

MACIEJ RYCZKOWSKI\*

---

## **Ewolucja poglądów Milтона Friedmana a polityka pieniężna Fed i EBC w okresie kryzysu finansowego**

### **Wstęp**

Książka *A Monetary History of the United States* (Friedman, Schwartz 1971) dotyczyła okresu od 1867 r. do 1960 r. Głównym jej celem było zrehabilitowanie ilościowej teorii pieniądza oraz dostarczenie dowodów na monetarny charakter przyczyn Wielkiego Kryzysu. Od stulecia poddanego wyczerpującej analizie minęło jednak z górą pół wieku. Wraz z przemianami rynków finansowych i zmieniającym się kształtem polityki pieniężnej, zmieniło się wiele kluczowych poglądów noblisty. 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 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 uzupełnia nieliczną literaturę podsumowującą poglądy Friedmana na temat najnowszych osiągnięć w polityce pieniężnej. W artykule przedstawiono zmiany jego przekonań dotyczących roli pieniądza i polityki pieniężnej, jakie się dokonały w ostatnich latach jego życia.

Znajomość pierwotnych poglądów Milтона Friedmana w porównaniu z poglądami z późniejszego okresu jego życia pozwala lepiej zrozumieć przesłanie tego ekonomisty, a także stanowi ważny punkt wyjścia do próby odpowiedzi na pytanie, jak oceniłby on antykryzysowe działania rządów i banków centralnych w reakcji na kryzys zapoczątkowany w 2007 r. Friedman zawsze był zagorzałym przeciwnikiem interwencjonistycznych koncepcji J.M. Keynesa oraz nieugiętym zwolennikiem wolnego rynku. Wielu zastanawia się zatem, jak ten jeden z najbardziej wpływo-

---

\* Dr Maciej Ryczkowski – Wydział Nauk Ekonomicznych i Zarządzania, Uniwersytet Mikołaja Kopernika w Toruniu; e-mail: [m\\_ryczkowski@umk.pl](mailto:m_ryczkowski@umk.pl)

wych ekonomistów ubiegłego stulecia ocenilby ekspansywne działania podjęte przez rządy i banki centralne w następstwie światowego kryzysu po 2007 r. Pozycja tego ekonomisty w historii myśli ekonomicznej z jednej strony, a specyfika okresu po upadku banku Lehman Brothers z drugiej strony, 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, ponieważ w 2002 r. 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.

## 1. 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 z 1942 r., w którym ekonomista podnosił kwestie przeciwdziałania inflacji bez jakiegokolwiek 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 1950 r. W czasie tym Friedman prowadził już prace nad teorią monetarną w ramach projektu realizowanego dla National Bureau of Economic Research. Pierwsze, wstępne wyniki projektu wskazywały na potencjalne znaczenie pieniądza w generowaniu wahań działalności gospodarczej. Friedman odnosił się jednak do nich dość ostrożnie twierdząc, że jeśli są prawdziwe to „mogą przyczynić się do poprawy stabilności gospodarczej, poprzez ustanowienie kontroli ilości środka wymiany w obiegu” (cyt. za: Hammond 1996, s. 63). Z kolei już w latach 1952–1954 Friedman bezsprzecznie i dobitnie zwracał uwagę 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 r. 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 r., 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, przesuającym się stopniowo w kierunku poglądów libertariańskich. Rosnący dystans Friedmana do ekonomii akademickiej i jej zaawansowanych technik (por. Friedman 1995a) oraz stanowiące intelektualne wyzwanie dla niego debaty o sprawach politycznych spowodowały, że jego prace 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. 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 była przedstawiana 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. 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 1950 r. można wyróżnić za Edwardem Nelsonem pięć charakterystycznych okresów życia Friedmana. W latach 1961–1968 (faza I) Friedman często krytykował prowadzoną w USA politykę pieniężną. Wierzył wówczas, że stała zasada wzrostu podaży pieniądza stanowi skuteczny sposób postępowania. Działania dyskrejonalne 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 1975 r. wprowadzono postulowaną przez niego 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 pożądanych zmian w polityce pieniężnej (zob. Friedman 1984, za: Nelson 2007, Friedman 1975, 2007<sup>1</sup>). W latach 1976–1980 Friedman nadal negatywnie oceniał działania Systemu Rezerwy Federalnej. Zasadność tej krytyki została potwierdzo-

---

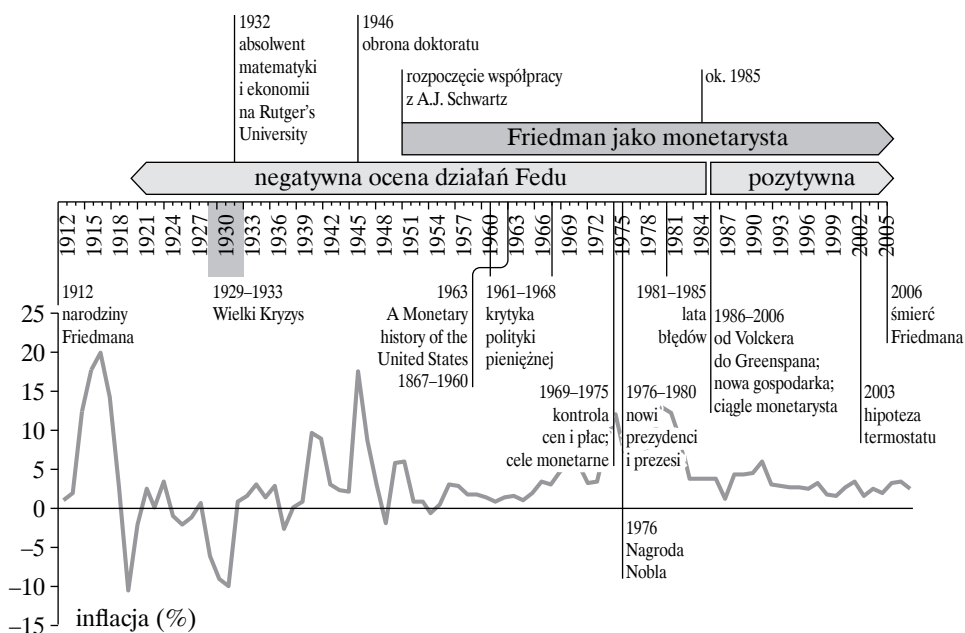
<sup>1</sup> Krytyka dotyczyła znacznych rozbieżności pomiędzy rzeczywistym zachowaniem się agregatów M1 i M2 a przyjętymi przez Fed celami monetarnymi oraz nieprzewidywalnego zachowania tych agregatów, które na przemian rosły szybciej lub wolniej, niż wynikało to z przyjętych założeń (por. Mishkin 2000). Za przyczynę takiego stanu rzeczy Friedman uważał wykorzystywanie 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 bank centralny zdecydował się oddziaływać na ilość pieniądza rezerwowego dostępnego systemowi bankowemu.

na pojawieniu 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, zmiany popytu na pieniądz oraz niekonsekwencja Friedmana w doborze do badań odpowiedniego agregatu pieniężnego spowodowały, że przewidywania co do ponownego wzrostu inflacji nie znalazły potwierdzenia w rzeczywistości. W 1986 r. Friedman zrewidował i uzasadnił swoje niewłaściwe przewidywania i 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).

