

Ryczkowski, Maciej

**Working Paper**

## Ewolucja poglądów Miltona Friedmana, a ocena polityki pieniężnej Fed i EBC w okresie kryzysu finansowego

Institute of Economic Research Working Papers, No. 168/2015

**Provided in Cooperation with:**

Institute of Economic Research (IER), Toruń (Poland)

*Suggested Citation:* Ryczkowski, Maciej (2015) : Ewolucja poglądów Miltona Friedmana, a ocena polityki pieniężnej Fed i EBC w okresie kryzysu finansowego, Institute of Economic Research Working Papers, No. 168/2015, Institute of Economic Research (IER), Toruń

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/219783>

**Standard-Nutzungsbedingungen:**

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

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

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

**Terms of use:**

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

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

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



<https://creativecommons.org/licenses/by/3.0/>



**Institute of Economic Research Working Papers**

**No. 168/2015**

**Ewolucja poglądów Miltona Friedmana, a ocena  
polityki pieniężnej Fed i EBC w okresie kryzysu  
finansowego**

*Maciej Ryzkowski*

**Toruń, Poland 2015**

Maciej Ryczkowski  
m\_ryczkowski@umk.pl  
Nicolaus Copernicus University, Toruń

## **Ewolucja poglądów Milтона Friedmana, a ocena polityki pieniężnej Fed i EBC w okresie kryzysu finansowego**

**JEL Classification:** *B31, E41, E51, E58*

**Słowa kluczowe:** *Milton Friedman, nowe poglądy Milтона Friedmana, monetaryzm, podaż pieniądza, polityka antykryzysowa, kontrola podaży pieniądza*

**Abstrakt:** Z biegiem czasu wiele kluczowych poglądów Milтона Friedmana (1912-2006) uległo zmianie. Wiele z tych aktualnych poglądów nie jest powszechnie znanych. Częściową tego przyczyną jest brak wydania przez Friedmana jakiegokolwiek szczegółowego zestawienia rozwoju polityki monetarnej po 1960 roku. Kolejne publikacje autorstwa jego i Schwartz nie były kontynuacją ich historycznych analiz. Nie istnieje zatem od tego czasu jedno, pojedyncze źródło przedstawiające w usystematyzowany sposób poglądy monetarysty na temat polityki pieniężnej. Celem artykułu jest wyszczególnienie zmian, jakie się dokonały w poglądach Milтона Friedmana na rolę pieniądza i politykę pieniężną w ostatnich latach jego życia, a następnie próba oceny niekonwencjonalnych działań podjętych przez System Rezerwy Federalnej i Europejski Bank Centralny w odpowiedzi na światowy kryzys finansowy w kontekście najnowszych zaleceń monetarysty. Próba oceny tych wysoce niekonwencjonalnych działań o niespotykanej skali z perspektywy jego ostatnich poglądów jest niewątpliwie trudna, jednakże może być pomocna w ustalaniu roli agregatów pieniężnych we współczesnej polityce monetarnej. Z przedstawionych rozważań wynika, że Friedman prawdopodobnie w znacznej mierze nie pochwalałby rozwiązań wdrożonych przez System Rezerwy Federalnej i Europejski Bank Centralny do walki z kryzysem po 2007 roku.

## Wstęp

A Monetary History of the United States, książka Friedmana oraz Anny Schwartz była ich ostatnim, szczegółowym zestawieniem polityki pieniężnej (Friedman, Schwartz, 1971). Obejmowała ona analizą okres od 1867 do 1960 roku. Głównym jej celem było przywrócenie do łask ilościowej teorii pieniądza oraz dostarczenie dowodów na monetarny charakter przyczyn Wielkiego Kryzysu. Od stulecia poddane wyczerpującej analizie minęło jednak z górą pół wieku. Wraz z przemianami rynków finansowych oraz wraz ze zmieniającym się kształtem prowadzenia polityki pieniężnej, zmianie uległo wiele kluczowych poglądów noblisty. Ponieważ nie istnieje od tego czasu jedno, pojedyncze źródło przedstawiające je w usystematyzowany sposób, wiele z tych zmienionych poglądów nie jest powszechnie znanych lub nie zawsze są przytaczane. Friedmana charakteryzuje się często i postrzega tylko w kontekście jego początkowych, dobrze znanych idei, pomijając fakt, że zostały one przez ekonomistę w późniejszych latach zarzucone. Prawdopodobnie wynika to z faktu, że Friedman uchodził zawsze za postać charyzmatyczną, a jego pierwotne poglądy współgrały z jego postawą. Późniejsze zapatrywania naukowca okazały się mniej prowokacyjne, mniej wyraziste, a przez to także mniej zapadające w pamięć. Artykuł uzupełnienia nieliczną literaturę podsumowującą poglądy Friedmana na temat najnowszych osiągnięć w polityce pieniężnej. W pracy przedstawiono zmiany jego przekonań dotyczących roli pieniądza i polityki pieniężnej, jakie się dokonały w ostatnich latach jego życia.

Znajomość pierwotnych oraz zmodyfikowanych, najbardziej aktualnych poglądów Friedmana pozwala lepiej zrozumieć przesłanie tego ekonomisty, a także stanowi ważny punkt wyjścia do próby odpowiedzi na pytanie, jak oceniliby on antykryzysowe działania rządów i banków centralnych w reakcji na kryzys zapoczątkowany w 2007 roku. Monetarysta zawsze był zagorzałym przeciwnikiem interwencjonistycznych koncepcji Johna Maynarda Keynesa oraz nieugiętym zwolennikiem wolnego rynku. Wielu zastanawia się zatem jak ten jeden z najbardziej wpływowych ekonomistów ubiegłego stulecia oceniliby ekspansywne działania podjęte przez rządy i banki centralne w następstwie światowego kryzysu po roku 2007. Pozycja tego ekonomisty w historii myśli ekonomicznej, a z drugiej strony specyfika okresu po upadku banku Lehman Brothers, stanowią naturalne tło do podjęcia rozważań nad tym, czy polityka luzowania ilościowego oraz ogromne programy fiskalne zyskałyby poparcie u monetarysty. Pytanie takie wydaje się tym bardziej interesujące, jako że w 2002 roku Ben Bernanke podczas uroczystości z

okazji 90-lecia urodzin Friedmana przeprosił za powstanie Wielkiego Kryzysu. Obiecał także, że dzięki Friedmanowi i Schwartz banki centralne już nigdy nie popełnią błędów, które doprowadzą do tak straszliwych konsekwencji jak w latach 30. ubiegłego wieku (Bernanke, 2002). Niemniej jednak istnieje szereg wątpliwości, czy współczesny sposób rozumienia przesłania Friedmana przez osoby, które tak jak Bernanke, otwarcie podpisują się pod jego antykryzysowymi zaleceniami, jest zgodny z tym, co Friedman chciał nam faktycznie przekazać.

### **Ewolucja poglądów Milтона Friedmana**

Mogłoby się wydawać, że Friedman był od zawsze zwolennikiem monetarystycznych koncepcji. Tymczasem, Schwartz (2008a) podaje, że nie był on monetarystą w momencie, kiedy się poznali. Potwierdzeniem jej słów może być wystąpienie Friedmana przed Komisją Finansów Izby Reprezentantów (the House Ways and Means Committee) z 1942 roku, w którym ekonomista podnosił kwestie przeciwdziałania inflacji bez jakiegokolwiek, nawet pojedynczego odwołania się do „pieniądza” lub do „polityki pieniężnej” (Ebenstein, 2014). Nawet Schwartz nie jest jednak w stanie wyznaczyć dokładnej daty, od której można Friedmana uznać za reprezentanta szkoły przypisującej pieniądzwowi ważną rolę w gospodarce. Subiektywna, orientacyjna data została na rysunku 1 wyznaczona w roku 1950. W czasie tym od roku 1948 ekonomista prowadził już prace nad teorią monetarną w ramach 3-letniego projektu realizowanego dla National Bureau of Economic Research. Pierwsze, wstępne wyniki projektu, które ukazały się w 1949 roku, wskazywały w opinii Friedmana na potencjalne znaczenie pieniądza w generowaniu wahań działalności gospodarczej. Friedman odnosił się jednak do nich dość ostrożnie twierdząc, że „*jeśli* są prawdziwe” to „wówczas *mogą* przyczynić się do poprawy stabilności gospodarczej, poprzez ustanowienie kontroli ilości środka wymiany w obiegu” (cytowane za: Hammond, 1996, s. 63). Z kolei już w latach 1952-1954 Friedman bezsprzecznie i dobitnie zwracał uwagę w publikacjach naukowych na znaczenie podaży pieniądza (zob. np. Friedman, 1952), a swoje wcześniejsze pominięcie wpływu czynników monetarnych podczas omawiania kwestii związanych z inflacją w wystąpieniu z 1942 roku określił jako „poważny błąd”, który może być ewentualnie przypisany „keynesowskim nastrojom ówczesnych lat” (Friedman, 1953, s. 253).

Z perspektywy czasu działalność Friedmana może być podzielona na charakterystyczne okresy, bez uwzględnienia których ocena jego dorobku jest pozbawiana kontekstu otoczenia, a przez to bardzo niepełna i uproszczona. W szczególności należy zwrócić uwagę za Ebensteinem

(2014) na punkt zwrotny jaki dokonał się w życiu Friedmana w 1976 roku, kiedy to ekonomista przeniósł się z uniwersytetu w Chicago do Instytutu Hoovera na uniwersytecie w Stanford. Wówczas to z profesjonalnego ekonomisty akademickiego stał się komentatorem i cenzorem polityki gospodarczej, przesuwał się stopniowo w kierunku poglądów libertariańskich. Rosnący dystans Friedmana do ekonomii akademickiej i jej zaawansowanych technik (por. Friedman, 1995a) oraz stanowiące intelektualne wyzwanie dla Friedmana debaty o sprawach politycznych spowodowały, że prace tego monetarysty nabrały charakteru mniej naukowego a zdecydowanie bardziej publicystycznego. W tym sensie trudno zestawiać te późniejsze poglądy z argumentacją podpartą wnioskowaniem teoretycznym i empirycznym we wczesnych pracach monetarysty. W szczególności interpretacja poglądów Friedmana ze schyłkowej fazy jego życia powinna brać powyższe okoliczności pod uwagę. Wówczas rzeczywistość gospodarcza w tekstach Friedmana pisanych dla prasy popularnej przedstawiana była w sposób często nazbyt uproszczony i bez odpowiedniego materiału dowodowego. Sam Friedman (1995a) przyznał, że to właśnie wczesne lata jego twórczości (1940-1960) są najważniejsze z punktu widzenia jego naukowego dorobku. Niemniej jednak zmiany jakie się dokonały w opiniach tego ekonomisty dotyczących polityki pieniężnej okazały się znaczące. I chociaż dorobek Friedmana z ostatnich lat jego życia nie ma na tyle naukowego charakteru, żeby stawiać go na równi z dorobkiem wypracowanym w akademickim okresie życia, to niejednokrotne niedostrzeżenie w dyskursie naukowym zmian poglądów Friedmana z zakresu polityki pieniężnej, nawet pomimo ich publicystycznego charakteru, może prowadzić do błędnej oceny współczesnej polityki pieniężnej w kontekście poglądów monetarysty, a także do przedstawiania koncepcji Friedmana jako niezmiennych w czasie, co jest zwłaszcza w przypadku tego ekonomisty jawnym zniekształceniem rzeczywistości.

Mając na uwadze poczynione w poprzednim akapicie zastrzeżenia do prowadzonej analizy, po roku 1950 można wyróżnić pięć charakterystycznych okresów życia Friedmana za Edwardem Nelsonem (2007) (rys. 1). W latach 1961-1968 Friedman często krytykował prowadzoną politykę pieniężną. Wierzył wówczas, że stała zasada wzrostu podaży pieniądza stanowi skuteczny sposób postępowania. Działania dyskrecjonalne charakteryzowała natomiast według niego zbytnia niepewność i zmienność. Faza II, lata 1969-1975, to „walka” Friedmana o wprowadzenie reguły  $k\%$  oraz o zaprzestanie stosowania kontroli cen i płac jako nieskutecznego i szkodliwego sposobu walki z inflacją. W roku 1975 wprowadzono postulowaną przez monetarystę rezolucję kongresu

ustanawiającą kontrolę podaży pieniądza. Jednakże w następnych latach Friedman stwierdził, że kontrola podaży pieniądza została wprowadzona w sposób niewłaściwy i nie doprowadziła do pożądaných zmian w polityce pieniężnej (zob. Friedman, 1984, za Nelson, 2007, Friedman, 1975<sup>1</sup>). W latach 1976-1980 monetarysta nadal negatywnie oceniał działania FED. Zasadność tej krytyki została potwierdzona pojawieniem się wysokiej, dwucyfrowej inflacji w latach 70., którą Friedman prawidłowo przewidział.

Niemniej jednak późniejsze przewidywania monetarysty w latach 1981-1985 okazały się błędne. W fazie tej innowacje finansowe<sup>2</sup>, zmiany w definiowaniu agregatów pieniądza M1 oraz M2 w Stanach Zjednoczonych, zmiany popytu na pieniądź oraz niekonsekwencja Friedmana w dobieraniu do badań odpowiedniego agregatu (między innymi: wcześniej porzucił on agregat M1 jako niewłaściwy ze względu na innowacje finansowe jednak tylko po to, żeby za chwilę ponownie opierać swoje prognozy na jego podstawie) spowodowały, że pesymistyczne przewidywania monetarysty co do ponownego wzrostu inflacji nie znalazły potwierdzenia w rzeczywistości. W roku 1986 ekonomista zrewidował i uzasadnił swoje niewłaściwe przewidywania. Powrócił do preferowania agregatu M2 w swoich analizach. Lata 1986-2006 to okres, w którym Friedman nie tylko zmienił swoją dotychczasową, negatywną ocenę dyskrejonalnych działań amerykańskich władz monetarnych, ale także okres, w którym zmienił swoje kluczowe poglądy dotyczące polityki pieniężnej dostosowując je do nowych realiów (Nelson, 2007).

Jedną z najważniejszych zmian poglądów Friedmana dotyczyła oceny działań Fedu (por. tab. 1). Jeszcze w 1988 roku ekonomista w artykule zatytułowanym „Fed bez ubrania” pisał, że żadna inna, główna instytucja w Stanach Zjednoczonych nie osiągała tak słabych rezultatów swoich działań („poor performance”) przez tak długi czas jak System Rezerwy Federalnej (Friedman, 1988). Niemniej jednak później opinia ta

---

<sup>1</sup> Krytyka dotyczyła znacznych rozbieżności pomiędzy rzeczywistym zachowaniem się agregatów M1 i M2, a przyjętymi przez Fed celami monetarnymi oraz nieprzewidywanego zachowania tych agregatów, które na przemian rosły szybciej lub wolniej niż wynikało to z przyjętych założeń (por. Mishkin, 2000). Za przyczynę takiego stanu rzeczy Friedman uważał wykorzystywanie przez Fed podstawowej stopy kredytowej jako instrumentu kontrolowania ilości pieniądza. W jego opinii stopy procentowe powinny być *całkowicie* ustalane przez wolny rynek, a kontrola podaży pieniądza byłaby zdecydowanie bardziej skuteczna gdyby Fed zdecydował się oddziaływać na ilość pieniądza rezerwowego dostępnego systemowi bankowemu.

