopy procentowe bliskie zera nie muszą być dobrą odpowiedzią na kryzys*, [w:] *Banki centralne w zarządzaniu kryzysem finansowym – Strategie wyjścia*, Zeszyty BRE Bank – CASE 111.
- Rzońca A., Ciżkowicz P. [2011], *Skutki ekspansji fiskalnej w warunkach stóp procentowych bliskich zera*, [w:] *Zróźnicowanie polityki fiskalnej w trakcie kryzysu lat 2007–2009 i po kryzysie*, Zeszyty BRE Bank – CASE 116.
- Schmitt-Grohé S., Uribe M. [2012], *The Making Of A Great Contraction With A Liquidity Trap and A Jobless Recovery*, „NBER Working Paper”, nr 18544.
- Shiratsuka S. [2009], *Size and Composition of the Central Bank Balance Sheet: Revisiting Japan’s Experience of the Quantitative Easing Policy*, „IMES Discussion Paper”, nr E-25.
- Stiglitz J.E., Weiss A. [1981], *Credit Rationing in Markets with Imperfect Information*, „American Economic Review”, t. 71, nr 3, s. 393–409.
- Stone M., Fujita K., Ishi K. [2011], *Should the Recent Unconventional Balance Sheet Policies be Added to the Central Bank Toolkit? A Review of the Experience So Far*, „IMF Working Paper”, nr 145.
- Taylor J.B. [2009], *Getting off track: How government actions and interventions caused, prolonged, and worsened the financial crisis*, Hoover Institution Press, Stanford.
- Taylor J.B. [2013], *Fed Policy Is a Drag on the U.S. Economy*, „Wall Street Journal”, 13 stycznia, s. 18.
- Ueda K. [2012], *Deleveraging and Monetary Policy: Japan Since the 1990s and the United States Since 2007*, „Journal of Economic Perspectives”, t. 26, nr 3, s. 177–202.
- Walsh C.E. [2004], *Implications of a Changing Economic Structure for the Strategy of Monetary Policy*, „UC Santa Cruz SCCIE Working Paper”, nr 03-18.
- White W.R. [2012], *Credit Crises and the Shortcomings of Traditional Policy Responses*, wystąpienie na 2. Międzynarodowej Konferencji Banku Rezerwy Indii „Monetary Policy, Sovereign Debt and Financial Stability – The New Trilemma”, 1–2 lutego.