### Rysunek 1

#### Historia najważniejszych zdarzeń życiowych i poglądów Miltona 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).

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

**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
Zmienione	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 dyskrecjonalne	Reguły	Działania dyskrecjonalne pod rządami A. Greenspana
	Skuteczność reguły k%	Wysoka – zapewniająca stabilny system pieniężny i stabilną, przewidywalną inflację	Lepsze rezultaty osiągnięte w wyniku działań dyskrecjonalnych, wiara w satysfakcjonujące (jednak nieoptymalne) rezultaty reguły k% przy odpowiednim jej zastosowaniu
	Ocena działań Fedu	Wysoce krytyczna	Wysoce pozytywna

Jedną z najważniejszych zmian poglądów Friedmana dotyczyła ocena działań Fed (tab. 1). Jeszcze w 1988 r. pisał, że żadna inna, główna instytucja w Stanach Zjednoczonych nie osiągała tak słabych rezultatów swoich działań jak System Rezerwy Federalnej (Friedman 1988). Jednak później opinia ta zmieniła się radykalnie. Friedman uznał, że od około połowy lat 80. XX. w. rezultaty polityki pieniężnej nie byłyby tak zadowalające, gdyby zamiast dyskrejonalnych działań Fedu posługiwano się prostymi regułami kontroli podaży pieniądza. Zdaniem monetarysty jego wcześniejsza, negatywna ocena działań Fed wynikała z historycznych dowodów i analiz. Jeszcze za urzędowania Paula Volckera uważał, że polityka pieniężna była niewłaściwa, ponieważ charakteryzowała się zbytnią nieregularnością i zmiennością. 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 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 można wymienić chociażby Wielką Brytanię i strefę euro. Zdaniem Friedmana efekty 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 wzmocniają (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 endogeniczność pieniądza stanowi rezultat przekształceń na rynkach finansowych, ich deregulacji, a także nowych standardów prowadzenia polityki pieniężnej. Wielu autorów potwierdza, że w przeszłości pieniądz był w znacznym stopniu egzogeniczny (zob. np. Niggle 1990; Jabłecki 2010). Zmianę zależności pomiędzy krótkookresowymi zmianami ilości pieniądza oraz 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 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. Friedman do końca wierzył, że banki centralne mogłyby kontrolować stopę zmian dowolnego wybranego przez siebie agregatu, chociaż wydaje się, że 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 że rola pieniądza we współczesnej polityce pieniężnej została silnie zdeprecjonowana, wiara w możliwość długookresowej kontroli podaży pieniądza 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).

Naturalną konsekwencją uznania skuteczności działań niezależnych banków centralnych oraz wysokiej krótkookresowej endogeniczności pieniądza była kolejna znacząca zmiana poglądów Friedman dotycząca burzliwej debaty: „reguły czy działania dyskrecjonalne?”. Debata ta pojawiła się wraz powstaniem bankowości centralnej już w XIX w. (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., Friedman 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, lecz także w praktyce przynosić wysoce satysfakcjonujące rezultaty. Friedman zapewniał, że zgadzał się z Greenspanem generalnie we wszystkich kwestiach dotyczących teorii i polityki. Jedynym wyjątkiem był wybór między regułami oraz dyskrecjonalnością władz monetarnych. Greenspan, pięciokrotny prezes Systemu Rezerwy Federalnej, przez wielu uważany za autorytet w dziedzinie ekonomii i polityki monetarnej, zawsze twierdził, że uznaniowość jest lepszym i wręcz niezbędnym rozwiązaniem (Friedman 2006b). Przyznanie w tej kwestii racji Greenspanowi znalazło odzwierciedlenie w „hipotezie termostatu” (Friedman 2003). 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 r. Fed podczas prezesury A. Greenspana kontrolował podaż pieniądza.

dza, uwzględniając nie tylko zmiany wielkości produkcji, ale także szybkości obiegu pieniądza, co przełożyło się na sukcesy w zwalczaniu inflacji (Friedman 2003). Pojawienie się silnych wahań szybkości obiegu pieniądza, zwłaszcza po 1990 r., 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. Williamsa (2010) problem, który w przeszłości miał do rozwiązania Friedman, był znacznie szerszy aniżeli szablonowe 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 nalegałby na to jak kiedyś” (London 2003). Działania dyskrecjonalne przyniosły, zdaniem monetarysty, lepsze rezultaty niż te, które byłyby w stanie zagwarantować prosta reguła pieniężna. Stwierdzenie to nie stanowiło, zdaniem E. Nelsona, przełomu w podejściu Friedmana. Friedman wielokrotnie podkreślał bowiem, że nie był zadowolony ze sposobu, w jaki kontrola podaży pieniądza została wdrożona w praktyce. Fed często zmieniał cele monetarne i agregaty pieniądza, za pomocą których ustalał cele, 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). 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 ujarzmienia. Banki centralne, które przyjęły tę strategię oraz te, które tego nie zrobiły, odznaczały się według niego podobnymi wynikami w zapewnianiu stabilnych cen. Sukcesy w kontrolowaniu inflacji należy przypisać ustanowieniu jej kontroli jako podstawowego celu działania władz monetarnych. 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 przypisał wyżej wspomniane porażki trzem głównym czynnikom. Wymienił wśród nich: traktowanie inflacji jako zjawiska wynikającego głównie ze 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 dyskrejonalnej polityki pieniężnej niż stałej reguły wzrostu podaży pieniądza jako porzucenie monetaryzmu. Znalazło to odzwierciedlenie w artykule Keegana (2003) pod wymownym tytułem „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, odseparowana od kontekstu wypowiedzi monetarysty. Friedman sprzeciwił się jej i dał temu wyraz w artykułach, które napisał w riposte na tak formułowane zarzuty (Friedman 2003, 2006b, 2006c). 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] (...). Jednakże nadal wierzę, tak jak wierzyłem kiedyś, że stała reguła wzrostu podaży pieniądza mogłaby nadal dostarczać wysoce satysfakcjonujących rezultatów”. Zdaniem Nelsona zarzuty stawiane Friedmanowi, jakoby porzucił monetaryzm, były w związku z tym nadinterpretacją. Friedman do końca życia pozostał monetarystą.

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 Krugmana wzbudził wiele kontrowersji i doczekał się fali krytyki: Stauffer (2010), Schwartz i Nelson (2007) oraz 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 agrega-

tów był wyborem taktycznym, a nie sprawą o strategicznym znaczeniu – twierdzi Schwartz. Przeciwno posługiwaniu się stopami procentowymi jako narzędziami polityki pieniężnej przemawiało doświadczenie historyczne do 1970 r. Zwrot po 1970 r. w wielu krajach w kierunku stabilizacyjnych działań za pomocą stóp procentowych nie był przypadkiem i wynikał z akceptacji monetarystycznych propozycji – uważa autorka. 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 i in. 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 pieniądza a nominalnym PKB. Zdefiniowanie pieniądza stało się trudnym wyzwaniem (Schwartz 2008a).