<sup>2</sup> Sama deregulacja rynków finansowych była jednak właściwym krokiem zdaniem M. Friedmana, zob. jego komentarze w Darby et al. (1987, s. 10).

zmieniła się radykalnie. Friedman uznał, że od około połowy lat 80. XX. wieku rezultaty polityki pieniężnej nie byłyby tak zadowalające, gdyby zamiast dyskrecjonalnych działań Fedu posługiwano się prostymi regułami kontroli podaży pieniądza. Zdaniem monetarysty, jego wcześniejsza, negatywna ocena działań Fedu wynikała z historycznych dowodów i analiz dobitnie wyłożonych i uzasadnionych w licznych opracowaniach jego autorstwa. Jeszcze za urzędowania Volckera, Friedman uważał, że polityka pieniężna była niewłaściwa, ponieważ charakteryzowała się zbytnią nieregularnością i zmiennością. Monetarysta przyznał jednak Volckerowi, że znacznie obniżył inflację. Ocena skuteczności polityki pieniężnej zmieniła się u Friedmana wraz z powołaniem Alana Greenspana na prezesa banku centralnego (Friedman, 2006b). Friedman argumentował, że podczas urzędowania Greenspana inflacja wahała się zaledwie od 1% do 4%, co było równoznaczne z ponad trzykrotnym zmniejszeniem się odchylenia standardowego inflacji w porównaniu z w miarę stabilnym okresem urzędowania Volckera. Friedman podkreślił, że sukces w ograniczaniu inflacji osiągnięto jednak nie tylko w Stanach Zjednoczonych oraz w Nowej Zelandii, pierwszym kraju, który przyjął strategię bezpośredniego celu inflacyjnego. Pozytywne efekty zwalczania inflacji pojawiły się w wielu innych państwach i obszarach, wśród których wymienić można chociażby Wielką Brytanię i strefę euro. Zdaniem monetarysty efekty prowadzenia właściwej polityki monetarnej nie pozwoliły na siebie długo czekać. Redukcja niepewności pozwoliła przedsiębiorstwom używać swoich zasobów efektywniej. Przełożyło się to na wzrost innowacyjności oraz wpłynęło na wzmocnienie wysokiego poziomu produktywności. Skuteczna kontrola inflacji powstała, zdaniem Friedmana, dzięki empirycznym badaniom, które wywarły wpływ na akceptację stanowiska, że podstawowym zadaniem władz monetarnych jest zapewnianie stabilnej i niskiej inflacji. Friedman stwierdza, że przyczynił się do tego coraz szerzej akceptowany pogląd, że stabilność cen oraz stabilność gospodarcza wzajemnie się wzmacniają (Friedman, 2004a). Współcześnie jednak należałoby uznać, że chociaż stabilność cen jest warunkiem koniecznym stabilności gospodarczej, to wcale jej nie gwarantuje, a ponadto niska i stabilna inflacja może przyczyniać się do narastania nierównowag w gospodarce sama stając się przyczyną kryzysu (Borio, Zhu, 2007, Yellen, 2010, Mishkin, 2011).

Sławne koncepcje Friedmana, takie jak np. reguła  $k\%$  (Friedman, 1960), polegająca na propozycji zwiększania podaży pieniądza w stałej proporcji do nominalnego dochodu zakładały, że podaż pieniądza łatwo poddaje się kontroli. Tymczasem, kolejna zmiana poglądów Friedmana dotyczyła uznania przez niego wysokiej endogeniczności pieniądza w krótkim



okresie. Należy jednak podkreślić, że występująca endogeniczność pieniądza stanowi rezultat przekształceń na rynkach finansowych, ich deregulacji, a także nowych standardów prowadzenia polityki pieniężnej. Wielu ekonomistów potwierdza bowiem, że w przeszłości pieniądz był w znacznym stopniu egzogeniczny (zob. np. Niggle, 1990, Jabłecki, 2010). Zmianę empirycznej zależności pomiędzy krótkookresowymi zmianami ilości pieniądza oraz pomiędzy nominalnym dochodem Friedman tłumaczy sukcesami poszczególnych krajów w ograniczaniu inflacji. Podkreśla, że osiągnięcie stabilności cen wymaga obecnie odpowiedniego równoważenia zmian szybkości obiegu pieniądza przeciwnymi zmianami dostarczanej ilości pieniądza. Taki stan rzeczy w znacznym stopniu zredukował korelację krótkookresowych zmian ilości pieniądza oraz krótkookresowych zmian nominalnego dochodu (Friedman, 2004a). Oznacza to, że początkowo zakładana przez Friedmana stałość funkcji popytu na pieniądz okazała się nie do utrzymania, co niewątpliwie utrudniłoby posługiwanie się wszelkimi strategiami opartymi na kontroli agregatów pieniężnych.

Uznanie silnej krótkookresowej endogeniczności pieniądza oraz w związku z tym krótkookresowej niestabilności popytu na pieniądz nie przeszkodziły Friedmanowi nieprzerwanie wierzyć w możliwość kontrolowania podaży pieniądza w długim okresie oraz w długookresową stabilność popytu na pieniądz – asekurując się jednak, że wzrost monetarny może wynikać z wielu przyczyn. Friedman do końca wierzył, że banki centralne mogłyby kontrolować stopę zmian dowolnego wybranego przez siebie agregatu, chociaż na podstawie uznanej przez niego krótkookresowej endogeniczności pieniądza wydaje się, że monetarysta miał na myśli wyłącznie okres długi. Friedman podkreślił tym samym, że równanie ilościowe jest obecnie tak samo dobrym termostatem polityki pieniężnej, jakim było w przeszłości (Friedman, 2003). Pomimo tego, że rola pieniądza we współczesnej polityce pieniężnej została silnie zdeprecjonowana, to wiara w możliwość długookresowej kontroli podaży pieniądza, jaką reprezentował Friedman, jest nadal silna. Może o tym świadczyć chociażby przyjęcie 4,5% wartości referencyjnej dla wzrostów agregatu M3 w średnim terminie przez Europejski Bank Centralny (EBC, 2004).

Wydaje się, że naturalną konsekwencją uznania skuteczności działań niezależnych banków centralnych oraz wysokiej krótkookresowej endogeniczności pieniądza jest kolejna znacząca zmiana poglądów monetarysty dotycząca burzliwej debaty: „reguły czy działania dyskrecjonalne?”. Debata ta pojawiła się wraz powstaniem bankowości centralnej już w dziewiętnastym wieku (Hetzl, 1985). Friedman od początku sprzeciwiał się dyskrecjonalnym działaniom w polityce pieniężnej. Niosły one według niego jedynie niestabilność gospodarczą, ryzyko cyklu politycznego, a w konsekwencji zarówno wysoką inflację, jak

i stopę bezrobocia (zob. np. Friedman, 1973). Niemniej jednak, zgodnie z trendem zapoczątkowanym w latach 90. ekonomista przyznał, że działania dyskrecjonalne dają lepsze wyniki niż sztywne reguły. Polityka pieniężna w wykonaniu Greenspana przekonała monetarystę, że dyskrecjonalne działania mogą nie tylko w teorii, ale także w praktyce przynosić wysoce satysfakcjonujące rezultaty. Friedman zapewniał, że zgadzał się z Greenspanem generalnie we wszystkich kwestiach dotyczących zarówno teorii i polityki. Jedynym wyjątkiem był wybór między regułami oraz dyskrecjonalnością władz monetarnych. Greenspan, pięciokrotny Przewodniczący Rady Gubernatorów Systemu Rezerwy Federalnej, przez wielu uważany za autorytet w dziedzinie ekonomii i polityki monetarnej, od zawsze twierdził, że uznaniowość jest lepszym i wręcz niezbędnym rozwiązaniem (Friedman, 2006b). Przyznanie w tej kwestii racji Greenspanowi znalazło odzwierciedlenie w tzw. „hipotezie termostatu” (Friedman, 2003). Zgodnie z nią Friedman napisał, że to właśnie Greenspan był długo poszukiwanym termostatem polityki pieniężnej oraz, że wyznaczył on standard postępowania władz monetarnych. Przy tej okazji Friedman oświadczył, że od około 1985 roku Fed podczas prezesury Alana Greenspana kontrolował podaż pieniądza uwzględniając nie tylko zmiany w wielkości produkcji, ale także w szybkości obiegu pieniądza – co przełożyło się na sukcesy w zwalczaniu inflacji (Friedman, 2003). Pojawienie się silnych wahań szybkości obiegu pieniądza zwłaszcza po roku 1990 wykluczało przydatność sztywnych reguł w polityce pieniężnej proponowanych przez Friedmana. Uznaniowość w decyzjach władz monetarnych okazała się w opinii monetarysty bardzo skutecznym rozwiązaniem. Należy jednak zaznaczyć, że zdaniem J.B. Taylora i J.C. Williama (2010) problem, który w przeszłości miał do rozwiązania Friedman był znacznie szerszy aniżeli szablonowe jego ujęcie: „reguły kontra działania dyskrecjonalne”. Wybór tkwił, według autorów, pomiędzy „regułami a chaotyczną polityką pieniężną”. Analizując publikacje Friedmana można odnieść wrażenie, że to właśnie ten wybór wywarł wpływ na faworyzowanie na początku przez niego działań opartych na regułach.

Naturalną konsekwencją zwrotu Friedmana ku preferowaniu działań dyskrecjonalnych było uznanie, że proponowana przez niego reguła  $k\%$  nie jest optymalnym rozwiązaniem. Friedman oświadczył, że: „Posługiwanie się kontrolą ilości pieniądza nie było sukcesem”, oraz że: „Nie jest pewien, czy dzisiaj tak bardzo należałoby na to jak kiedyś” (London, 2003). Działania dyskrecjonalne przyniosły, zdaniem monetarysty, lepsze rezultaty niż te, które byłaby w stanie zagwarantować prosta reguła pieniężna. Stwierdzenie to nie stanowiło, zdaniem E. Nelsona (2007),

przełomu w podejściu Friedmana. Friedman wielokrotnie podkreślał bowiem, że nie był zadowolony ze sposobu w jaki kontrola podaży pieniądza została wdrożona w praktyce (zob. Friedman, 1984, za Nelson, 2007, Friedman, 1975). W rzeczy samej Fed często zmieniał cele monetarne i agregaty pieniądza, za pomocą których ustalał cele, obierał kilka agregatów naraz, dla których ustalał cele monetarne, nie ogłaszał cyklicznie celów monetarnych, używał sztucznych środków aby sprowadzić kontrolowane agregaty do celu monetarnego, często przestrzeliwał cele monetarne, po czym nie odwracał polityki w późniejszym okresie oraz nie wyjaśniał społeczeństwu dlaczego pojawiały się odchylenia od przyjętych celów (Mishkin, 2000). Milton Friedman znacznie wcześniej sygnalizował także swoje zaskoczenie faktem, że polityka pieniężna w Stanach Zjednoczonych sprawdzała się lepiej niż można by tego oczekiwać od zasady stałego wzrostu podaży pieniądza (Nelson, 2007). Nawet w momencie formułowania reguły  $k\%$  monetarysta uważał, że optymalne kształtowanie polityki pieniężnej byłoby skuteczniejsze w postaci działań dyskrecjonalnych. Wówczas uznawał jednak to zadanie za zbyt trudne. Dopasowania *ex ante* Friedman porównywał do prób „ustawiania się plecami do wiatru”, podczas gdy „wiatr ekonomiczny to taki wiatr, że rzadko wiemy w jakim kierunku wieje zanim nie minie kilkanaście miesięcy” (Friedman, 1960).

Wraz z uznaniem nieoptymalności reguły  $k\%$  Friedman docenił wysoką skuteczność strategii bezpośredniego celu inflacyjnego w kontrolowaniu inflacji. Zaznaczył jednak, że strategia ta sama w sobie nie stanowi wystarczającej przyczyny jej ujarznienia. Banki centralne, które przyjęły tę strategię oraz te, które tego nie zrobiły, odznaczały się według niego podobnymi wynikami w zapewnianiu stabilnych, mało zmiennych cen. Monetarysta twierdzi, że w dużym uproszczeniu sukcesy w kontrolowaniu inflacji należy przypisać ustanowieniu jej kontroli jako podstawowego celu działania władz monetarnych. Uważa on, że inne czynniki również odgrywały rolę w procesie globalnej dezinflacji, jednak ich znaczenie było mniejsze. Wcześniejsze porażki w kontrolowaniu inflacji wynikały, zdaniem monetarysty, z przyjmowania błędnych założeń teoretycznych oraz z niewłaściwych celów stawianych przed polityką pieniężną. Friedman samemu przyznając, że jest to znaczne uproszczenie, przypisał wyżej wspomniane porażki trzem głównym czynnikom. Wymienił wśród nich: traktowanie inflacji jako zjawiska wynikającego głównie z tytułu wzrostu kosztów, stosowanie polityki dochodowej w celu ograniczenia inflacji oraz brak rozpoznania przez banki centralne, że stabilna inflacja (zamiast pełnego zatrudnienia czynników wytwórczych) powinna być ich podstawowym celem (Friedman, 2003).

Według Barro (2007) to właśnie uznanie nieoptymalności reguły  $k\%$  stanowi obszar, w którym Friedman znacząco zmienił swoje wcześniejsze poglądy. Niektórzy komentatorzy zinterpretowali wręcz uznanie przez Friedmana lepszych wyników dyskrecjonalnej polityki pieniężnej niż stałej reguły wzrostu podaży pieniądza jako porzucenie monetaryzmu. Znalazło to odzwierciedlenie w artykule Keegana (2003): „So Now Friedman Says He Was Wrong” (tłum. „Więc teraz Friedman twierdzi, że jednak się mylił.”). Autor używał mocnych słów oznajmiając nadejście „okresu przyznania się do błędów” oraz „spowiedzi” Friedmana. Niemniej jednak była to interpretacja błędna, która została odseparowana od kontekstu wypowiedzi monetarysty. Friedman sprzeciwił się jej i dał temu wyraz w artykułach, które napisał w ripostę na tak sformułowane zarzuty (Friedman, 2003, 2006b, 2006c). Naukowiec przesłał także do Edwarda Nelsona maila potwierdzającego jego stosunek do reguły  $k\%$  (Nelson, 2007): „Moje pierwotne poparcie dla posługiwania się prostą strategią kontrolowania podaży pieniądza, co zawsze podkreślałem, wynikało częściowo z ignorancji, wynikającej z faktu, że wówczas nie rozumieliśmy jeszcze wystarczająco szczegółowych zależności podaży pieniądza, dochodu, stóp procentowych i innych zmiennych, aby móc dostrajać [politykę pieniężną], w takiej sytuacji naszym celem powinno być wówczas rozwinięcie szczegółowego zrozumienia zależności gospodarczych, tak aby działania dyskrecjonalne dawały lepsze rezultaty niż prosta reguła stałego wzrostu podaży pieniądza. Jednakże nadal wierzę, tak jak wierzyłem kiedyś, że stała reguła wzrostu podaży pieniądza mogłaby nadal dostarczać wysoce satysfakcjonujących rezultatów [...]” Zarzuty stawiane Friedmanowi, zdaniem Nelsona (2007), jakoby porzucił monetaryzm były w związku z tym nadinterpretacją. Friedman do końca życia pozostał monetarystą (por. tabela 1).