Podsumowując, do najważniejszych zmian poglądów Friedmana należy zaliczyć: uznanie działań dyskrejonalnych jako możliwych do skutecznego stosowania w praktyce, pozytywną ocenę wydaną Systemowi Rezerwy Federalnej po 1985 r., 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 (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. Choroba ta, niepowstrzymana w porę, może zniszczyć społeczeństwo (Friedman M. i R. 1994, s. 253). W celu wykazania destrukcyjnego potencjału inflacji Friedman wspierał się przykładami z historii. 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 (tamże, s. 66). W warunkach hiperinflacji wojsko przejęło władzę w Chile w 1973 r. oraz w Argentynie w 1976 r. Również w Brazylii w 1954 r. podczas hiperinflacji doszło do rządów wojskowych (tamże, s. 243). Monetarysta powoływał się także na innych myślicieli. Psucie pieniądza według Irvinga Fishera „było przekleństwem dla państwa i narodu”, natomiast według Keynesa nie ma pewniejszej i bardziej okrutnej metody obalenia podstaw egzystencji społeczeństwa. Friedman zawsze ostrzegał przed wykorzystywaniem polityki pieniężnej do osiągania wyników, któ-

rych nie jest ona w stanie długoterminowo dostarczyć. Jego zdaniem, gdy tylko następowало oderwanie pieniądza od wartości wytworzonego produktu, ludzka nierozwaga lub chciwość doprowadzały prędzej czy później do psucia pieniądza i znacznych strat (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 miałoby taką moc przewidywania jak ten prosty truizm”. Ignorowanie roli pieniądza w kształtowaniu inflacji wpływowy 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 i in. 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 Friedman głosił przez całe życie i nigdy ich nie zarzucił. W sytuacji pieniądza towarowego, kruszcowego lub także powiązanego z różnymi dobrami jego podaż podlegała pewnej kontroli. Wzrost podaży pieniądza był zatrzymywany przez granice fizycznych możliwości wytworzenia dóbr służących za pieniądz lub stanowiących jego pokrycie. Współcześnie takie ograniczenia nie występują. Według Friedmana krokiem milowym w historii pieniądza był 1971 r. Wtedy to prezydent Stanów Zjednoczonych Richard Nixon zawiesił formalną, legislacyjną wymienialność dolara na złoto. Od tego momentu siła nabywcza pieniądza jest oparta wyłącznie na autoryzacji i usankcjonowaniu ze strony rządu. W standardzie pieniądza fiducjarnego to państwo nadaje jednostce pieniężnej moc prawną zwalniania od zobowiązań, zapewnia jej możliwość pośredniczenia w obrotach 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.

## 2. Polityka pieniężna Fed i EBC po wybuchu kryzysu finansowego

W następstwie światowego kryzysu, którego początki sięgają 2007 r., 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. W 2014 r. suma bilansowa Systemu Rezerwy Federalnej powiększyła się do 4,5 bilionów USD. Oznaczało to ponad czterokrotny wzrost w stosunku do 2006 r.

Zastosowanie polityki luzowania ilościowego (*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. 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 Stanach 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. Z powodu znacznych obniżek stóp procentowych banki centralne stały się niezdolne do oddziaływania za ich pomocą na ilość pieniądza w gospodarce. Dlatego w celu jej zwiększenia podjęły się zakupy na rynkach aktywów. Zgodnie z mechanizmem przedstawionym przez McLeay i in. (2014) luzowanie ilościowe początkowo zwiększa liczbę i wielkość depozytów instytucji finansowych w miejsce sprzedawanych przez nie aktywów. Następnie instytucje finansowe, 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, Neely 2013).

W tym celu Fed przeprowadził trzy programy skupu aktywów w latach 2008–2014. Ostatni program (QE3) wygasł we wrześniu 2014 r., mając w swoich założeniach podnieść miesięcznie posiadane przez Federalny Komitet ds. Operacji Otwartego Rynku długookresowe papiery wartościowe przeciętnie o 65–85 mld USD (por. Board of Governors 2014). Rozmiary wcześniejszych programów luzowania ilościowego również były znaczne. W marcu 2009 r. Federalny Komitet ds. Operacji Otwartego Rynku ogłosił, że w ramach QE1 zakupi papiery wartościowe zabezpieczone aktywami MBS (*mortgage-*

-backed security) będące własnością sponsorowanych przez rząd agencji do wysokości 1,25 biliona USD, do 200 mld USD przeznaczy na długi tych agencji i do 300 mld USD wyda na długookresowe obligacje skarbu państwa. Z kolei w ramach QE2 do połowy 2011 r. zakupiono długookresowe obligacje skarbu państwa na kwotę 600 mld USD oraz ustanowiono specjalny program MEP (*Maturity Extension Program*), w którym dokonano dalszych zakupów obligacji i jednoczesnej 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 Programs*), z których największy o wartości prawie 80 mld EUR został uruchomiony 20 września 2014 r. Oprócz tego wdrożono takie programy jak SMP (*Securities Markets Program*) w maju 2010 r. (wygaszony w czerwcu 2014 r.), ABSSP (*Asset-Backed Securities Purchase Program*) 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 EBC był bardziej rozłożony w czasie i mimo znacznych rozmiarów po 2013 r. zaczęła zarysowywać się wyraźna różnica pomiędzy jego sumą bilansową a sumą bilansową Fed, stosującego bardziej ekspansywną politykę luzowania ilościowego.

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 r. ustalono, że polityka taka będzie utrzymywać się przez przedłużony okres, który nie został jednak zdefiniowany. Fed był w tym zakresie zdecydowanie bardziej precyzyjny. Ustalono, że podstawowa stopa procentowa od września 2014 r. wynosić będzie od 0 do ¼% tak długo, jak przewidywana inflacja będzie się znajdować poniżej 2% (wartość tę przyjęto za długookresowy cel inflacyjny) i tak długo, jak oczekiwania inflacyjne pozostaną nisko zakotwiczone<sup>4</sup>.

Dodatkowo postanowiono zwiększyć wysokość zabezpieczenia depozytów zarówno w Stanach Zjednoczonych, jak i w Unii Europejskiej. W Stanach Zjednoczonych zwiększono kwotę zabezpieczenia pojedynczego deponenta w każdym banku do wysokości 250 tys. USD<sup>5</sup>. Gwarancjami objęto także niektóre inne rodzaje pasywów banków komercyjnych i uruchomiono w tym celu specjalny pro-

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

<sup>4</sup> Fed, [http://www.federalreserve.gov/faqs/money\\_19277.htm](http://www.federalreserve.gov/faqs/money_19277.htm)

<sup>5</sup> The Federal Deposit Insurance Corporation, <https://www.fdic.gov/>

gram: *Temporary Liquidity Guarantee Program* (TLGP) (zob. Gilchrist i Zakrajšek 2010). W Unii Europejskiej od dnia końca 2010 r. wysokość gwarancji w odniesieniu do sumy depozytów każdego z deponentów została ustalona na poziomie 100 tys. EUR. Oznaczało to dość znaczący wzrost ochrony, ponieważ minimalny poziom gwarancji wynosił dotąd 20 tys. EUR, przy czym państwa członkowskie miały możliwość podwyższenia go.