Również Krugman (2007) opierając się na argumentach braku technicznej możliwości kontrolowania podaży pieniądza nawoływał do odrzucenia monetaryzmu, nowej kontrrewolucji, negacji postulatów Friedmana związanych z polityką pieniężną, w szczególności tych dotyczących wspomnianej reguły. Artykuł wzbudził wiele kontrowersji i doczekał się fali krytyki: Stauffer (2010), Schwartz i Nelson (2007) oraz Schwartz (Schwartz, 2008a). Schwartz przypominała, że reguła stałego wzrostu podaży pieniądza nigdy nie była rdzeniem monetaryzmu, a tylko pomysłem mającym ułatwić kontrolę nad pieniądzem. Autorka nie zaprzeczyła, że propozycja stałego wzrostu ilości pieniądza jako środka kontroli inflacji została odrzucona. Było to jednak, jej zdaniem, spowodowane przyjęciem innych postulatów monetaryzmu, takich jak konieczność rozróżniania nominalnych i realnych stóp procentowych oraz

potrzeba uznania kontroli inflacji za podstawowy cel polityki pieniężnej. W ten sposób, zdaniem Schwartz, reguła  $k\%$  upadła w sposób pośredni. Friedman zdawał sobie sprawę, że polityka pieniężna oparta na instrumentach stóp procentowych może zapewnić stabilną inflację. Wybór kontroli agregatów był wyborem taktycznym, a nie sprawą o strategicznym znaczeniu – twierdzi Schwartz. Przeciwno posługiwaniu się stopami procentowymi jako narzędziami kształtowania polityki pieniężnej przemawiało swego czasu doświadczenie historyczne do roku 1970. Zwrot po roku 1970 w wielu krajach w kierunku stabilizacyjnych działań za pomocą stóp procentowych nie był przypadkiem i wynikał z akceptacji monetarystycznych propozycji – uważa autorka. W rzeczy samej Palley (2015) zauważa, że nowa szkoła keynesistowska to nic innego jak nowa ekonomia klasyczna (lub inaczej monetaryzm II, za: Tobin, 1981) wzbogacona o niedoskonałą konkurencję i sztywności nominalne. Silne związki nowej ekonomii keynesistowskiej z monetaryzmem nie są współcześnie kwestionowane (Wojtyna, 2000, s. 182), a wręcz podkreśla się występowanie swoistej syntezy keynesizmu i monetaryzmu (Snowdon, Vane, 1995). Z kolei pomiędzy nową szkołą keynesistowską a strategią bezpośredniego celu inflacyjnego występuje bardzo silna więź (por. Clarida et al., 1999). Wdrożenie przez banki centralne strategii celu inflacyjnego nie oznacza zatem, jak stwierdził Krugman, negacji monetaryzmu. Odzwierciedla natomiast, zdaniem Schwartz, akceptację stanowiska Friedmana, że powściągliwość monetarna jest zarówno koniecznym, jak i wystarczającym środkiem do zwalczania i kontrolowania inflacji. Później, jak przyznaje Schwartz, innowacje finansowe osłabiły relację między wieloma miarami oraz agregatami pieniądza, a nominalnym PKB. Zdefiniowanie pieniądza stało się trudnym, empirycznym wyzwaniem (Schwartz, 2008a).

Podsumowując, do najważniejszych zmian poglądów Friedmana należy zaliczyć: uznanie działań dyskrecyjnych, jako możliwych do skutecznego stosowania w praktyce, pozytywną ocenę wydaną Systemowi Rezerwy Federalnej po 1985 roku, uznanie wysokiej skuteczności strategii bezpośredniego celu inflacyjnego oraz innych strategii monetarnych w stabilizowaniu inflacji poprzez wykorzystywanie stóp procentowych jako ważnego instrumentu oddziaływania, stwierdzenie wysokiej zmienności popytu na pieniądz w krótkim okresie, a w rezultacie zrezygnowanie z postrzegania reguły  $k\%$  jako optymalnego sposobu prowadzenia polityki pieniężnej (por. tab. 1).

Niemniej jednak, pomimo zrewidowania wielu swoich poglądów, Friedman nigdy nie wyrzekł się wiary, że „inflacja jest zawsze i wszędzie zjawiskiem pieniężnym” (Friedman, 2004a). Inflacja to choroba – tak ją wielokrotnie określał, którą łatwo wywołać, natomiast trudniej leczyć.

Zaufanie ludzkie w stosunku do określonej rzeczy lub osoby można utracić błyskawicznie. Dużo trudniej je odbudować. Choroba ta, niepowstrzymana w porę może zniszczyć całe społeczeństwo (Friedman M. i R., 1994, s. 253). W celu wykazania destrukcyjnego potencjału inflacji, Friedman wspierał się wyselekcjonowanymi przykładami z historii. Noblista uważał, że hiperinflacja w Rosji i w Niemczech po I Wojnie Światowej przygotowała grunt dla komunizmu w pierwszym z tych państw, a dla nazizmu w drugim (Friedman M. i R., 1994, s.66). W warunkach hiperinflacji wojsko zostało zmuszone przejąć władzę w Chile w 1973 roku oraz w Argentynie w 1976 roku. Również w Brazylii w 1954 roku podczas rocznej inflacji na poziomie 100 procent doszło do rządów wojskowych (Friedman M. i R., 1994, s. 243). W swoich publikacjach monetarysta powoływał się także na innych myślicieli. Psucie pieniądza według słów Irvinga Fishera „było przekleństwem dla państwa i narodu”, natomiast według Keynesa, nie ma pewniejszej i bardziej okrutnej metody obalenia podstaw egzystencji społeczeństwa (Friedman M. i R., 1994). Friedman zawsze ostrzegał przed wykorzystywaniem polityki pieniężnej do osiągnięcia wyników, których nie jest ona w stanie długoterminowo dostarczyć. Jego zdaniem, gdy tylko następowało oderwanie pieniądza od wartości wytworzonego produktu, ludzka nierozwaga lub chciwość doprowadzały prędzej czy później do psucia pieniądza i znacznych strat (za taką interpretacją zob. np. Dusza, 2005).

O ile potrzeba posiadania dobrego pieniądza jest powszechnie akceptowana, o tyle we współczesnej bankowości centralnej znaczenie agregatów monetarnych zostało silnie zdeprecjonowane (zob. np. Meyer, 2001, Woodford, 2008). Tymczasem ilościowa teoria pieniądza, według słów Marka Belki, stanowiła twardy rdzeń dorobku monetarysty w dziedzinie makroekonomii, któremu podporządkowane były prace z teorii konsumpcji, historii gospodarczej i mikroekonomii (Belka, 1986). Teoria ilościowa jest przede wszystkim teorią popytu na pieniądz – podkreślał Friedman (1956). W taki oto sposób wyrażał się o ilościowej teorii pieniądza: „Wierzę, że równanie ilościowe może być zdefiniowane nie tylko jako truizm, ale jako jedno z niewielu empirycznie potwierdzonych uogólnień jakie zostały odkryte w ekonomii na przestrzeni wieków. Jest oczywiście prawdą, że szybkość obiegu ulega wahaniom w krótkich okresach. Istotne jest jednak to, że zwłaszcza te dotyczące dochodowej szybkości obiegu są relatywnie niewielkie. Nie znam innego równania w ekonomii, które miałyby taką moc przewidywania jak ten prosty truizm.” Ignorowanie roli pieniądza w kształtowaniu inflacji, wpływowi ekonomista porównał do pisania książki o miłości bez wspomnienia o seksie (Friedman, 1966). Istnieją podstawy, aby przypuszczać, że owa

degradacja roli pieniądza została ostatnimi czasy posunięta faktycznie zbyt daleko (zob. np. Łyziak et al., 2012).

W przypadku Friedmana bycie monetarystą oznaczało nieustanną potrzebę dbania o stabilny pieniądz, wiarę we wpływ ilości pieniądza na realną gospodarkę w krótkim i ceny w długim okresie oraz w możliwość kształtowania dowolnego agregatu pieniądza w długim okresie. Poglądy takie ekonomista głosił przez całe życie i nigdy ich nie zarzucił. W sytuacji pieniądza towarowego, kruszcowego lub także w określonym stopniu powiązanego z różnymi dobrami, podaż podlegała pewnej kontroli. Wzrost podaży pieniądza zatrzymywany był przez granice fizycznych możliwości wytworzenia dóbr służących za pieniądz lub stanowiących jego pokrycie. Współcześnie takie ograniczenia nie występują. Według Friedman krokiem milowym w historii pieniądza był rok 1971. Wtedy to prezydent Stanów Zjednoczonych Richard Nixon zawiesił formalną, legislacyjną wymiennalność dolara na złoto. Od tego momentu siła nabywcza pieniądza oparta jest wyłącznie na autoryzacji i usankcjonowaniu ze strony rządu. W standardzie pieniądza fiducyjnego to państwo nadaje jednostce pieniężnej moc prawną zwalniania od zobowiązań, zapewnia jej możliwość pośredniczenia w obrotach w przyszłości oraz tworzy instytucje uprawnione do kreacji i regulacji pieniądza. Według Friedmana, systemy monetarne zawdzięczają obecnie swoją egzystencję zaakceptowaniu fikcji siły nabywczej. Wierzymy, że pieniądz ma wartość, a nasza wiara sprawia, że pieniądz rzeczywiście posiada siłę nabywczą. Wystarczy jednak, że wiara ta zostanie zachwiana, a „ustanowiona fikcja może ulec rozkładowi” (Friedman, 1994, s.16). Friedman obawiał się, że nową kotwicą nominalną dla podaży pieniądza jest obecnie wyłącznie wstrzemięźliwość władz monetarnych i rządów.

### **Polityka pieniężna Fed i EBC po wybuchu kryzysu finansowego**

W następstwie światowego kryzysu, którego początki sięgają roku 2007, w wielu państwach wdrożono na ogromną skalę politykę luzowania ilościowego wzbogaconą o tzw. forward guidance, czyli obietnicę utrzymywania nominalnych stóp procentowych przy granicy zera przez bliżej nieokreślony czas. Drukowanie pieniądza, często w formie elektronicznej, stało się jednym ze środków do walki ze spowolnieniem gospodarczym, kryzysem zaufania na rynkach finansowych oraz zagrożeniem deflacyjnym. W rezultacie sumy bilansowe czołowych banków centralnych urosły do nienotowanych wcześniej rozmiarów (zob. wykres 1). W 2014 roku suma bilansowa Systemu Rezerwy Federalnej powiększyła się do 4,5 bilionów USD, czyli do ponad jednej czwartej

całego PKB wytworzonego w tym roku. Oznaczało to ponad czterokrotny wzrost w stosunku do roku 2006.

Zastosowanie polityki luzowania ilościowego (ang. quantitative easing, QE) przez EBC i Fed wynikało z nadzwyczajnych okoliczności, w których popyt konsumpcyjny i kreacja pieniądza przyjmowały zbyt niskie wartości, aby stać się zgodne z celami polityk pieniężnych tych banków centralnych, mimo stóp procentowych zredukowanych blisko swoich dolnych nominalnych wartości granicznych (tzw. zero lower bound) (zob. wykres 2 i 3). Niemniej jednak EBC podczas obniżek stóp procentowych zachował bardziej gradualistyczne i konserwatywne podejście. Obniżki stóp procentowych były bardziej rozłożone w czasie. W przeciwieństwie do EBC, Fed od początku bardzo agresywnie obniżył stopy procentowe. Ponadto w przypadku Stanów Zjednoczonych od początku kryzysu obniżeniu uległ spread pomiędzy podstawową stopą kredytową banku centralnego a stopą overnight na rynku międzybankowym – co nie udało się w strefie euro, gdzie spread ten wzrósł (por. wykres 3 i 4). Z powodu znacznych obniżek stóp procentowych w granice zero lower bound banki centralne stały się niezdolne do oddziaływania za ich pomocą na ilość pieniądza w gospodarce. Dlatego celem jej zwiększenia podjęły się zakupów na rynkach aktywów. Zgodnie z mechanizmem przedstawionym przez McLeay et al. (2014) luzowanie ilościowe początkowo zwiększa liczbę i wielkość depozytów przedsiębiorstw w miejsce sprzedawanych przez nie aktywów. Następnie przedsiębiorstwa te chcąc zbilansować swoje portfele aktywów zakupują aktywa o wyższej stopie zwrotu podnosząc ceny tych aktywów. Ponieważ skupowanie papierów wartościowych o szybkim terminie zapadalności nie może obniżyć stóp procentowych, gdy są one już na swojej dolnej nominalnej granicy, EBC i Fed przystąpiły do zakupów długoterminowych papierów rządowych i prywatnych (zob. Fawley i Neely, 2013).

W tym celu Fed przeprowadził trzy programy skupu aktywów (LSAP, ang. Large-Scale Asset Purchases Programs) w latach 2008-2014. Ostatni program (QE3) wygasł we wrześniu 2014 mając w swoich założeniach podnieść miesięcznie posiadane przez Federalny Komitet do spraw Operacji Otwartego Rynku długookresowe papiery wartościowe przeciętnie o od 65 do 85 mld USD (por. Board of Governors press release, 2014). Rozmiary wcześniejszych programów luzowania ilościowego również były znaczne. W marcu 2009 roku Federalny Komitet do spraw Operacji Otwartego Rynku ogłosił, że w ramach QE1 zakupi papiery wartościowe zabezpieczone aktywami MBS (mortgage-backed security) będące własnością sponsorowanych przez rząd agencji aż do wysokości 1,25 biliona USD, do 200 miliardów USD przeznaczy na długi tych agencji



i do 300 miliardów USD wyda na długookresowe obligacje skarbu państwa. Z kolei w ramach QE2 do połowy 2011 roku zakupiono długookresowe obligacje skarbu państwa na kwotę 600 mld USD oraz ustanowiono specjalny program MEP (ang. Maturity Extension Program), w którym dokonano dalszych zakupów obligacji i jednocześnie sprzedaży rządowych papierów wartościowych o krótszych terminach zapadalności (Bernanke, 2012, zob. też komunikaty Board of Governors z lat 2009, 2010 i 2011).

EBC wprowadził trzy programy zakupów obligacji (Covered bond purchase programmes), z których największy o wartości prawie 80 mld EUR został uruchomiony 20 września 2014 roku. Oprócz tego wdrożono takie programy jak SMP (Securities Markets Programme) w maju 2010 roku (wygaszony w czerwcu 2014 roku), program ABSSP (Asset-Backed Securities Purchase Programme) dotyczący skupu ABS-ów, a także program PSPP (Public Sector Purchase Programme) zakładający wykupywanie papierów wartościowych sektora publicznego na kwotę 108 mld EUR<sup>3</sup>. Należy jednak zwrócić uwagę, że wzrost sumy bilansowej Europejskiego Banku Centralnego był bardziej rozłożony w czasie i mimo swoich znacznych rozmiarów, po 2013 roku zaczęła zarysowywać się wyraźna różnica pomiędzy jego sumą bilansową a sumą bilansową Fedu stosującego bardziej ekspansywną politykę luzowania ilościowego (zob. wykres 1).

Obydwa banki centralne wprowadziły też szerokie wachlarze działań dotyczących tzw. polityki luzowania jakościowego. W tym celu rozszerzano listy dopuszczalnych zabezpieczeń i partnerów transakcji, wdrażano niestandardowe operacje długoterminowe i różnego rodzaju ułatwienia przy pożyczkach pod zastaw papierów wartościowych. Tak prowadzoną politykę EBC i Fed uzupełniły o forward guidance w celu oddziaływania na oczekiwania inflacyjne, aby nie spadły one poniżej celu spójnego z przyjętą definicją stabilnych cen. Obietnica utrzymywania stóp procentowych na niskim poziomie przez EBC okazała się jednak bardzo ogólna. W lipcu 2013 roku na posiedzeniu Rady Prezesów Europejskiego Banku Centralnego ustalono, że polityka taka będzie utrzymywać się przez przedłużony okres, który nie został jednak zdefiniowany<sup>4</sup>. Należy to uznać za istotne niedociągnięcie, ponieważ idea forward guidance opiera się na zakotwiczeniu oczekiwań inflacyjnych. Przy tak ogólnym sformułowaniu

---

<sup>3</sup>Bardziej szczegółowe porównanie poszczególnych programów dotyczących luzowania ilościowego EBC i Fed można znaleźć w innych opracowaniach, np. Fawley i Neely, 2013.

<sup>4</sup>EBC,  
[https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2013/html/sp130926\\_1.en.html](https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2013/html/sp130926_1.en.html)

obietnice dotyczące stóp procentowych stają się mniej wiarygodne. Fed był w tym zakresie zdecydowanie bardziej precyzyjny. Ustalono, że podstawowa stopa procentowa od września 2014 roku wynosić będzie od 0 do ¼ procenta tak długo, jak przewidywana inflacja znajdować się będzie poniżej 2% (wartość tę przyjęto za długookresowy cel inflacyjny) i tak długo, jak oczekiwania inflacyjne pozostaną nisko zakotwiczone<sup>5</sup>.

Dodatkowo postanowiono zwiększyć wysokość zabezpieczenia depozytów zarówno w Stanach Zjednoczonych oraz w Unii Europejskiej. W Stanach Zjednoczonych zwiększono kwotę zabezpieczenia pojedynczego depozytariusza w każdym banku do wysokości 250 tys. USD<sup>6</sup>. Gwarancjami objęto także niektóre inne rodzaje pasywów banków komercyjnych i uruchomiono w tym celu specjalny program: Temporary Liquidity Guarantee Program (TLGP) (zob. więcej w: Gilchrist i Zakrajšek, 2010). W Unii Europejskiej od dnia 31 grudnia 2010 r. wysokość gwarancji w odniesieniu do sumy depozytów każdego z deponentów została ustalona na poziomie 100 tys. EUR, (Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2009/14/WE z dnia 11 marca 2009 r. zmieniająca dyrektywę 94/19/WE w sprawie systemów gwarancji depozytów w odniesieniu do poziomu gwarancji oraz terminu wypłaty). Oznaczało to dość znaczący wzrost ochrony depozytariuszy, ponieważ minimalny poziom gwarancji zgodnie z dyrektywą 94/19/WE wynosił 20 tys. EUR, przy czym państwa członkowskie miały możliwość podwyższania go.

### **Ocena polityki pieniężnej Fed i EBC po 2007 r. z punktu widzenia poglądów Friedmana**

Najważniejsze różnice w reakcjach EBC i Fed na kryzys finansowy dotyczyły przede wszystkim skali dokonywanych interwencji oraz szybkości z jaką były one wdrażane. W obydwu aspektach System Rezerwy Federalnej działał w sposób zdecydowanie bardziej ekspansywny. Celem rozdziału jest próba odpowiedzi, czy działania podjęte przez obydwie banki centralne były zgodne z założeniami i postulatami Milтона Friedmana. Odpowiedź na tak sformułowane pytanie zostanie rozstrzygnięta na wybranych gruntach tj. po pierwsze, czy władze monetarne podjęły na czas wystarczająco ekspansywne działania, które pozwoliły uniknąć ponownego załamania o skali Wielkiego Kryzysu, po drugie, czy zastosowane działania, takie jak zmiany podstawowych stóp

---

<sup>5</sup> Fed, [http://www.federalreserve.gov/faqs/money\\_19277.htm](http://www.federalreserve.gov/faqs/money_19277.htm)

<sup>6</sup>The Federal Deposit Insurance Corporation: <https://www.fdic.gov/>

procentowych, wdrożenie forward guidance, programy skupu aktywów (np. TAFL), wprowadzone wyższe kwoty zabezpieczenia depozytów, rekapitalizacja banków i oprocentowanie nadwyżkowych rezerw były zgodne z poglądami Friedmana, po trzecie, czy zachowanie się podaży pieniądza było spójne z zaleceniami monetarysty, po czwarte czy wdrożone działania były równoważne z koncepcjami Friedmana dotyczącymi roli kredytu i podaży pieniądza w gospodarce, po piąte, czy istniała potrzeba dofinansowywania zagrożonych upadkiem instytucji finansowych oraz wreszcie, czy podjęte działania były zbieżne z rolą, jaką według monetarysty powinien pełnić bank centralny.

Friedman przekonywał, że władze monetarne w latach 30. XX wieku uczyniły zbyt mało oraz podjęły zbyt późne działania, co pozwoliło przekształcić się początkowemu załamaniu gospodarczemu w poważny kryzys. W 2007 roku czołowe banki centralne postanowiły nie przyglądać się beczynnemu rozwojowi wypadków. W rezultacie niektórzy bezkrytycznie uznali, że Friedman pochwalałby kroki podjęte przez centralnych bankierów (zob. np. Bullock, 2009). Sam Bernanke (2002) uległ wrażeniu, że rozumie politykę pieniężną zgodnie z naukami Friedmana, stwierdzając: „Chciałbym powiedzieć Miltonowi i Annie w odniesieniu do Wielkiego Kryzysu, że mieliście rację, my [władze monetarne] do niego doprowadziliśmy. Jest nam z tego powodu bardzo przykro. Jednakże dzięki wam, nigdy więcej tego nie powtórzymy.” Istnieją jednak spore wątpliwości, czy błędy nie zostały powtórzone, a także czy zastosowane działania i osiągnięte efekty były faktycznie tożsame z zaleceniami monetarysty.

Odnosnie samego faktu dokonanej interwencji, banki centralne w rzeczy samej zadziałały w duchu Friedmana nie pozostając biernymi obserwatorami lub spóźnionymi aktywistami, przez co prawdopodobnie uniknięto ponownego Wielkiego Kryzysu, pomimo tego, że początkowa skala załamania gospodarczego w obydwu przypadkach była podobna. Co więcej, obydwa wydarzenia były poprzedzone na tyle gwałtownym i silnym pęknięciem baniek spekulacyjnych na rynkach nieruchomości i akcji, że doprowadziły one do globalnych konsekwencji. Niezależnie od oceny zastosowanych działań, czołowe banki centralne podjęły je w sposób zdecydowany. W rezultacie zarówno produkt krajowy brutto oraz światowa produkcja przemysłowa zanotowały nieporównywalnie mniejsze spadki niż podczas Wielkiej Depresji, a globalna gospodarka odbudowała już poczynione straty, przywrócono także relatywnie szybko zaufanie na rynkach finansowych. Dziś nikt już nie wątpi w słuszność przesłania Milтона Friedmana o konieczności aktywnej postawy władz monetarnych w przypadku gwałtownych zaburzeń w sektorach bankowym i finansowym.

Aktywna postawa EBC i Fed w obliczu kryzysu finansowego przejawiała się obniżaniem podstawowych stóp procentowych, a także wdrożeniem koncepcji forward guidance i programów skupu aktywów (np. TAFI), ustanowieniem wyższych kwot zabezpieczenia dla depozytów, przeprowadzeniem rekapitalizacji banków i oprocentowaniem nadwyżkowych rezerw. Wszystkie te działania w wykonaniu Fed były według Nelsona (2013) zgodne z rolą jaką Friedman przypisywał antykryzysowej polityce pieniężnej, pomimo tego, że niektóre z nich wywodzą się z innych nurtów lub z koncepcji innych ekonomistów. W szczególności dotyczy to programów skupu aktywów przez bank centralny od sektora prywatnego oraz idei forward guidance. Skup aktywów od instytucji finansowych wiąże się z uznaniem szczególnej roli pośrednictwa finansowego i podejmowania działań mających na celu zagwarantowanie tym instytucjom możliwości sprawnego jej wykonywania (zob. Bernake, 1983, Goodhart, 1973, Clouse et al., 2003, Gertler i Karadi, 2011). Idea forward guidance wywodzi się natomiast z nowego keynesowskiego schematu analitycznego i zakłada, że w warunkach dolnej granicy nominalnych stóp procentowych, wdrożenie forward guidance doprowadzi w ostateczności do wyższej inflacji i przyczyni się do zamknięcia luki produkcyjnej (zob. Eggertsson i Woodford, 2003, Walsh, 2009). Można dowiedzieć, że w swoim ogólnym zarysie programy skupu aktywów i forward guidance są zgodne z koncepcjami monetarysty. Friedman wierzył w skuteczność oddziaływania kanału portfela aktywów (np. Friedman, 1982, s. 41, Friedman 1977, s. 401), poprzez który zakupy długoterminowego długu podnoszą podaż pieniądza i obniżają długookresowe stopy procentowe w relacji do tych krótkookresowych. Monetarysta przypisywał także silne znaczenie kanałowi oczekiwań (np. Friedman 1977, s. 399), poprzez który ma oddziaływać w swoich zamierzeniach forward guidance.

Kanał oczekiwań w przypadku EBC został jednak osłabiony przez niedoprecyzowanie długości okresu, w którym forward guidance ma działać. W związku z tym można oczekiwać, że taki stan rzeczy nie zyskałby przychylności monetarysty, tym bardziej, że zapowiedzi forward guidance są generalnie niespójne w czasie (zob. Rzońca, 2014, s. 95-106), a brak doprecyzowanych szczegółów czyni je jeszcze mniej wiarygodnymi. Również polityka stóp procentowych EBC stanowiłaby prawdopodobny przedmiot krytyki ze strony monetarysty. Podczas gdy obydwa banki centralne, tj. EBC i Fed, obniżały swoje podstawowe stopy kredytowe, co było zgodne z zaleceniami Friedmana stanowiącymi, że w okresie kryzysu, w przeciwieństwie do normalnej sytuacji (Friedman, 1982, s. 117), stopy procentowe banku centralnego nie powinny karać pożyczkobiorców (Friedman i Schwartz, 1971), EBC zdecydowanie wolniej je obniżał

obawiając się presji inflacyjnych. W rezultacie różnica pomiędzy podstawową stopą kredytową EBC a stopą EONIA, będącą referencyjną stopą międzybankowych operacji depozytowych typu O/N, zamiast zmniejszyć się – uległa zwiększeniu, co w rażący sposób narusza propozycje Friedmana dotyczące działań antykryzysowych nie karania banków, które zgłaszają zapotrzebowanie na płynność (zob. wykres 2). Pomimo tego EBC w lipcu 2011 zdecydował się podnieść podstawową stopę kredytową. Podobna sytuacja pojawiła się w 1937 roku, kiedy Fed obawiając się presji inflacyjnych przedwcześnie podniósł stopy procentowe w sytuacji, gdy ożywienie gospodarcze było zbyt kruche, co przyczyniło się do powrotu recesji. Monetarysta zdecydowanie skrytykował taki sposób postępowania władz monetarnych (Friedman i Schwartz, 1971).

Wśród działań EBC i Fed po 2007 roku należy zwrócić także uwagę na odmienny sposób oprocentowania nadwyżkowych rezerw. Friedman uważał, że ich oprocentowanie stanowi właściwe rozwiązanie (por. Friedman 1960, s.74). Niemniej jednak EBC zdecydował się wprowadzić ujemne stopy procentowe we wrześniu 2014 roku (Coeuré, 2014)<sup>7</sup>, podczas gdy Fed w 2008 roku ustalił dodatnie oprocentowanie (0,25 proc.)<sup>8</sup>, co według Nelsona (2013) było zgodne z propozycjami monetarysty. Spore wątpliwości budzi, czy ujemne oprocentowanie nadwyżkowych rezerw wdrożone przez EBC przekłada się na bardziej ekspansywne działania banków komercyjnych (por. np. Rajan, 2013) – w tym zakresie trudno jednak ocenić jak do tego wątku odniósłby się Friedman.

W przypadku zaś wyższych kwot gwarantowanych depozytów zarówno w Unii Europejskiej i Stanach Zjednoczonych otrzymałyby one pełną aprobatę monetarysty. Świadczyć mogą o tym publikacje, w których ekonomista podkreślał stabilizujący wpływ wprowadzenia takich gwarancji w latach 30. ubiegłego wieku (Friedman i Schwartz, 1971, s. 440-442).

Generalnie sama koncepcja określonych działań przyjęta przez Fed (zmiany podstawowych stóp procentowych, wdrożenie forward guidance, programy skupu aktywów (np. TAFL), wprowadzone wyższe kwoty zabezpieczenia depozytów, rekapitalizacja banków i oprocentowanie nadwyżkowych rezerw) może być za Nelsonem (2013) uznana za zgodną z ogólnymi koncepcjami Friedmana. Działania EBC w zakresie polityki ustalania stóp procentowych i wdrażanie przez ten bank centralny forward guidance nie spełniają jednak już postulatów monetarysty w pełni. Stopy procentowe w przypadku EBC zostały zbyt późno obniżone karząc tym

---

<sup>7</sup> EBC, <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2014/html/sp140909.en.html>

<sup>8</sup> Fed, <http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/reqresbalances.htm>, Zob. Bech i Klee, 2010, żeby zapoznać się ze szczegółami.

samym banki komercyjne zgłaszające zapotrzebowanie na płynność w banku centralnym, a polityka forward guidance w wydaniu europejskim okazała się mniej wiarygodna niszcząc swój podstawowy kanał oddziaływania. Niemniej jednak nawet pozytywna ocena Fedu dotycząca zgodności proponowanych rozwiązań z ogólnymi zaleceniami monetarysty nie doprowadziła w znacznej mierze do osiągnięcia efektów, które w czasie kryzysu powinna była osiągnąć polityka pieniężna w ujęciu Friedmana, a także nie uchroniła przed wdrażaniem wspomnianych działań w sposób, jakemu Friedman prawdopodobnie by się sprzeciwił.

Friedman uzasadniał, że w przypadku niedoboru płynności, jaki wystąpił podczas Wielkiego Kryzysu należało rozszerzyć bazę monetarną poprzez przeprowadzanie na szeroką skalę operacji otwartego rynku tak, aby nie dopuścić do upadku zdrowych banków z powodu krótkookresowej utraty płynności, a tym samym do spadku podaży pieniądza. Na podstawie trzech naturalnych eksperymentów, jakich dostarczyła historia gospodarcza Friedman (2005) argumentował, że przynajmniej dla znacznych zmian, to co się dzieje z ilością pieniądza oddziałuje na dochód narodowy oraz na rynek akcji (wykres 4). Dowodów jego zdaniem dostarczają trzy różne typy zachowania się podaży pieniądza: silne załamanie monetarne w Stanach Zjednoczonych w okresie Wielkiego Kryzysu, pasywna polityka Banku Japonii po boomie w latach 80. oraz znacznie bardziej ekspansywna polityka FED w latach 90. Wszystkie trzy okresy charakteryzowały się silnym wzrostem gospodarczym spowodowanym wprowadzeniem nowych technologii, pojawieniem się nowych przemysłów oraz towarzyszyły im boomy spekulacyjne, z których każdy zakończył się krachem – jedyne co je różniło to zachowanie ilości pieniądza i jego analogiczny wpływ na ożywienie gospodarcze.