### **3. 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 tego punktu 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 ze względu na wybrane kryteria: 1) czy władze monetarne podjęły na czas wystarczająco ekspansywne działania, 2) czy zastosowane działania (takie jak zmiany podstawowych stóp procentowych, wdrożenie *forward guidance*, programy skupu aktywów, wyższe kwoty zabezpieczenia depozytów, rekapitalizacja banków i oprocentowanie nadwyżkowych rezerw) były zgodne z poglądami Friedmana, 3) czy kształtowanie się podaży pieniądza było spójne z zaleceniami monetarysty, 4) czy wdrożone działania były równoważne z koncepcjami Friedmana dotyczącymi roli kredytu i podaży pieniądza w gospodarce, 5) czy istniała potrzeba dofinansowywania zagrożonych upadkiem instytucji finansowych, 6) czy podjęte działania były zbieżne z rolą, jaką według monetarysty powinien odgrywać bank centralny.

Friedman przekonywał, że władze monetarne w latach 30. XX w. uczyniły zbyt mało oraz podjęły zbyt późne działania, co pozwoliło przekształcić się początkowemu załamaniu gospodarczemu w poważny kryzys. W 2007 r. czołowe banki centralne postanowiły nie przyglądać się beczynnie rozwojowi wypadków. W rezultacie niektórzy bezkrytycznie uznali, że Friedman pochwalałby kroki podjęte przez centralnych bankierów (zob. np. Bullock 2009). Istnieją jednak spore wątpliwości, czy błędy nie zostały powtórzone, a także czy zastosowane działania i osiągnięte efekty były faktycznie tożsame z zaleceniami monetarysty.

Banki centralne w rzeczy samej zadziały w duchu Friedmana, nie pozostając biernymi obserwatorami lub spóźnionymi aktywistami, co mogło stanowić jedną z ważnych przyczyn uniknięcia ponownego załamania gospodarczego na miarę Wielkiego Kryzysu, mimo że początkowa skala problemów w obydwu przypadkach była podobna. Co więcej, obydwie 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 działań podjętych w ramach polityk pieniężnej oraz fiskalnej zarówno produkt krajowy brutto, jak i 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.

Aktywna postawa EBC i Fed w obliczu kryzysu finansowego przejawiała się obniżaniem podstawowych stóp procentowych, 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, mimo 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 podejmowaniem działań mających na celu zagwarantowanie tym instytucjom możliwości sprawnego jej wykonywania (zob. Bernake 1983; Goodhart 1973; Clouse i in. 2003; Gertler, Karadi 2011). Idea *forward guidance* wywodzi się natomiast z nowego keynesowskiego schematu analitycznego i zakłada, że w warunkach dolnej granicy nominalnych stóp procentowych wdrożenie tego narzędzia przyczyni się do zamknięcia luki produkcyjnej (zob. Eggertsson, Woodford 2003; Walsh 2009). 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 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 może czynić je jeszcze mniej wiarygodne. 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, Schwartz 1971), EBC zdecydowanie wolniej je obniżał, obawiając się presji inflacyjnej. W rezultacie różnica pomiędzy podstawową stopą kredytową EBC a stopą EONIA, będącą referencyjną stopą międzybankowych operacji depozytowych typu O/N, zamiast się zmniejszyć – uległa zwiększeniu, co w rażący sposób narusza propozycje Friedmana dotyczące działań antykryzysowych: niekarania banków, które zgłaszają za-

potrzebowanie na płynność. Pomimo tego EBC w lipcu 2011 r. zdecydował się podnieść podstawową stopę kredytową. Podobna sytuacja pojawiła się w 1937 r., kiedy Fed, obawiając się presji inflacyjnej, przedwcześnie podniósł stopy procentowe w sytuacji, gdy ożywienie gospodarcze było zbyt kruche, co przyczyniło się do powrotu recesji. Friedman zdecydowanie skrytykował taki sposób postępowania władz monetarnych (Friedman, Schwartz 1971).

Wśród działań EBC i Fed po 2007 r. 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 r. (Cœuré 2014), podczas gdy Fed w 2008 r. ustalił (Beck, Klee 2010) dodatnie oprocentowanie (0,25%), co według Nelsona (2013) było zgodne z propozycjami monetarysty. Wątpliwości budzi, czy ujemne oprocentowanie nadwyżkowych rezerw wdrożone przez EBC przekłada się na bardziej ekspansywne działania banków komercyjnych (por. np. Rajan 2013); trudno jednak ocenić, jak do tego wątku odniósłby się Friedman.

Wyższe kwoty gwarantowanych depozytów otrzymałyby pełną aprobatę Friedmana. Świadczyć mogą o tym publikacje, w których podkreślał on stabilizujący wpływ wprowadzenia takich gwarancji w latach 30. ubiegłego wieku (Friedman, Schwartz 1971, s. 440–442).

Niemniej jednak pozytywna ocena dotycząca zgodności proponowanych rozwiązań z ogólnymi zaleceniami Friedmana nie doprowadziła do osiągnięcia efektów, które w czasie kryzysu powinna była osiągnąć polityka pieniężna w jego ujęciu, a także nie uchroniła przed wdrażaniem wspomnianych działań w sposób, jakiemu prawdopodobnie by się sprzeciwił.

Friedman uzasadniał, że w przypadku niedoboru płynności, jaki wystąpił podczas Wielkiego Kryzysu, należało rozszerzyć bazę monetarną poprzez przeprowadzenie 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 argumentował, że przynajmniej dla znacznych zmian, to co się dzieje z ilością pieniądza oddziałuje na dochód narodowy oraz na rynek akcji. 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 boomeru 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 przez Bernanke i EBC nie dały rady uchronić gospodarki przed drastycznym spowolnieniem wzrostów podaży



pieniądza szerokich agregatów po 2008 r. O ile początkowe podniesienie się dynamiki podaży pieniądza zwłaszcza w Stanach Zjednoczonych znalazłoby niewątpliwe poparcie w oczach monetarysty, o tyle zarówno w USA, jak i w strefie euro pozwolono wkrótce po wybuchu kryzysu na silne załamanie jej przyrostów. Rezultat taki należy uznać za poważne naruszenie postulatów Friedmana.

Pomimo tego, że sterowanie podażą pieniądza nie jest obecnie dominującym sposobem prowadzenia polityki pieniężnej, to działania wdrożone przez obydwa banki centralne po 2008 r. okazały się niewystarczające, żeby przeważyć negatywny wpływ zanikania ryzykowanych aktywów z bilansów banków komercyjnych na zmniejszanie się tempa kupowania nowych aktywów. Rosnąca niepewność po upadku Lehman Brothers dodatkowo utrudniała większe wzrosty agregatów monetarnych. Przyczyną tego stanu rzeczy było to, że w początkowym okresie Bernanke w znacznej mierze zamiast „wstrzykiwać” płynność, tak jak zalecał Friedman, tylko ją „przekierowywał”. Z jednej strony władze monetarne pożyczały 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 r. baza monetarna wzrosła zaledwie o 2,24%, co było znacznie poniżej rocznej średniej stopy wzrostu tej bazy (7,54%) podczas dziewiętnastu lat prezesury Greenspana, a niemalże cały wzrost znalazł odzwierciedlenie w formie gotówki w obiegu (zob. Hummel 2011; Congdon 2010). Co prawda Bernanke nie zacieśniał polityki pieniężnej aż tak bardzo jak EBC, 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 miałby 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 wierzono, że kanał kredytowy sieje spustoszenie w gospodarce w większym stopniu przez zmiany popytu na pieniądz niż przez zmiany podaży pieniądza (Hetzl 2009). W rezultacie Sumner (2015) oraz Beckworth i Ruger 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 stwierdził, że pieniądz nie odgrywa już żadnej roli w prowadzeniu polityki pieniężnej w Stanach Zjednoczonych, a Bernanke w swoich publikacjach często ak-

centował większą rolę kanału kredytowego. W jego opinii upadek ponad dziewięciu tysięcy banków podczas Wielkiego Kryzysu spowodował załamanie się akcji kredytowej, a dopiero to wydarzenie doprowadziło do przewlekłego załamania gospodarczego (Bernanke 1983).

Po kryzysie finansowym, który podważa wzajemne zaufanie uczestników gry rynkowej do siebie i obniża kapitały banków, wzrost podaży pieniądza staje się warunkiem koniecznym wzrostu kredytu. 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 r. wpływ podjętych działań na ilość pieniądza nie był przez monetarnych decydentów, przynajmniej publicznie, debatowany. Można założyć, że Bernanke nie przywiązywał większego znaczenia do monetarnych agregatów. W 2006 r. porzucił bowiem agregat M3, zawieszając zbieranie danych potrzebnych do jego wyliczania (zob. 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.

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. Hall i in. 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 przyjęcia referencyjnej wartości dla wzrostów agregatu M3 w długim okresie (ECB 2004, 2011). 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 długookresowy trend realnego produktu oraz długookresowe zmiany popytu na pieniądz, tak aby rozmiary podaży pieniądza były zgodne z przyjętym celem inflacyjnym. Niemniej jednak od połowy 2001 r. stopa wzrostu agregatu M3 w strefie euro zaczęła nieustannie przekraczać wartość referencyjną, podczas gdy inflacja przyjmowała wartości bliskie celowi inflacyjnemu. Od tego roku rosnąca liczba badaczy zaczęła wykazywać, że stabilny wcześniej w strefie euro popyt na

pieniądz (np. Coenen, Vega 2001, Bruggemann i in. 2003) załamał się (Greiber, Lemke 2005). Liczne, udane próby jego przywrócenia poprzez włączanie do funkcji popytu na pieniądz nowych zmiennych, takich jak zmienne z zakresu rynku pracy, dane z rynku nieruchomości lub uwzględnienie niepewności (zob. De Santis 2012; Beyer 2009; Dreger, Wolters 2010; Beyer 2009; De Bondt 2010; Hall i in. 2012) powodowały jednak, że implikacje dla polityki pieniężnej z powodu uzyskanej różnorodności stabilnych funkcji popytu na pieniądz 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 podstawy 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 Fed (zob. Giannone i in. 2011; Cour-Thimann, Winkler 2013).

Bernanke porzucił propozycję Friedmana o 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 instytucji finansowych. W rezultacie Friedman, jako jeden z największych zwolenników wolnego rynku i prymatu mechanizmu rynkowego nad planistycznym, podzieliłby prawdopodobnie 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 przypadku EBC bilans tego banku był wynikiem indywidualnych decyzji uczestników gry rynkowej, a nie rezultatem wysoce politycznych decyzji jak w przypadku Fed (zob. Giannone i in. 2011).

Fakt pożyczania znacznych sum z rynku prywatnego, aby następnie pożyczyć je „wybranym” bankom i instytucjom finansowych lub aby zakupić określone instrumenty, 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 banku centralnego za ożywienie gospodarcze może potencjalnie doprowadzić do spadku jego niezależności. 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. Tymczasem, chociaż posiadanie niezależnego banku centralnego powinno być uznawane generalnie jako zjawisko pozytywne, to należy pamiętać, że optymalny poziom niezależności zależy od modelu funkcjonowania gospodarki oraz od społecznej funkcji użyteczności (zob. Kokoszczyński 2004, s. 178).

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 niewspartej żadnymi ramami działania opartymi na jakichkolwiek regułach w tych nowych warunkach (por. Taylor 2012). Na dodatek wprowadzone pod koniec 2012 r. 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*) mogła wynikać zatem z niechęci do zmiany dotychczasowej funkcji reakcji (zob. Giannone i in. 2011; Cour-Thimann, Winkler 2013). Zasadniczym postulatem monetaryzmu jest konieczność prowadzenia polityki pieniężnej w sposób przewidywalny. Brak przewidywalności polityki pieniężnej (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 nieznanie”.

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 centa za każdego dolara ich wkładów. Friedman nigdy w swoich publikacjach nie wspominał o konieczności wykupywania tych instytucji finansowych, których problemy finansowe wynikały ze złego zarządzania lub niewłaściwych inwestycji. Tymczasem Bernanke wykupił i dofinansował Bear Stearns i AIG. Trudna sytuacja tych przedsiębiorstw nie powstała 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 instytucje finansowe, powinny być wykupywane, aby przywrócić zaufanie na rynku finansowym. Podobnie Fried-

man 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 nigdy nie wspominał on o wykupywaniu źle zarządzanych instytucji finansowych z powodu ryzyka systemowego. Tym samym Bernanke zmodyfikował propagowaną przez Friedmana tradycyjną rolę banku centralnego.

Wydaje się, że Friedman nie pochwalaby także ogromnych pakietów fiskalnych, których celem było pobudzenie gospodarki, takich jak np. the *American Recovery and Reinvestment Act* uchwalony w 2009 r. Do końca życia nie zmienił bowiem swoich poglądów na negatywne następstwa zbyt ekspansywnej polityki fiskalnej (Friedman 1995b, 1997a, 2003, 2004b). Chwalił natomiast te państwa, w których wolność gospodarcza jest wysoka (por. Friedman 2006a). Efekt wypychania, niska efektywność programów rządowych, a także niepopularność wycofywania raz ustanowionych wydatków stanowiły dla niego dowód nieskuteczności rozbudowanych programów rządowych (Friedman 1962, 2004b). Tymczasem należy zwrócić uwagę, że pomimo licznych przeszkód (zob. Barczyk, Lubiński 2009) oraz znacznej krytyki ze strony monetarystów, pragmatyczne podejście polega współcześnie właśnie na redefinicji *policy mix* rozumianej jako instytucjonalnie skoordynowane połączenie polityki pieniężnej z polityką fiskalną (zob. Bianchi, Ilut 2014; Cevik 2014).

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 kolejny dowód na to, że to co dzieje się z agregatami pieniądza, przynajmniej dla znacznych, długoterminowych zmian, wpływa na realną gospodarkę. W Stanach Zjednoczonych zarówno wzrost gospodarczy, jak i inflacja po 2009 r. okazały się wyższe niż w strefie euro. Ujemne realne stopy procentowe i mizerna dynamika podaży pieniądza w strefie euro od początku wybuchu kryzysu stanowiłyby 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.