Wkrótce po śmierci Friedmana rozpoczął się kolejny, czwarty naturalny eksperyment. W jego przypadku, działania wdrożone zarówno przez Bernanke i EBC nie dały rady uchronić gospodarki przed drastycznym spowolnieniem wzrostów podaży pieniądza szerokich agregatów po 2008 roku (wykres 5). O ile początkowe podniesienie się dynamiki podaży pieniądza zwłaszcza w Stanach Zjednoczonych znalazłoby niewątpliwe poparcie w oczach monetarysty, o tyle zarówno w USA i w strefie euro pozwolono wkrótce po wybuchu kryzysu na silne załamanie jej przyrostów. Rezultat taki należy uznać za poważne naruszenie postulatów Friedmana. Niemniej jednak należy zwrócić uwagę, że sterowanie podażą pieniądza nie jest obecnie dominującym sposobem prowadzenia polityki pieniężnej, co mogło stanowić zasadniczą przyczynę takiego, a nie innego zachowania się podaży pieniądza po wybuchu kryzysu.

Niemniej jednak działania wdrożone przez obydwie banki centralne po 2008 roku okazały się niewystarczające, żeby przezwyciężyć negatywny wpływ zanikania ryzykowanych aktywów z bilansów banków komercyjnych na zmniejszanie się tempa kupowania nowych aktywów, a przez to na spadek dynamiki podaży pieniądza (wykres 5). Rosnąca niepewność po upadku Lehman Brothers dodatkowo utrudniała większe wzrosty agregatów monetarnych. Niemalże cały wzrost bazy monetarnej znalazł odzwierciedlenie w formie gotówki w obiegu. Przyczyną tego stanu rzeczy było to, że przynajmniej w początkowym okresie Bernanke w znacznej mierze zamiast ‘wstrzykiwać’ płynność, tak jak zalecał Friedman, tylko ją ‘przekierowywał’. Z jednej strony władze monetarne pożyczają bankom pieniądze w ramach tzw. okna dyskontowego oraz poprzez specjalnie przygotowany w tym celu program Term Auction Facility (TAF) działający w systemie aukcyjnym i dopuszczający rozszerzony zakres zabezpieczeń, z drugiej jednak strony pieniądze były drenowane z rynku poprzez sprzedaż skarbowych papierów wartościowych przez Fed. W rezultacie w sierpniu 2008 roku baza monetarna wzrosła zaledwie o 2,24%, co było znacznie poniżej rocznej średniej stopy wzrostu tej bazy (7,54%) podczas dziewiętnastu lat prezesury Greenspana (zob. Hummel, 2011, Congdon, 2010). Co prawda Bernanke nie zacieśniał polityki pieniężnej aż tak bardzo jak EBC (zob. wykres 5), ale i tak pozostawił niewiele miejsca na prawdziwy ‘zastrzyk płynności’, który uchroniłby amerykańską gospodarkę przed spadkiem stóp wzrostu agregatów monetarnych w początkowym okresie po wybuchu kryzysu (Yellen, 2008). Panika jaka wystąpiła po upadku Lehman Brothers, wynikała z drastycznego spadku szybkości obiegu pieniądza. Jeśli Bernanke miałyby działać zgodnie z zaleceniami Friedmana i uchronić gospodarkę przed spadkami nominalnego PKB i produkcji, powinien zrównoważyć ten ujemny szok szybkościowy ekspansją monetarną (Hummel, 2011). Taki krok powinien zostać podjęty automatycznie nawet jeśli Bernanke wierzył, że kanał kredytowy sieje spustoszenie w gospodarce w większym stopniu przez zmiany popytu na pieniądź niż przez zmiany podaży pieniądza (Hetzel, 2009). W rezultacie Sumner (2015) oraz Beckworth i Ruger (2010) uważają, że Friedman nawoływałby Fed (a zatem tym bardziej EBC) do większej dbałości o stabilizowanie nominalnego dochodu, zwłaszcza w latach 2008-2009, kiedy to wkrótce po wybuchu kryzysu doprowadzono do drastycznego osłabienia przyrostów (oraz spadków) podaży szerokiego pieniądza.

Generalnie nie ulega większym wątpliwościom, że założenia monetarnych decydentów w Stanach Zjednoczonych nie były zgodne z ideologią Friedmana dotyczącą roli kredytu i podaży pieniądza w gospodarce. Podczas gdy Friedman wiodącą rolę przypisywał agregatom

pieniężnym (por. Friedman, 1972), Meyer (2001) stwierdził, że pieniądź nie odgrywa już żadnej roli w prowadzeniu polityki pieniężnej w Stanach Zjednoczonych, a Bernanke w swoich publikacjach często akcentował większą rolę kanału kredytowego. W jego opinii upadek ponad dziewięć tysięcy banków podczas Wielkiego Kryzysu spowodował załamanie się akcji kredytowej, a dopiero to wydarzenie doprowadziło do przewlekłego załamania gospodarczego (Bernanke, 1983).

Tymczasem, jeśli Bernanke rzeczywiście uznawał duże znaczenie oddziaływania kanału kredytowego, powinien nie dopuścić do początkowego spadku przyrostów agregatów monetarnych. Po kryzysie finansowym, który podważa wzajemne zaufanie uczestników gry rynkowej do siebie i obniża kapitały banków, wzrost podaży pieniądza staje się bowiem warunkiem koniecznym wzrostu kredytu (zob. Rzońca, 2014). Rzońca (2014) podaje, że brak zdolności banku centralnego do zwiększenia podaży pieniądza jest nie tylko sygnałem niskiej dynamiki kredytu, ale także jedną z jej przyczyn. Co więcej autor wskazuje wiele kanałów, w tym przede wszystkim kanał niskich stóp procentowych, które utrwalają opóźnienia spowodowane kryzysem, odwołują w czasie niezbędną restrukturyzację, a przez to osłabiają zdolność banku centralnego do zwiększania agregatów monetarnych.

Tymczasem, po 2007 roku dążono przy pomocy polityki pieniężnej w Stanach Zjednoczonych do obniżenia spreadów kredytowych i do przywrócenia zaufania na rynkach finansowych, podczas gdy wpływ podjętych działań na ilość pieniądza nie był przez monetarnych decydentów przynajmniej publicznie debatowany. Gdyby Bernanke postępował zgodnie z zaleceniami Friedmana nie dopuściłby do tak znacznych wahań M2 i M3. Tymczasem można założyć, że Bernanke nie interesował się zachowaniem monetarnych agregatów. W 2006 roku porzucił bowiem agregat M3 zawieszając zbieranie danych potrzebnych do jego wyliczenia (zob. więcej Nelson, 2006). Jego jawna awersja w stosunku do tego agregatu wskazuje, że myślał on w zupełnie innym duchu niż Friedman. Ten sposób postępowania stanowi fundamentalną zmianę akcentów w nowoczesnej polityce pieniężnej, w której po wybuchu kryzysu nastąpiło przeniesienie uwagi ze strony pasywnej bilansu banku centralnego (pieniądz) na stronę aktywną (kredyt). Dało to bankowi centralnemu znacznie szersze możliwości oddziaływania na gospodarkę i łączny popyt niż tylko za pomocą stóp procentowych i standardowych operacji otwartego rynku (Friedman, 2014). Niemniej jednak, pomimo spadającego znaczenia pieniądza w stosunku do kredytu, późniejsze działania Systemu Rezerwy Federalnej przywróciły dynamikę wzrostów



szerokich agregatów sprzed kryzysu, co nie udało się w strefie euro (por. wykres 5 i 7).

Brak przywrócenia wzrostowego trendu podaży pieniądza M3 w strefie euro jest o tyle zaskakujący, że w przypadku EBC sposób zaprojektowania strategii polityki pieniężnej w dużym stopniu odpowiada poglądom Friedmana (zob. np. Hall et al., 2012). EBC przynajmniej na poziomie deklaratywnym przywiązuje bowiem do podaży pieniądza znacznie większe znaczenie niż jakikolwiek inny prominentny bank centralny. W szczególności dotyczy to ustanowienia osobnego, monetarnego filaru i przyjęciu, jak było wspomniane przynajmniej na poziomie deklaratywnym, referencyjnej wartości dla wzrostów agregatu M3 w długim okresie (ECB, 2004, ECB, 2011, s. 78-81). Założony 4,5% wzrost agregatu M3 wynikał w swoich ogólnych założeniach ze sposobu wyznaczenia optymalnej stopy wzrostu dla wybranego agregatu pieniądza zaproponowanego przez Friedmana. Zgodnie z nim wybrany przez bank centralny agregat pieniądza powinien wzrastać w tempie uwzględniającym zarówno długookresowy trend realnego produktu oraz długookresowe zmiany popytu na pieniądź, tak aby rozmiary podaży pieniądza były zgodne z przyjętym celem inflacyjnym. Niemniej jednak od połowy 2001 roku stopa wzrostu agregatu M3 w strefie euro zaczęła nieustannie przekraczać wartość referencyjną, podczas gdy inflacja przyjmowała wartości bliskie 2% celowi inflacyjnemu. Od tego roku rosnąca liczba badaczy zaczęła wykazywać, że stabilny wcześniej w strefie euro popyt na pieniądź (np. Coenen, Vega 2001, Bruggemann et al. 2003) załamał się (Greiber, Lemke 2005). Liczne, udane próby jego przywrócenia poprzez włączanie do funkcji popytu na pieniądź nowych zmiennych, takich jak zmienne z zakresu rynku pracy, dane z rynku nieruchomości lub chociażby uwzględnienie niepewności (zob. De Santis, 2012; Beyer, 2009; Dreger and Wolters, 2010, Beyer, 2009; De Bondt, 2010, Hall et al., 2012) powodowały jednak, że implikacje dla polityki pieniężnej z powodu uzyskanej różnorodności stabilnych funkcji popytu na pieniądź pozostawały niejasne. W rezultacie znaczenie wartości referencyjnej dla agregatu M3 zostało silnie ograniczone. Rosnące kontrowersje wokół znaczenia i wartości informacyjnej agregatu szerokiego pieniądza mogły stanowić jedną z przyczyn, dla czego w strefie euro przez długi czas nie zdołano (lub nie próbowano zbyt usilnie) przywrócić stóp wzrostu tej miary pieniądza do wartości sprzed kryzysu. Alternatywnym wyjaśnieniem może być to, że oceniając sposób wdrożenia niekonwencjonalnych działań przez EBC są postawy do stwierdzenia, że głównym celem EBC było zachowanie funkcji pośrednictwa finansowego w systemie bankowym, a nie wykreowanie dodatkowego impulsu monetarnego w celu pobudzenia

gospodarki – tak jak w przypadku np. Fedu (zob. Giannone et al., 2011, Cour-Thimann and Winkler, 2013).

Chociaż w Stanach Zjednoczonych ostatecznie udało się to, czego nie dokonał EBC, to należy stwierdzić, że sposób w jaki osiągnięto taki rezultat był odmienny od tego, jaki zalecał Friedman. Bernanke porzucił propozycję Friedmana dbania o podaż pieniądza i pozwalaniu aby to rynek przez operacje otwartego rynku sam decydował, gdzie popłynie kredyt. Zamiast tego wdrożył funkcję centralnego lokowania kredytu poprzez próby zarządzania portfelem aktywów w posiadaniu społeczeństwa. Jak określił to Oliver (2009) Fed przeobraził się w centralną agencję planistyczną z departamentem dbania o dobrobyt przedsiębiorstw. Niewątpliwie Friedman, jako jeden z największych zwolenników wolnego rynku i prymatu mechanizmu rynkowego nad planistycznym, podzieliłby opinię Hummela (2011), że nowe planowanie centralne, tak samo jak jego stara wersja wdrażana w gospodarkach centralnie planowanych, okaże się w ostateczności niefortunnym, a być może nawet katastrofalnym rozwiązaniem. W tym kontekście należy zwrócić uwagę, że w w przypadku EBC, bilans tego banku był wynikiem indywidualnych decyzji uczestników gry rynkowej, a nie rezultatem wysoce politycznych decyzji jak w przypadku Fed (zob. Giannone et al., 2011).

Fakt pożyczania znacznych sum z rynku prywatnego, aby następnie pożyczyć je „wybranym” bankom, przedsiębiorstwom, lub aby zakupić określone instrumenty, nieuniknienie wprowadził politykę pieniężną na obszary zarezerwowane dla polityki fiskalnej i uwikłał Fed w politykę, a także wprowadził bankowość centralną na jeszcze wyższy poziom uznaniowości. Wszystkim tym zmianom Friedman był zawsze przeciwny. Tym bardziej, że wzrost politycznej odpowiedzialności Fedu za ożywienie gospodarcze może potencjalnie doprowadzić do spadku jego niezależności. Fakt, że takie próby były już podejmowane, świadczy o powadze tego zagrożenia. Friedman upatrywał tymczasem możliwość dobrej polityki pieniężnej tylko w jej niezależności od rządu, a samą politykę fiskalną uważał za wysoce nieskuteczną i potrzebną tylko w pewnym minimalnym zakresie. Ponadto, Friedman był zwolennikiem przewidywalnej polityki pieniężnej i jeśli to możliwe działań opartych na regułach, wliczając do nich chociażby ‘ograniczoną dyskrecjonalność’ – jak czasami charakteryzuje się strategię bezpośredniego celu inflacyjnego. Tymczasem działania takie jak forward guidance oraz zakupy aktywów na bezprecedensową skalę przez główne banki centralne doprowadziły do wzrostu złożoności i dyskrecjonalności w polityce pieniężnej nie wspartej żadnymi ramami działania opartymi na jakichkolwiek regułach w tych nowych warunkach (por. Taylor, 2012). Na dodatek wprowadzone pod

koniec 2012 roku przez Fed uzależnienie utrzymywania nadzwyczaj niskiej federalnej stopy procentowej od stopy bezrobocia (a także od przewidywanej inflacji i oczekiwań inflacyjnych) może być traktowane jako deklaracja nowej funkcji reakcji banku centralnego (zob. Bean, 2013). Jest to zatem jawny czynnik zaburzający przewidywalność polityki pieniężnej, przynajmniej zakładając, że społeczeństwo znało i rozumiało dotychczasową funkcję reakcji. Niechęć EBC do wprowadzenia tej formy forward guidance (*state-contingent*) wynikać mogła zatem z tytułu niechęci do zmiany dotychczasowej funkcji reakcji (zob. Giannone et al., 2011, Cour-Thimann and Winkler, 2013).

Zasadniczym postulatem monetaryzmu jest konieczność prowadzenia polityki pieniężnej w sposób przewidywalny. Brak przewidywalności polityki pieniężnej z tym związany (zwłaszcza w przypadku Fed) mógłby skłonić Friedmana, który zawsze chciał nieprzewidywalność w decyzjach banków centralnych ograniczyć, do poparcia opinii Rajana (2013), że podjęte niekonwencjonalne działania to „krok w nieznanne” (*‘a step in the dark’*). Chociaż koncepcyjnie niekonwencjonalne działania da się uzasadnić powołując się na prace Friedmana (za: Nelson, 2013), nie jest wcale pewne, czy ekonomista zgodziłby się ze słusnością ich wdrożenia lub przynajmniej nie próbowałby ostrzegać o ich potencjalnie negatywnych konsekwencjach.