W stosunku do podjętych przez czołowe banki centralne działań istnieje wiele uzasadnionych obaw o ich potencjalne negatywne skutki średnio- i długoterminowe (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 z różnic pomiędzy niedawnym kryzysem a jego budzącym grozę poprzednikiem z lat 30. oraz pomiędzy propozycjami Friedmana a wdrożonymi ostatnio działaniami. Istnieją wątpliwości, czy lekarstwo przepisane przez monetarystę na kryzys z lat 30. musi być równie skuteczne w walce z niedawnym kryzysem z połowy 2007 r., chociaż skutki obydwu poważnych załamań koniunktury na pierwszy rzut oka mogłyby wydawać się podobne, oraz czy niestandardowe modyfikacje zaproponowanego leku nie będą miały efektów ubocznych.

## Podsumowanie

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 r., 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 r. mogłyby zostać ocenione przez Friedmana. Chociaż nigdy nie będziemy mogli mieć pewności, to wydaje się, że w znacznej mierze nie zyskałyby one aprobaty tego ekonomisty – przynajmniej w świetle badań, ich interpretacji i opinii które upowszechniał on w swoich pracach naukowych, publicystycznych i wywiadach. Na korzyść wdrożonych przez Fed i EBC działań przemawia co prawda fakt, że w swoich ogólnych założeniach były niesprzeczne z koncepcjami monetarysty i 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, jak i Stanach Zjednoczonych – otrzymałyby pełną akceptację Friedmana. Zachowanie podaży pieniądza było jednak bardzo zmienne zarówno w USA, jak i tym bardziej w strefie euro. W strefie euro podstawowa stopa kredytowa znajdowała się przez wiele lat na zbyt wysokim poziomie w stosunku do rynkowej międzybankowej stopy *overnight*, a sam trend wzrostowy podaży szerokiego pieniądza został zahamowany. Drastyczny spadek szybkości obiegu pieniądza w Stanach Zjednoczonych i w strefie euro nie został zrównoważony adekwatnym wzrostem podaży pieniądza. Wyższy stopień złożoności polityki pieniężnej i dyskrecjonalności władz monetarnych związany z uruchomieniem niekonwencjonalnych narzędzi w polityce pieniężnej nie zostałby wsparty żadnymi regułami w tych nowych warunkach, co także prawdopodobnie nie zyskałoby przychylności Friedmana. Nacjonalizowanie i dotowanie upadających instytucji finansowych także jest niezgodne z jego zaleceniami. Najlepszym rozwiązaniem według niego 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 zostałaby ocenione pozytywnie. 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 teorii 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 zaleceniach, formułowanych przez monetarystę. 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. Jak mówił Bernanke, „twórcy polityki pieniężnej oraz całe społeczeństwa są winni mu ogromny dług” (Bernanke 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.

Robert 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>6</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, należy zaliczyć:

- a) uznanie, że ważnym celem polityki pieniężnej jest dbałość o niską i stabilną inflację, zwrócenie uwagi na wysokie koszty zwalczania inflacji oraz na powodowane przez nią zaburzenia w strukturze cen względnych;
- b) uznanie istotnej roli oczekiwań inflacyjnych oraz możliwości kontrolowania inflacji przez bank centralny;
- c) odrzucenie kontroli cen i płac jako skutecznego sposobu zwalczania inflacji;
- d) zwrócenie uwagi na doniosłe znaczenie jakościowych aspektów prowadzenia polityki pieniężnej;
- e) dostrzeżenie potrzeby istnienia niezależnej od działań rządu polityki pieniężnej;
- f) zwrócenie uwagi na istnienie opóźnień w polityce pieniężnej;

---

<sup>6</sup> Magazyn „Time” użył stwierdzenia Friedmana: „Wszyscy jesteśmy keynesistami”. Friedman w liście do redakcji 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).

- g) propagowanie korzyści związanych z płynnymi kursami walutowymi;
- h) dostrzeżenie problemów z mierzaniem potencjalnej produkcji i luki produkcyjnej;
- i) przyczynienie się do dyskusji: reguły kontra działania dyskrecjonalne;
- j) zwrócenie uwagi na współzależności polityki pieniężnej i polityki fiskalnej;
- k) dowodzenie wpływu polityki pieniężnej na zmienne realne w krótkim okresie oraz braku tego wpływu w długim okresie;
- l) przyczynienie się do dyskusji nad mechanizmem transmisji polityki pieniężnej oraz nad znaczeniem pieniądza w gospodarce;
- m) zwrócenie uwagi na doniosłą rolę praw własności, wolności oraz stabilnej sytuacji makroekonomicznej dla długookresowego rozwoju gospodarki kapita-listycznej.

Także zdaniem samego Friedmana wpływ monetaryzmu jest bardzo silny we współczesnym świecie. Znajduje on swoje odzwierciedlenie nie tylko w sposobach działania banków centralnych, lecz także w komponowaniu niektórych typowo monetarystycznych postulatów do nowej ekonomii keynesowskiej (Friedman 2003).

Niewątpliwie wiele idei i pomysłów 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, których decyzje lub argumenty wydają się być pozornie zgodne z jego koncepcjami, prawidłowo interpretują przesłanie tego monetarysty i faktycznie postępują według jego zaleceń.

Tekst wpłynął: 7 października 2015 r.  
(wersja poprawiona: 20 czerwca 2016 r.)

## Bibliografia

- Barczyk R., Lubiński M., *Dylematy stabilizowania koniunktury*, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Poznaniu, Poznań 2009.
- Barro R.J., *Milton Friedman: Perspectives, Particularly on Monetary Policy*, „Cato Journal” 2007, vol. 27, nr 2.
- Bean C., *Global Aspects of Unconventional Monetary Policies*, Federal Reserve Bank of Kansas City Symposium, Jackson Hole 2013.
- Bech M.L., Klee E., *The Mechanics of a Graceful Exit: Interest on Reserves and Segmentation in the Federal Funds Market (February 1, 2010)*, FEDS Working Paper nr 07, 2010, SSRN:<http://ssrn.com/abstract=1782039> lub <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1782039>
- Beckworth D., Ruger W., *What Would Milton Friedman Say about Fed Policy Under Bernanke?* „Investor’s Business Daily” 2010, October 20, <http://www.investors.com>
- Belka M., *Doktryna ekonomiczno-społeczna Milтона Friedmana*, Państwowe Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 1986.