Friedman krytykował brak udzielenia pomocy Bankowi Stanów Zjednoczonych (BSZ) w czasie Wielkiego Kryzysu. Bank ten w związku z pogłębiającym się załamaniem gospodarczym i runami na banki chwilowo utracił płynność finansową. Brak wykorzystania funkcji pożyczkodawcy ostatniej instancji przyczynił się zdaniem Friedmana do pogłębienia paniki. Jak podkreślał Friedman, BSZ mimo upadku w najgorszych latach kryzysu był bankiem solidnym. Bank nie zbankrutował z powodów zaniedbań w działalności gospodarczej, a chociaż został zlikwidowany, do końca wypłacał swoim depozytariuszom 92,5 centów za każdego dolara ich wkładów (Friedman, 1971). Friedman nigdy w swoich publikacjach nie wspominał o konieczności wykupywania tych przedsiębiorstw, które były źle zarządzane lub których kłopoty wyniknęły z niewłaściwych inwestycji gospodarczych. Tymczasem Bernanke wykupił i dofinansował Bear Stearns i AIG. Kłopoty tych przedsiębiorstw nie powstały jednak jako wynik powszechnego niedostatku płynności, tak jak to było w przypadku BSZ. Można zatem przypuszczać, że te publiczne interwencje również nie zostałyby przychylnie ocenione przez monetarystę. Również Anna Schwartz, z którą przez dziesiątki lat Friedman współpracował i podzielał poglądy dotyczące polityki pieniężnej uważa, że: „Przedsiębiorstwa, które podejmują złe decyzje powinny upaść. Nie powinno się ich ratować...

Wszystko działa o wiele lepiej jeśli nieprawidłowe decyzje są karane, a dobre czynią bogatymi. (Schwartz, 2008b)”.

Według Schwartz (2008b) to trudne do wyceny, toksyczne aktywa wstrzymywały rynek kredytowy i to one, a nie poszczególne przedsiębiorstwa, powinny być wykupywane, aby przywrócić zaufanie na rynku finansowym. Podobnie Friedman postulował wykupywanie papierów wartościowych zwłaszcza w przypadku jeśli stopy procentowe napotkają swoją dolną granicę (była to jego propozycja dla Japonii): „Można kupować długoterminowe papiery rządowe i kupować je zapewniając dopływ pieniądza wysokiej mocy dopóty, dopóki ów pieniądz wysokiej mocy nie zacznie wciągać gospodarkę w ekspansję” (Friedman, 1997b) – niemniej jednak monetarysta nigdy nie wspominał o wykupywaniu źle zarządzanych przedsiębiorstw z powodu ryzyka systemowego. Tym samym Bernanke zmodyfikował propagowaną przez Friedmana tradycyjną rolę banku centralnego.

Friedman zdecydowanie nie pochwalałby także ogromnych pakietów fiskalnych, których celem było pobudzenie gospodarki, takich jak np. the American Recovery and Reinvestment Act uchwalony w 2009 roku. Do końca życia monetarysta nie zmienił bowiem swoich poglądów na negatywne następstwa zbyt ekspansywnej polityki fiskalnej (Friedman, 1995b, 1997a, 2003, 2004b). Chwalił natomiast te państwa, w których udział państwa i wolność gospodarcza jest wysoka (por. Friedman, 2006a). Efekt wypychania, niska efektywność programów rządowych, a także niepopularność wycofywania raz ustanowionych wydatków stanowiły dla niego dowód pokażnej nieskuteczności rozbudowanych programów rządowych (Friedman, 1962, 2004b). Friedman nie wydawałby się zatem zaskoczony niezbyt satysfakcjonującą skutecznością ogromnych budżetowych pakietów fiskalnych (por. wykres 6). Mimo ciężkiego wzrostu zadłużenia w Stanach Zjednoczonych i w strefie euro dynamika PKB nie została przywrócona do rozmiarów sprzed kryzysu.

Dla Friedmana utrzymanie się długoterminowego trendu wzrostowego szerokich agregatów M3 oraz M2 w Stanach Zjednoczonych i znaczne spowolnienie lub wręcz zatrzymanie wzrostów tych agregatów w strefie euro stanowiłoby dla monetarysty kolejny dowód na to, że to co dzieje się z agregatami pieniądza, przynajmniej dla znacznych, długoterminowych zmian, ma swoje odzwierciedlenie w realnej gospodarce. W Stanach Zjednoczonych zarówno wzrost gospodarczy oraz inflacja po 2009 roku okazała się wyższa niż w strefie euro. Ujemne realne stopy procentowe i mizerna dynamika podaży pieniądza w strefie euro od początku wybuchu kryzysu stanowiłaby dla niego dowód, że polityka pieniężna prowadzona przez EBC jest za mało ekspansywna, co znajduje

odzwierciedlenie w realnej gospodarce w postaci słabego wzrostu gospodarczego i deflacji (por. wykres 6 i 7).

W stosunku do podjętych przez czołowe banki centralne działań istnieje szereg dobrze uzasadnionych obaw o ich potencjalne, negatywne, średnio i długoterminowe skutki (zob. np. White, 2013, Rajan, 2013, Rzońca 2014). Z przedstawionej argumentacji odnosi się wrażenie, że przynajmniej pod niektórymi z nich podpisałby się także Friedman. Wynika to, po pierwsze, z różnic pomiędzy niedawnym kryzysem, a jego budzącym grozę poprzednikiem z lat 30. oraz pomiędzy propozycjami Friedmana a wdrożonymi ostatnimi czasy działaniami. Istnieją wątpliwości, czy lekarstwo przepisane przez monetarystę na daną chorobę musi być równie skuteczne w walce z inną chorobą, chociaż jej objawy na pierwszy rzut oka mogłyby wydawać się podobne oraz, czy niestandardowe modyfikacje zaproponowanego leku nie będą miały efektów ubocznych.

## Podsumowanie

Friedmana charakteryzuje się często i postrzega tylko w kontekście jego oryginalnych propozycji i poglądów pomijając fakt, że niektóre z nich zostały przez monetarystę w późniejszych latach zarzucone. Wiele z tych zmienionych poglądów nie jest powszechnie znanych. Do najważniejszych zmian poglądów Friedmana należy zaliczyć: uznanie działań dyskrecjonalnych, jako możliwych do skutecznego stosowania w praktyce, pozytywną ocenę wydaną Systemowi Rezerwy Federalnej po 1985 roku, uznanie wysokiej skuteczności strategii bezpośredniego celu inflacyjnego oraz innych strategii monetarnych w stabilizowaniu inflacji poprzez wykorzystywanie stóp procentowych jako ważnego instrumentu oddziaływania, stwierdzenie wysokiej zmienności popytu na pieniądź w krótkim okresie, a w rezultacie zrezygnowanie z postrzegania reguły  $k\%$  jako optymalnego sposobu prowadzenia polityki pieniężnej.

W artykule spróbowano ustalić jak działania podjęte przez System Rezerwy Federalnej i Europejski Bank Centralny w odpowiedzi na kryzys z 2007 roku mogłyby zostać przez monetarystę ocenione. Chociaż nigdy nie będziemy mogli mieć pewności, to wydaje się, że w znacznej mierze nie zyskałyby one aprobaty tego ekonomisty – przynajmniej posługując się badaniami, ich interpretacjami i opiniami, które monetarysta upowszechniał w swoich pracach naukowych, publicystycznych i wywiadach z jego udziałem. Na korzyść wdrożonych przez Fed i EBC działań przemawia co prawda fakt, że w swoich ogólnych założeniach były niesprzeczne z koncepcjami monetarysty, że władze monetarne podjęły ekspansywne działania błyskawicznie. Pozwoliło to uniknąć ponownego załamania o

skali Wielkiego Kryzysu i przywróciło zaufanie na rynkach finansowych. Również wyższe kwoty gwarantowanych depozytów zarówno w Unii Europejskiej i Stanach Zjednoczonych otrzymałyby pełną akceptację Friedmana. Zachowanie podaży pieniądza było jednak bardzo zmienne zarówno w Stanach Zjednoczonych, a tym bardziej w strefie euro. W strefie euro podstawowa stopa kredytowa znajdowała się przez wiele lat na zbyt wysokich poziomach w stosunku do rynkowej międzybankowej stopy overnight, a sam trend wzrostowy podaży szerokiego pieniądza został zahamowany (wykres 7). Drastyczny spadek szybkości obiegu pieniądza w Stanach Zjednoczonych i w strefie euro nie został zrównoważony adekwatnym wzrostem monetarnym, a związek kanału kredytowego z podażą pieniądza nie został należycie wzięty pod uwagę. Wyższy stopień złożoności polityki pieniężnej i dyskrecjonalności działań władz monetarnych związany z uruchomieniem niekonwencjonalnych działań w polityce pieniężnej nie wsparto żadnymi regułami w tych nowych warunkach, co także prawdopodobnie nie zyskałoby przychylności monetarysty. Nacjonalizowanie i dotowanie upadających przedsiębiorstw także jest niezgodne z zaleceniami Friedmana. Najlepszym rozwiązaniem według monetarysty zawsze były operacje otwartego rynku, które w sposób rynkowy rozdzielają dostarczaną płynność. Uwikłanie polityki pieniężnej w politykę oraz w rolę standardowo przypisaną polityce fiskalnej również nie zostałyby pozytywnie ocenione przez naukowca. Zwłaszcza, że działania takie niosą niebezpieczeństwo dla niezależności władz monetarnych oraz stwarzają fałszywe wrażenie, że polityka pieniężna jest władna sama w sobie zagwarantować długoterminowy wzrost gospodarczy, co jest bezspornym i oczywistym pogwałceniem nauk Friedmana.

Milton Friedman wywarł doniosły wpływ na współczesną myśl ekonomiczną. Wielu twierdzi, że to jemu zawdzięczamy silny zwrot w kierunku kapitalizmu wolnorynkowego, jaki dokonał się w ubiegłych dziesięcioleciach. Ten charyzmatyczny ekonomista zdobył sławę przede wszystkim pracami z zakresu teorii pieniądza oraz teorii inflacji. Jego koncepcje teoretyczne, polityczne i gospodarcze układają się w spójną całość. Całość, którą stanowi wizja idealnego społeczeństwa kapitalistycznego opartego na nieskrępowanym działaniu wolnego rynku (Belka, 1986).

Współczesna polityka pieniężna, wliczając w to strategię bezpośredniego celu inflacyjnego opiera się na licznych, sformułowanych przez monetarystę zaleceniach. Według Bernanke: „zalecenia te były tak wpływowe, że co najmniej w ich szerokim zarysie stały się niemalże identyczne z nowoczesną teorią polityki pieniężnej i praktyką.” Z tego

powodu można nie dostrzegać oryginalności i rewolucyjnego charakteru myśli Friedmana, podczas gdy tak naprawdę: „twórcy polityki pieniężnej oraz całe społeczeństwa są winni mu ogromny dług.”(Bernake, 2003) Najbardziej fundamentalnym wkładem Friedmana do polityki pieniężnej, zdaniem Bernanke, jest wezwanie władz monetarnych, aby zapewniać stabilne warunki dla funkcjonowania gospodarki. Niezależnie od sposobu realizacji tego przedsięwzięcia, sama idea nie jest dzisiaj kwestionowana. R.J. Barro, w celu oddania hołdu Friedmanowi za jego ogromne poczucie humoru oraz nieugiętą wolę w głoszeniu swoich idei, które przetrwały próbę czasu, sparafrazował wcześniejsze, wyjęte z kontekstu stwierdzenie monetarysty: „We are all Friedmanians now”<sup>9</sup>. Barro stwierdził, że kierunek w jakim świat ewoluował – wliczając w to stabilność cen jako główny cel banków centralnych, wolny rynek oraz uznanie praw własności jako kluczowego elementu promowania wzrostu gospodarczego „stawia Milтона Friedmana jako zwycięzcę”. Zdaniem Barro: „Friedman po wielu latach zwyciężył intelektualne bitwy a jego postulaty znalazły urzeczywistnienie w polityce gospodarczej”(Barro, 2007).

Do licznych zasług Friedmana, zwłaszcza tych, których jak określa to Bernanke, rewolucyjnego charakteru można już nie dostrzegać, zaliczyć należy między innymi: uznanie, że ważnym celem polityki pieniężnej jest dbałość o niską i stabilną inflację, zwrócenie uwagi na jakościowe aspekty prowadzenia polityki pieniężnej, uznanie istotnej roli oczekiwań inflacyjnych oraz możliwości kontrolowania inflacji przez bank centralny, dostrzeżenie potrzeby istnienia niezależnej od działań rządowych polityki pieniężnej, odrzucenie kontroli cen i płac jako skutecznego sposobu zwalczania inflacji, zwrócenie uwagi na wysokie koszty zwalczania inflacji, na istnienie opóźnień w polityce pieniężnej, na korzyści płynnych kursów walutowych, a także na problemy z mierzaniem potencjalnej produkcji i luki produkcyjnej oraz na zaburzenia w strukturze cen względnych spowodowanych przez inflację, która powoduje koszty w postaci obniżenia produkcji oraz wzrostu bezrobocia, przyczynienie się do dyskusji: reguły kontra działania dyskrecjonalne, zwrócenie uwagi na współzależności polityki pieniężnej i polityki fiskalnej, dowodzenie wpływu polityki pieniężnej na zmienne realne w krótkim okresie oraz brak tego wpływu w długim okresie, przyczynienie się do dyskusji nad

---

<sup>9</sup> “Time” użył stwierdzenia Friedmana: “Wszyscy jesteśmy keynesistami”. Friedman w liście do redakcji magazynu „Time” sprostował, że jego oryginalne stwierdzenie brzmiało: „W jednym sensie wszyscy jesteśmy Keynesistami, w drugim nikt już nie jest Keynesistą”. Podkreślił przy tym, że drugi człon tego stwierdzenia jest równie ważny jak pierwszy.

[www.time.com/time/magazine/article/0,9171,898916-2,00.html](http://www.time.com/time/magazine/article/0,9171,898916-2,00.html), 11/12/2010.

mechanizmem transmisji polityki pieniężnej oraz nad znaczeniem pieniądza w gospodarce, zwrócenie uwagi na doniosłą rolę praw własności, wolności oraz stabilnej sytuacji makroekonomicznej dla długookresowego rozwoju gospodarki kapitalistycznej. Także zdaniem samego Friedmana wpływ monetaryzmu jest bardzo silny we współczesnym świecie. Znajduje on swoje odzwierciedlenie nie tylko w sposobach działania banków centralnych, ale także we wkomponowaniu niektórych, typowo monetarystycznych postulatów do nowej ekonomii keynesowskiej (Friedman, 2003).

Niewątpliwie wiele zaleceń Friedmana znalazło swoje odzwierciedlenie we współczesnej polityce pieniężnej. Nie wolno jednak zapomnieć, że bezpośrednia kontrola podaży pieniądza oraz sztywne reguły w polityce pieniężnej zostały powszechnie odrzucone, także przez samego monetarystę. Nie zmienia to jednak faktu, że wpływ tego ekonomisty na obecne pojmowanie polityki pieniężnej jest znaczny, chociaż nie zawsze ci, którzy otwarcie uważają, że postępują zgodnie z zaleceniami Friedmana, faktycznie się do nich stosują.

### Literatura

- Barro R.J. (2007), Milton Friedman: Perspectives, Particularly on Monetary Policy, *Cato Journal*.
- Bean C. (2013), Global aspects of unconventional monetary policies, Federal Reserve Bank of Kansas City Symposium, Jackson Hole.
- Bech M.L., Klee E. (2010), *The Mechanics of a Graceful Exit: Interest on Reserves and Segmentation in the Federal Funds Market (February 1, 2010)*, FEDS Working Paper No. 07, (SSRN:<http://ssrn.com/abstract=1782039> lub <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1782039>.)
- Beckworth D., Ruger W. (2010), What Would Milton Friedman Say about Fed Policy Under Bernanke? *Investor's Business Daily*, October 20, <http://www.investors.com>.
- Belka M. (1986), *Doktryna ekonomiczno-społeczna Milтона Friedmana*, Państwowe Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa.
- Belka M. (2010), *Teoria ekonomii i współczesne problemy światowej gospodarki*, NBP, Wykład w trakcie seminarium z okazji jubileuszu 30-lecia działalności Instytutu Nauk Ekonomicznych PAN.
- Bernanke B.S. (1983), Nonmonetary Effects of the Financial Crisis in the Propagation of the Great Depression, *American Economic Review*, 73, no. 3, 257–76.
- Bernanke B.S. (2002), *On Milton Friedman's Ninetieth Birthday*, Remarks by Governor Ben S. Bernanke, At the Conference to Honor Milton Friedman,



- University of Chicago, Chicago, Illinois, November 8, <http://www.federalreserve.gov/BOARDDOCS/SPEECHES/2002/20021108/>.
- Bernanke B.S. (2003), *Friedman's Monetary Framework: Some Lessons*, zaprezentowane na konferencji: The Legacy of Milton and Rose Friedman's Free to Choose: Economic Liberalism at the Turn of 21<sup>st</sup> Century, 23-24 października.
- Bernanke B.S. (2012), *Monetary Policy since the Onset of the Crisis*, At the Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Symposium, Jackson Hole, Wyoming, August 31, (<http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20120831a.htm>.)
- Beyer, A. (2009), *A stable model for Euro Area money demand: Revisiting the role of wealth*, Working Paper 1111, European Central Bank.
- Board of Governors press release (2014), January 29, (<http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20140129a.htm>.)
- Borio C., Zhou H. (2007), Capital Regulation, Risk-Taking and Monetary Policy, *Bank for International Settlements Working Paper No. 268*.
- Bruggemann, A., Donati, P., Warne, A. (2003), *Is the demand for euro area M3 stable?*, w: O. Issing (red.), *Background studies for the ECB's evaluation of monetary policy strategy* (s. 245–300). ECB: Frankfurt.
- Brzoza-Brzezina M., Kolasa M., Bayesian Evaluation of DSGE Models with Financial Frictions, *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 45, No. 8.
- Bullock P. (2009), *Bernanke's Philosopher*, <http://reason.com>.
- Chevapatrakul T., Tae-Hwan K., Mizen P., Monetary information and monetary policy decisions: Evidence from the euroarea and the UK, *Journal of Macroeconomics*, Vol. 34 Issue 2, s. 326-341.
- Clarida R., Gali J., Gertler R. (1999), The Science of Monetary Policy: A New Keynesian Perspective, *Journal of Economic Literature*, Vol. XXXVII, 1661–1707.
- Clouse J., Henderson D., Orphanides A., Small D.H., Tinsley P.A. (2003), Monetary Policy When Nominal Short-Term Interest Is Zero, *The B.E. Journal of Macroeconomics*, Vol. 3., Issue 1, September, 1-65.
- Coenen G., Vega J. L. (2001), The demand for M3 in the euro area, *Journal of Applied Econometrics*, 16, 727–748.
- Cour-Thimann P., Winkler B. (2013), The ECB's non-standard monetary policy measures the role of institutional factors and financial structure, ECB Working Paper Series, No. 1528 / April.
- Cœuré B. (2014), *Life below zero: Learning about negative interest rates*, Speech by Benoît Cœuré, Member of the Executive Board of the ECB, Presentation at the annual dinner of the ECB's Money Market Contact Group, Frankfurt am Main, 9 September, (<https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2014/html/sp140909.en.html>.)
- Congdon T. (2010), Has Bernanke broken his promise to Friedman? *Central Banking Journal*, 51-56.
- Darby M.R., Friedman M., Poole W., Lindsey D.E., Bazdarich M.J. (1987), Recent Behavior of the Velocity of Money, *Contemporary Policy Issues*, Vol. 5(1), 1-33.

- De Bondt G.J. (2010), New evidence on the motives for holding euro area money, *The Manchester School* 78, 259–278.
- De Grauwe P., M. Polan (2005), Is Inflation Always and Everywhere a Monetary Phenomenon? *Scandinavian Journal of Economics* 107(2).
- De Santis R.A. (2012), *Quantity theory is alive the role of international portfolio shifts*, Working Paper No. 1435, EBC.
- Dreger C., Wolters J. (2010), M3 money demand and excess liquidity in the euro area, *Public Choice*, 144: 459–472.
- Dusza M. (2005), Kiedy pieniądz umiera... największe inflacje świata, *Bank i Kredyt*, luty.
- Ebenstein L. (2014), The increasingly libertarian Milton Friedman: an ideological profile, *Econ Journal Watch*, 11(1), 81-96.
- Eggertsson G.B., Woodford M. (2003), The Zero Bound on Interest Rates and Optimal Monetary Policy, *Brookings Papers on Economic Activity*, Vol. 34(1), 139-211.
- European Central Bank (2004), *The Monetary Policy of the ECB*, January, Frankfurt: European Central Bank.
- European Central Bank (2011), *The Monetary Policy of the ECB*, Frankfurt: European Central Bank.
- Fawley B.W., Neely C.J. (2013), Four Stories of Quantitative Easing, *Federal Reserve Bank of ST. Louis Review*, January/February, 95(1), pp. 51-88.
- Friedman B. M. (2014), *Has the financial crisis permanently changed the practice of monetary policy? Has it changed the theory of monetary policy?*, NBER Working Paper Series, 20128, NBER.
- Friedman M. (1952), Price, Income, and Monetary Changes in Three Wartime Periods, *The American Economic Review*, Vol. 42(2), 612-25.
- Friedman M. (1953), *Essays in Positive Economics*, Chicago: University of Chicago Press.
- Friedman M. (1956), *The Quantity Theory of Money – A Restatement*, w: M. Friedman (red.), *Studies in the Quantity Theory of Money*, The University of Chicago Press, Chicago.
- Friedman M. (1960), *A Program For Monetary Stability*, Fordham University Press, New York.
- Friedman M. (1962), *Capitalism and Freedom*, University of Chicago Press, Chicago.
- Friedman M. (1966), *What Price Guideposts?*, w: G.P. Shultz, R.Z. Aliber (red.), *Guidelines: Informal Controls and the Market Place*, Chicago: University of Chicago Press. 17–39.
- Friedman M. (1972), Comments on the Critics, *Journal of Political Economy*, Vol. 80(5), 906-950.
- Friedman M. (1973), Facing Inflation, *Challenge*, November-December.
- Friedman M. (1975), *How to Hit the Money Target*, Newsweek, 8 December.
- Friedman M. (1977), Time Perspective in Demand for Money, *Scandinavian Journal of Economics*, Vol. 79(4), 397-416.
- Friedman M. (1982), Monetary Policy: Theory and Practice, *Journal of Money, Credit and Banking*, February, Vol. 14(1), 98-118.

- Friedman M. (1984), *Monetary Policy for the 1980s*, w: J.H. Moore (red.), *To Promote Prosperity: U.S. Domestic Policy in the Mid-1980s*, Stanford, CA: Hoover Institution Press, 23-60.
- Friedman M. (1988), The Fed Has No Clothes, *Wall Street Journal*, Apr 15, 1.
- Friedman M. (1994), *Intrygujący pieniądz: z historii systemów monetarnych*, Wydawnictwo Łódzkie, Łódź.
- Friedman M. (1995a), *Best of Both Worlds* [interview by Brian Doherty], *Reason*, June.
- Friedman M. (1995b), Budget cutting: A lot of gain, little pain, *Wall Street Journal* (Eastern edition), New York, N.Y.: Jun15.
- Friedman M. (1997a), If Only the U.S. Were as Free As Hong Kong, *Wall Street Journal*, eastern edition, New York, N.Y.: July 8, A8.
- Friedman M. (1997b), Rx for Japan: Back to the Future, *Wall Street Journal*, eastern edition, New York, N.Y.: Dec 17, A8.
- Friedman M. (2003), The Fed's Thermostat, *Wall Street Journal*, eastern edition, New York, N.Y.: Aug 19, A8.
- Friedman M. (2004a), Reflections On A Monetary History, *Cato Journal*, Vol. 23, No. 3, Winter.
- Friedman M. (2004b), The Battle's Half Won, *Wall Street Journal*, eastern edition, New York, N.Y.: Sep 12, A8.
- Friedman M. (2005), *A Natural Experiment in Monetary Policy Covering Three Episodes of Growth and Decline in the Economy and the Stock Market*, *Journal of Economic Perspectives*, v. 19, n. 4, 145–150.
- Friedman M. (2006a), Hong Kong Wrong, *Wall Street Journal*, 10/06.
- Friedman M. (2006b), The Greenspan Story: 'He Has Set a Standard', *Wall Street Journal* (Eastern edition), New York, N.Y.
- Friedman M. (2006c), Why Money Matters, *Wall Street Journal*, 11/17.
- Friedman M., Friedman R. (1994), *Wolny Wybór*, Wydawnictwo Panta, Sosnowiec.
- Friedman M., Schwartz A.J. (1971), *A Monetary History of the United States 1867-1960*, Princeton University Press, Princeton.
- Gerali A., Neri S., Sessa L., Signoretti F., Credit and banking in a DSGE model of the euro area, Temi di discussione (Economic working papers), no. 740.
- Gertler M., Karadi P. (2011), A Model of Unconventional Monetary Policy, *Journal of Monetary Economics*, Vol. 58(1), 17-34.
- Giannone D., Lenza M., Pill H., Reichlin L. (2011), Non-standard monetary policy measures and monetary developments, ECB Working Paper Series No 1290 / January.
- Gilchrist, S., Zakrajšek E. (2010), *Monetary Policy and Credit Supply Shocks*, Manuscript, Federal Reserve Board, October; presented at the Eleventh Jacques Pollack Annual Research Conference on "Macroeconomic and Financial Policies after the Crisis," November.
- Goodhart C.A.E. (1973), "Dyskusja nad artykułem W.D. Nordhousa i H.C. Wallicha: *Alternatives for Debt Management*, w: Federal Reserve Bank of Boston, *Issues in Federal Debt Management: Proceedings of a Conference*

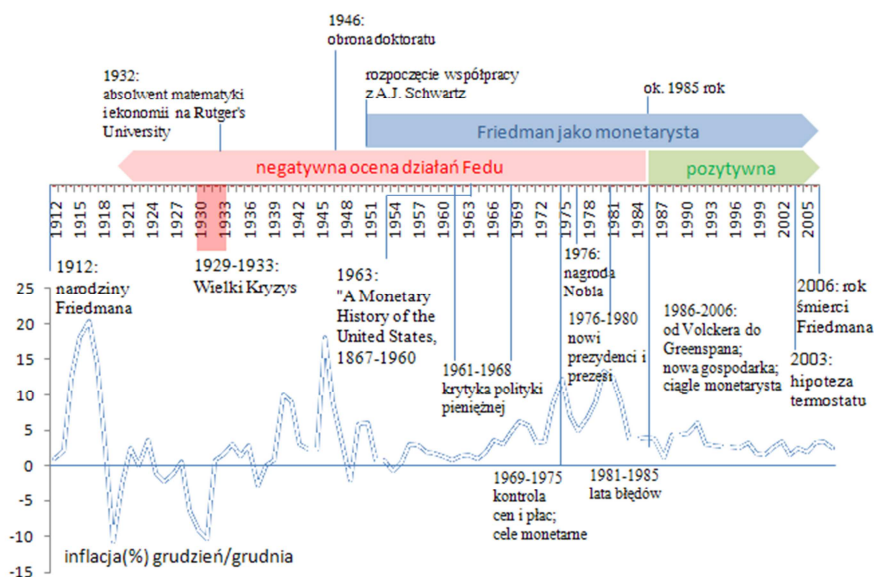
- Held at Melvin Village, New Hampshire, June*, Boston: Federal Reserve Bank of Boston, 26-30.
- Greiber, C., Lemke, W. (2005), *Money demand and macroeconomic uncertainty*, Deutsche Bundesbank Discussion Paper 26/05, Frankfurt: Deutsche Bundesbank.
- Hall S. G., Swamy P. A. V. B., Tavlas G. S. (2012), Milton Friedman, the demand for money and the ECB's monetary policy strategy, *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, May/June 2012, 153-186.
- Hammond J. D. (1996), *Theory and Measurement: Causality Issues in Milton Friedman's Monetary Economics*, Cambridge, UK: Cambridge University Press.
- Hetzel R.L. (1985), The Rules Versus Discretion Debate Over Monetary Policy in the 1920s, *Federal Reserve Bank Of Richmond Economic Review*.
- Hetzel R.L. (2009), Monetary Policy in the 2008–2009 Recession, *Federal Reserve Bank of Richmond Economic Quarterly*, 95 (Spring), 201–33.
- Hummel J.R. (2011), Ben Bernanke versus Milton Friedman, The Federal Reserve's Emergence as the U.S. Economy's Central Planner, *The Independent Review*, v. 15, n. 4, 485-518.
- Jablecki J. (2010), "Show me the money" – or how the institutional aspects of monetary policy implementation render money supply endogenous, *Bank i Kredyt*, 41(3).
- Keegan W. (2003), So Now Friedman Says He Was Wrong, *The Observer*, June 22, 2003, *Business* section, p. 7.
- Krugman P. (2007), Who Was Milton Friedman?, *New York Review of Books* 54 (2), 15. February, 27-30.
- London S. (2003), Lunch with the FT – Milton Friedman: The Long View, *Financial Times*, Issue No. 7, June 7, 12-13.
- Łyziak T., Przystupa J., Sznajderska A., Wróbel E. (2012), *Money in monetary Policy Information variable? Channel of monetary transmission? What is its role in Poland?*, National Bank of Poland Working Paper No. 135.
- Markets and Government: The Next 30 Years, 15 listopada 2012 r.. Washington, D.C.
- McLeay M., Radia A., Thomas R. (2014), Money creation in the modern economy, *Quarterly Bulletin*, Q1 2014, Bank of England.
- Meyer H. (2001), *Does Money Matter?* Remarks by Governor Laurence H. Meyer, The 2001 Homer Jones Memorial Lecture, Washington University, St. Louis, Missouri, March 28.
- Mishkin F.S. (2000), *From Monetary Targeting to Inflation Targeting: Lessons from the Industrialized Countries*, Bank of Mexico Conference: "Stabilization and Monetary Policy: The International Experience", January.
- Mishkin F.S. (2011), *Monetary Policy Strategy: Lessons From The Crisis*, Nber Working Paper Series, Working Paper 16755.
- Nelson E. (2006), Goodbye to M3, *Monetary Trends*, Federal Reserve Bank of St. Louis, Apr.
- Nelson E. (2007), Milton Friedman and U.S. Monetary History: 1961-2006, *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, 89(3), 153-82.