- Bernanke B.S., *Nonmonetary Effects of the Financial Crisis in the Propagation of the Great Depression*, „American Economic Review” 1983, nr 73.
- Bernanke B.S., *On Milton Friedman’s Ninetieth Birthday*, Remarks by Governor Ben S. Bernanke, At the Conference to Honor Milton Friedman, University of Chicago, Chicago, Illinois, 8.12.2002, <http://www.federalreserve.gov/BOARDDOCS/SPEECHES/2002/20021108/>
- Bernanke B.S., *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, 23-24.10.2003.
- Bernanke B.S., *Monetary Policy since the Onset of the Crisis*, At the Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Symposium, Jackson Hole, Wyoming, 31.08.2012, <http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20120831a.htm>
- Beyer A., *A Stable Model for Euro Area Money Demand: Revisiting the Role of Wealth*, Working Paper 1111, European Central Bank, Frankfurt 2009.
- Bianchi F., Ilut C., *Monetary/Fiscal Policy Mix and Agents’ Beliefs*, NBER Working Paper nr 20194, 2014.
- Board of Governors Press Release*, 29.01.2014, <http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20140129a.htm>
- Borio C., Zhou H., *Capital Regulation, Risk-Taking and Monetary Policy*, Bank for International Settlements Working Paper nr 268, 2007.
- Bruggemann, A., Donati, P., Warne, A., *Is the Demand for Euro Area M3 Stable?*, w: *Background Studies for the ECB’s Evaluation of Monetary Policy Strategy*, red. O. Issing, ECB, Frankfurt 2003.
- Bullock P., *Bernanke’s Philosopher*, 2009, <http://reason.com>
- Cevik E.I., Dibooglu S., Kutan A.M., *Monetary And Fiscal Policy Interactions: Evidence From Emerging European Economies*, „Journal Of Comparative Economics” 2014, nr 42(4).
- Clarida R., Gali J., Gertler R., *The Science of Monetary Policy: A New Keynesian Perspective*, „Journal of Economic Literature” 1999, nr XXXVII.
- Clouse J. i in., *Monetary Policy When Nominal Short-Term Interest Is Zero*, „The B.E. Journal of Macroeconomics” 2003, nr 3(1).
- Coenen G., Vega J. L., *The Demand for M3 in the Euro Area*, „Journal of Applied Econometrics” 2001, nr 16.
- Cour-Thimann P., Winkler B., *The ECB’s Non-standard Monetary Policy Measures the Role of Institutional Factors and Financial Structure*, ECB Working Paper Series, nr 1528, 2013
- Cœuré B., *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, 9.09.2014, <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2014/html/sp140909.en.html>
- Congdon T., *Has Bernanke broken his Promise to Friedman?* „Central Banking Journal” 2010, vol. 20, nr 3.
- Darby M.R. i in., *Recent Behavior of the Velocity of Money*, „Contemporary Policy Issues” 1987, nr 5(1).
- De Bondt G.J., *New Evidence on the Motives for Holding Euro Area Money*, „The Manchester School” 2010, nr 78.
- De Santis R.A., *Quantity Theory is Alive the Role of International Portfolio Shifts*, Working Paper, nr 1435, EBC, 2012.

- Dreger C., Wolters J., *M3 Money Demand and Excess Liquidity in the Euro Area*, „Public Choice” 2010, nr 144.
- Dusza M., *Kiedy pieniądź umiera... największe inflacje świata*, „Bank i Kredyt” 2005, nr 2.
- Ebenstein L., *The Increasingly Libertarian Milton Friedman: an Ideological Profile*, „Econ Journal Watch” 2014, nr 11(1).
- Eggertsson G.B., Woodford M., *The Zero Bound on Interest Rates and Optimal Monetary Policy*, „Brookings Papers on Economic Activity” 2003, nr 34(1).
- European Central Bank, *The Monetary Policy of the ECB*, European Central Bank, Frankfurt 2004.
- European Central Bank, *The Monetary Policy of the ECB*, European Central Bank, Frankfurt 2011.
- Fawley B.W., Neely C.J., *Four Stories of Quantitative Easing*, „Federal Reserve Bank of St. Louis Review” 2013, nr 95(1).
- Friedman B.M., *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 2014.
- Friedman M., *A Natural Experiment in Monetary Policy Covering Three Episodes of Growth and Decline in the Economy and the Stock Market*, „Journal of Economic Perspectives” 2005, nr 19(4).
- Friedman M., *A Program For Monetary Stability*, Fordham University Press, New York 1960.
- Friedman M., *Best of Both Worlds*, interview by Brian Doherty, „Reason”, June 1995a.
- Friedman M., *Budget Cutting: A Lot of Gain, Little Pain*, „Wall Street Journal” (Eastern edition), New York 1995b.
- Friedman M., *Capitalism and Freedom*, University of Chicago Press, Chicago 1962.
- Friedman M., *Comments on the Critics*, „Journal of Political Economy” 1972, nr 80(5).
- Friedman M., *Essays in Positive Economics*, University of Chicago Press, Chicago 1953.
- Friedman M., *Facing Inflation*, Challenge, November-December 1973.
- Friedman M., *Hong Kong Wrong*, „Wall Street Journal”, 10/06 (2006a).
- Friedman M., *How to Hit the Money Target*, „Newsweek”, 8.12.1975.
- Friedman M., *Intrygujący pieniądź: z historii systemów monetarnych*, Wydawnictwo Łódzkie, Łódź 1994.
- Friedman M., *If Only the U.S. Were as Free As Hong Kong*, „Wall Street Journal” (Eastern edition), New York 1997a.
- Friedman M., *Monetary Policy: Theory and Practice*, „Journal of Money, Credit and Banking” 1982, nr 14(1).
- Friedman M., *Monetary Policy for the 1980s*, w: *To Promote Prosperity: U.S. Domestic Policy in the Mid-1980s*, red. J.H. Moore, Hoover Institution Press, Stanford 1984.
- Friedman M., *Price, Income, and Monetary Changes in Three Wartime Periods*, „The American Economic Review” 1952, nr 42(2).
- Friedman M., *Reflections On A Monetary History*, „Cato Journal” 2004, nr 23(3) (2004a).
- Friedman M., *Rx for Japan: Back to the Future*, „Wall Street Journal” (Eastern edition), New York 1997b.
- Friedman M., *The Battle's Half Won*, „Wall Street Journal” (Eastern edition), New York 2004b.
- Friedman M., *The Fed Has No Clothes*, „Wall Street Journal”, 15.04.1988.
- Friedman M., *The Fed's Thermostat*, „Wall Street Journal” (Eastern edition), New York 2003.