- Nelson E. (2013), Friedman's monetary economics in practice, *Journal of International Money and Finance*, 38, 59-83.
- Niggel C.J. (1990), The Evolution of Money, Financial Institutions and Monetary Economics, *Journal of Economic Issues*, vol. XXIV, No. 2, June.
- Oliver T. (2009), Fed Didn't Save the Economy, *Atlanta Journal-Constitution*, August 22.
- Rajan R. (2013), *A Step in the Dark: Unconventional Monetary Policy After The Crisis*, Andrew Crockett Memorial Lecture in Basel.
- Rzońca A. (2014), *Kryzys Banków Centralnych – Skutki Stopy Procentowej Bliskiej Zera*, Warszawa: C.H.Beck.
- Sargent, T. and Surico, P. (2011), Two illustrations of the quantity theory of money: Breakdowns and revivals, *The American Economic Review* 101: 113-132.
- Schwartz A.J. (2008a), Monetary Policy and the Legacy of Milton Friedman, *Cato Journal*, Vol. 28, Iss. 2, Washington, 255-262.
- Schwartz A.J. (2008b), Bernanke Is Fighting the Last War, *Wall Street Journal*, 2008.
- Schwartz A.J., Nelson E. (2007), Who Was Milton Friedman? A Response, *New York Review of Books*, 54(5), pp. 48-50, March 29.
- Snowdon B., Vane H., (1995), *New-Keynesian Economics Today: The Empire Strikes Back*, *The American Economist*, nr 1.
- Stauffer R.F. (2010), Krugman versus Friedman: Monetary Policy, 1929-1933, A Note, *American Economist*, Vol. 54, Iss. 1; pg. 132, Los Angeles: Spring.
- Stavrev E., Berger H., The information content of money in forecasting euro area inflation, *Applied Economics*, Vol. 44 Issue 31, s. 4055-4072.
- Sumner S. (2015), What would Milton Friedman have thought of the Great Recession?, *American Journal of Economics and Sociology*, 74(2), 209-235.
- Taylor J. B. (2009), The Need to Return to a Monetary Framework, *Business Economics*, vol. 44, No. 2, National Association for Business Economics.
- Taylor J. B. (2012), *Monetary policy during the past 30 years with Lessons for the next 30 years*, wystąpienie podczas Cato Institute's 30th Annual Monetary Conference on Money.
- Taylor J. B., Williams J.C. (2010), Simple and Robust Rules for Monetary Policy, *Federal Reserve Bank Of San Francisco Working Paper*, April.
- Teles P., H. Uhlig (2013), *Is Quantity Theory Still Alive?* Working Paper no 1605, ECB.
- Tobin J. (1981), The monetarist counter-revolution today - an appraisal, *Economic Journal*, March, 29-42.
- Walsh C.E. (2009), Using Monetary Policy to Stabilize Economic Activity, Federal Reserve Bank of Kansas City, *Financial Stability and Macroeconomic Policy*, Kansas City, MO: Federal Reserve Bank of Kansas City, 245-296.
- White W.R. (2013), Ultra Easy Monetary Policy And The Law Of Unintended Consequences, *Real-world Economics Review*, No. 63, 19-56.
- Wojtyła A. (2000), *Ewolucja keynesizmu a główny nurt ekonomii*, PWN, Warszawa.

- Woodford M. (2008), How Important is Money in the Conduct of Monetary Policy?, *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 40, No. 8, December.
- Yellen J.L. (2008), The U.S. Economic Situation and the Challenges for Monetary Policy, *Federal Reserve Bank of San Francisco Economic Letter*, no. 2008-28-29 (September 19), 1–5.
- Yellen J.L. (2010), Macroprudential Supervision and Monetary Policy in the Post-crisis World, *Business Economics*, Vol. 46, No. 1, 3-12.

## Aneks, tabele i rysunki

Rysunek 1. Historia najważniejszych zdarzeń życiowych i poglądów Milтона Friedmana oraz inflacja mierzona wskaźnikiem CPI w procentach, grudzień do grudnia, dla Stanów Zjednoczonych



uwaga: negatywna/pozytywna ocena działań Fed dotyczy działań bieżących

Źródło: Opracowanie własne na podstawie U.S. Department of Labor, Bureau of Labor Statistics, Nelson (2007), Schwartz (2008), Belka (1986).

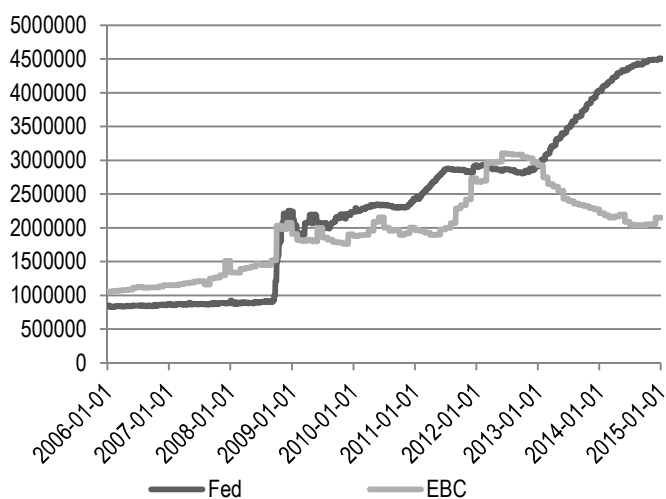
Tabela 1. Wybrane poglądy M. Friedmana z perspektywy czasu

	Cecha	Okres przed powołaniem A. Greenspana na szefa Systemu Rezerwy Federalnej USA	Lata późniejsze
niezmienne	Egzogeniczność/endogeniczność pieniądza w długim okresie	Egzogeniczność	Egzogeniczność
	Stabilność popytu na pieniądź w długim okresie	Tak	Tak
	Możliwość kształtowania dowolnego agregatu pieniądza w długim okresie	Tak	Tak
	Równanie ilościowe stanowi	Dobry termostat działań	Dobry termostat działań
	Inflacja jest zawsze i wszędzie w długim okresie zjawiskiem pieniężnym	Tak	Tak
	Kluczowe znaczenie niezależnej polityki pieniężnej	Tak	Tak
	Nieskuteczność działań administracyjnych w zwalczaniu inflacji	Tak	Tak
	Konieczność rozróżnienia zmian nominalnych i realnych	Tak	Tak
zmienne	Egzogeniczność/endogeniczność pieniądza w krótkim okresie	Egzogeniczność	Silna endogeniczność
	Stabilność popytu na pieniądź w krótkim okresie	Tak	Nie
	Możliwość kształtowania dowolnego agregatu pieniądza w krótkim okresie	Tak	Nie
	Reguły kontra działania dyskrecyjne	Reguły	Działania dyskrecyjne pod rządami A.

			Greenspana
	Skuteczność reguły k%	Wysoka – zapewniająca stabilny system pieniężny i stabilną, przewidywalną inflację	Lepsze rezultaty osiągane w wyniku działań dyskrecjonalnych, wiara w satysfakcjonujące (jednak nieoptymalne) rezultaty reguły k% przy odpowiednim jej zastosowaniu
	Ocena działań Fedu	Wysoce krytyczna	Wysoce pozytywna

Źródło: opracowanie własne

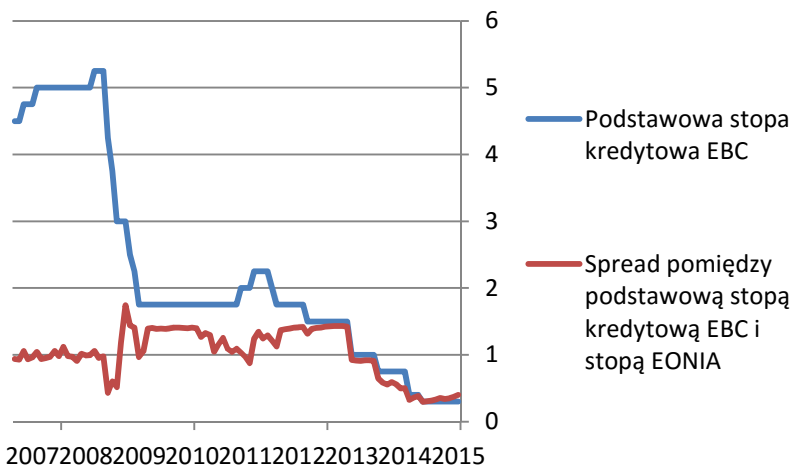
Wykres 1. Sumy bilansowe Systemu Rezerwy Federalnej (Fed) i Europejskiego Banku Centralnego (EBC) w okresie od 1 stycznia 2006 roku do 1 stycznia 2015 roku



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Fed i EBC

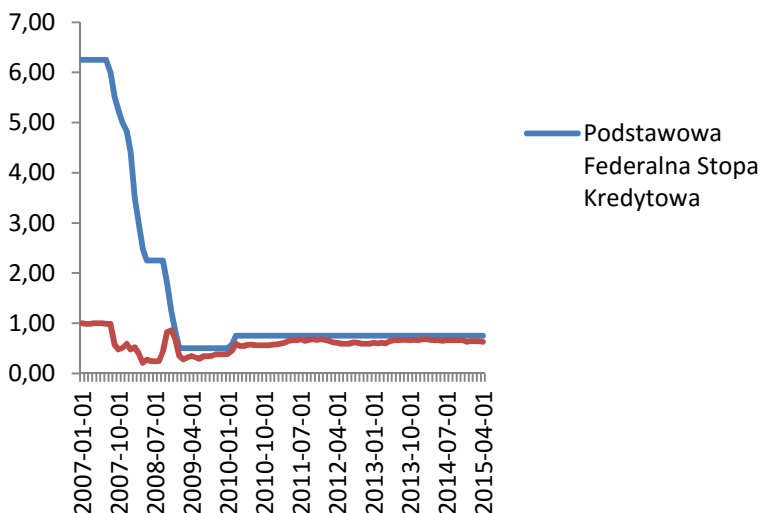


Wykres 2. Podstawowa stopa kredytowa EBC (oprocentowanie kredytu na koniec dnia, ang. marginal lending facility) oraz spread pomiędzy tą stopą o stopą EONIA w latach 2007-2015.



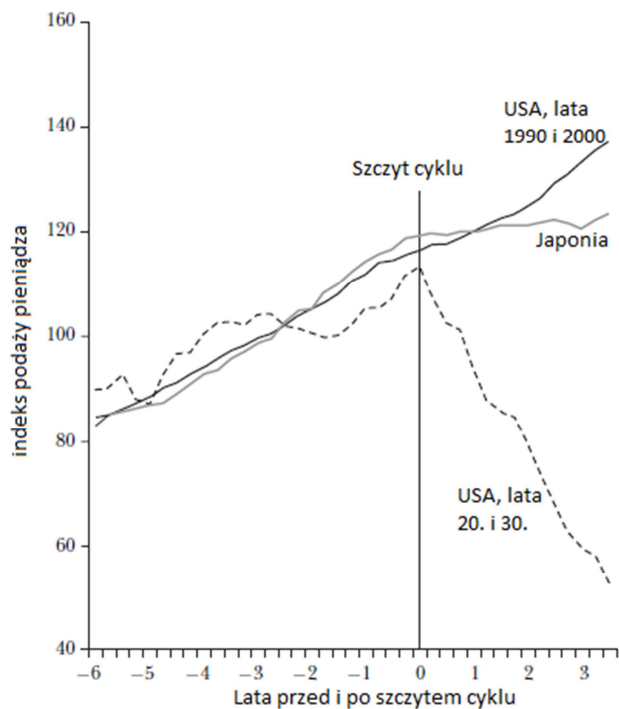
Źródło: opracowanie własne na podstawie danych EBC

Wykres 3. Podstawowa Federalna Stopa Kredytowa i spread pomiędzy tą stopą a Efektywną Federalną Stopą Overnight na rynku międzybankowym w latach 2007-2015.



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Board of Governors of the Federal Reserve System (US), retrieved from FRED, Federal Reserve Bank of St. Louis [https://research.stlouisfed.org/fred2/series/DPC REDIT/](https://research.stlouisfed.org/fred2/series/DPC%20REDIT/), May 17, 2015.

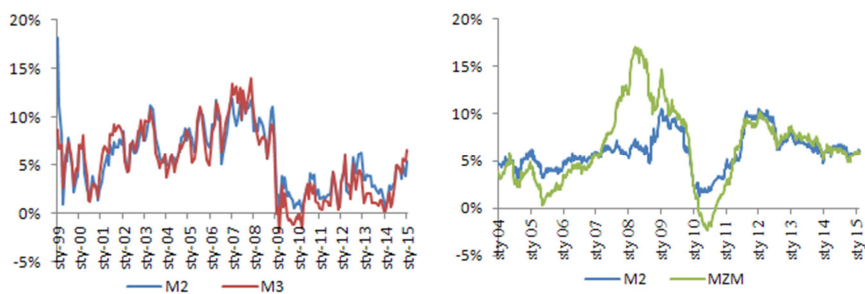
Wykres 4. Zachowanie się podaży pieniądza w wybranych trzech epizodach



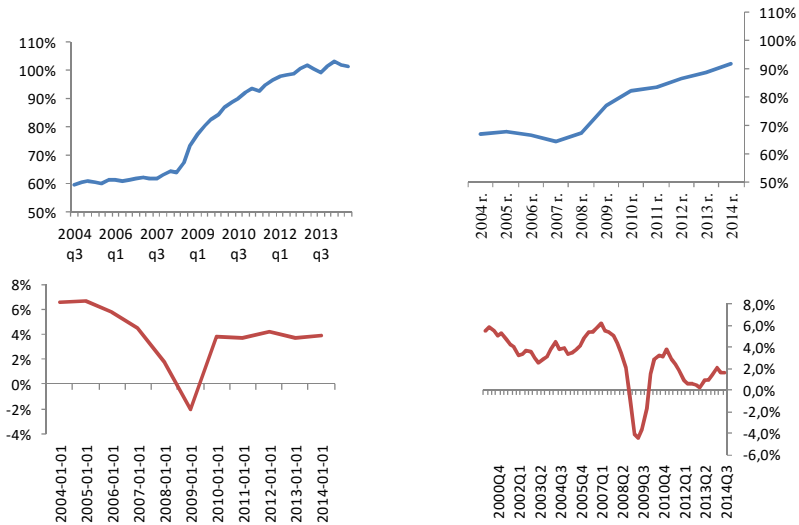
Źródło: Friedman (2005)

Wykres 5. Stopy zmian podaży pieniądza w USA (M2 i Money Zero Maturity) i strefie Euro (M2 i M3)

Źródło: opracowanie własne na podstawie ECB, FED.

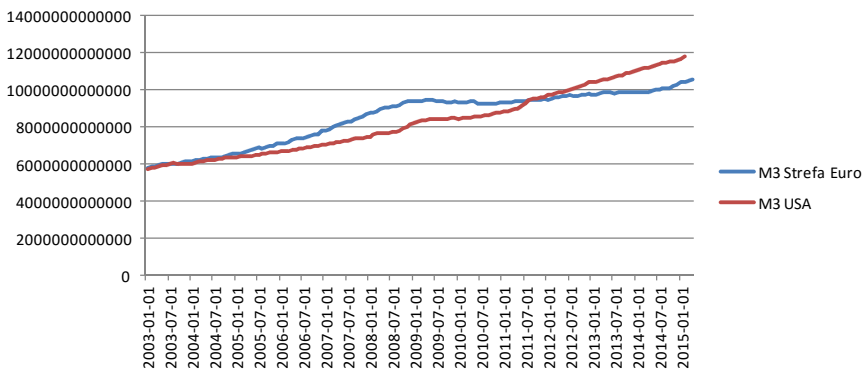


Wykres 6. Wskaźnik długu publicznego do PKB (kolor niebieski) oraz stopy wzrostu PKB (kolor czerwony) w Stanach Zjednoczonych i w strefie euro



Źródło: opracowanie własne na podstawie Eurostat i Fed

Wykres 7. Podaż pieniądza M3 w Stanach Zjednoczonych (USD) i w strefie euro (EUR), dane kwartalne



Źródło: International Monetary Fund, M3 for Euro Area© [MYAGM3EZM196N], retrieved from FRED, Federal Reserve Bank of St. Louis <https://research.stlouisfed.org/fred2/series/MYAGM3EZM196N/>, August 26, 2015. Organization for Economic Co-operation and Development, M3 for the United States© [MABMM301USM189S], retrieved from FRED, Federal Reserve Bank of St. Louis

<https://research.stlouisfed.org/fred2/series/MABMM301USM189S/>, August 26, 2015.