- Friedman M., *The Greenspan Story: 'He Has Set a Standard'*, „Wall Street Journal” (Eastern edition), 31.01.2006 (2006b).
- Friedman M., *The Quantity Theory of Money – A Restatement*, w: *Studies in the Quantity Theory of Money*, red. M. Friedman, The University of Chicago Press, Chicago 1956.
- Friedman M., *Time Perspective in Demand for Money*, „Scandinavian Journal of Economics” 1977, nr 79(4).
- Friedman M., *What Price Guideposts?*, w: *Guidelines: Informal Controls and the Market Place*, red. G.P. Shultz, R.Z. Aliber, University of Chicago Press, Chicago 1966.
- Friedman M., *Why Money Matters*, „Wall Street Journal” 2006, nr 11/17 (2006c).
- Friedman M., Friedman R., *Wolny wybór*, Wydawnictwo Panta, Sosnowiec 1994.
- Friedman M., Schwartz A.J., *A Monetary History of the United States 1867–1960*, Princeton University Press, Princeton 1971.
- Gertler M., Karadi P., *A Model of Unconventional Monetary Policy*, „Journal of Monetary Economics” 2011, nr 58(1).
- Giannone D. i in., *Non-Standard Monetary Policy Measures and Monetary Developments*, ECB Working Paper Series nr 1290, 2011.
- Gilchrist S., Zakrajšek E., *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 2010.
- Goodhart C.A.E., Dyskusja nad artykułem W.D. Nordhaus a 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, 26-30.1973.
- Greiber C., Lemke W., *Money Demand and Macroeconomic Uncertainty*, Deutsche Bundesbank Discussion Paper 26/05, Deutsche Bundesbank, Frankfurt 2005.
- Hall S.G., Swamy P.A.V.B., Tavlas G.S., *Milton Friedman, the Demand for Money and the ECB's Monetary Policy Strategy*, Federal Reserve Bank of St. Louis Review, May/June 2012.
- Hammond J.D., *Theory and Measurement: Causality Issues in Milton Friedman's Monetary Economics*, Cambridge, UK 1996.
- Hetzel R.L., *Monetary Policy in the 2008–2009 Recession*, „Federal Reserve Bank of Richmond Economic Quarterly” 2009, nr 95.
- Hetzel R.L., *The Rules Versus Discretion Debate Over Monetary Policy in the 1920s*, „Federal Reserve Bank Of Richmond Economic Review” 1985, November/December.
- Hummel J.R., *Ben Bernanke versus Milton Friedman, The Federal Reserve's Emergence as the U.S. Economy's Central Planner*, „The Independent Review” 2011, nr 15(4).
- Jabłocki J., *“Show Me the Money” – or How the Institutional Aspects of Monetary Policy Implementation Render Money Supply Endogenous*, „Bank i Kredyt” 2010, nr 41(3).
- Keegan W., *So Now Friedman Says He Was Wrong*, „The Observer”, 22.06.2003.
- Kokoszcyński R., *Współczesna polityka pieniężna*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2004.
- Krugman P., *Who Was Milton Friedman?*, „New York Review of Books” 2007, nr 54(2).
- London S., *Lunch with the FT – Milton Friedman: The Long View*, „Financial Times” 7.06.2003.
- Łyziak T. i in., *Money in Monetary Policy Information Variable? Channel of Monetary Transmission? What is Its Role in Poland?*, National Bank of Poland Working Paper nr 135, 2012.
- Markets and Government: The Next 30 Years*, 15.11.2012, Washington D.C.

- McLeay M., Radia A., Thomas R., *Money Creation in the Modern Economy*, Bank of England, „Quarterly Bulletin” 2014, nr 1.
- Meyer H., *Does Money Matter?* Remarks by Governor Laurence H. Meyer, The 2001 Homer Jones Memorial Lecture, Washington University, St. Louis, Missouri, 28.05.2001.
- Mishkin F.S., *From Monetary Targeting to Inflation Targeting: Lessons from the Industrialized Countries*, Bank of Mexico Conference: “Stabilization and Monetary Policy: The International Experience” 2000.
- Mishkin F.S., *Monetary Policy Strategy: Lessons From The Crisis*, NBER Working Paper Series, Working Paper 16755, 2011.
- Nelson E., *Milton Friedman and U.S. Monetary History: 1961–2006*, „Federal Reserve Bank of St. Louis Review” 2007, nr 89(3).
- Nelson E., *Friedman’s Monetary Economics in Practice*, „Journal of International Money and Finance” 2013, nr 38.
- Nelson E., *Goodbye to M3*, „Monetary Trends”, Federal Reserve Bank of St. Louis, April 2006.
- Niggle C.J., *The Evolution of Money, Financial Institutions and Monetary Economics*, „Journal of Economic Issues” 1990, nr 2.
- Oliver T., *Fed Didn’t Save the Economy*, Atlanta Journal-Constitution 2009, 22.08.2009.
- Palley T.I., *Milton Friedman’s Economics and Political Economy: an Old Keynesian Critique*, w: *Milton Friedman: Contributions to Economics and Public Policy*, red. R. Cord, Oxford University Press, Oxford 2015.
- Rajan R., *A Step in the Dark: Unconventional Monetary Policy After The Crisis*, Andrew Crockett Memorial Lecture in Basel, 2013.
- Rzońca A., *Kryzys banków centralnych – skutki stopy procentowej bliskiej zera*, C.H. Beck, Warszawa 2014.
- Schwartz A.J., *Bernanke Is Fighting the Last War*, „Wall Street Journal” 18.10.2008 (2008b).
- Schwartz A.J., *Monetary Policy and the Legacy of Milton Friedman*, „Cato Journal” 2008, nr 28(2) (2008a).
- Schwartz A.J., Nelson E., *Who Was Milton Friedman? A Response*, „New York Review of Books” 2007, nr 54(5).
- Snowdon B., Vane H., *New-Keynesian Economics Today: The Empire Strikes Back*, „The American Economist” 1995, nr 1.
- Stauffer R.F., *Krugman versus Friedman: Monetary Policy, 1929–1933, A Note*, „American Economist” 2010, nr 54(1).
- Sumner S., *What Would Milton Friedman Have Thought of the Great Recession?*, „American Journal of Economics and Sociology” 2015, nr 74(2).
- Taylor J.B., *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 2012.
- Taylor J.B., Williams J.C., *Simple and Robust Rules for Monetary Policy*, Federal Reserve Bank Of San Francisco Working Paper, April 2010.
- Teles P., Uhlig H., *Is Quantity Theory Still Alive?* Working Paper nr 1605, ECB, 2013.
- Tobin J., *The Monetarist Counter-Revolution Today – An Appraisal*, „Economic Journal” 1981, vol. 91, nr 361.
- Walsh C.E., *Using Monetary Policy to Stabilize Economic Activity*, Federal Reserve Bank of Kansas City, Kansas City 2009.
- Walsh C.E., *Using Monetary Policy to Stabilize Economic Activity*, w: *Financial Stability and Macroeconomic Policy*, Federal Reserve Bank of Kansas City, Kansas City 2009.

- White W.R., *Ultra Easy Monetary Policy And The Law Of Unintended Consequences*, „Real-world Economics Review” 2013, nr 69.
- Wojtyna A., *Ewolucja keynesizmu a główny nurt ekonomii*, PWN, Warszawa 2000.
- Woodford M., *How Important is Money in the Conduct of Monetary Policy?*, „Journal of Money, Credit and Banking” 2008, nr 40(8).
- Yellen J.L., *Macprudential Supervision and Monetary Policy in the Post-crisis World*, „Business Economics” 2010, nr 46(1).
- Yellen J.L., *The U.S. Economic Situation and the Challenges for Monetary Policy*, „Federal Reserve Bank of San Francisco Economic Letter” 19.09.2008.

## EWOLUCJA POGLĄDÓW MILTONA FRIEDMANA A POLITYKA PIENIĘŻNA FED I EBC W OKRESIE KRYZYSU FINANSOWEGO

### Streszczenie

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 działań podjętych przez System Rezerwy Federalnej i Europejski Bank Centralny w odpowiedzi na światowy kryzys finansowy w kontekście zaleceń monetarysty. Ocena tych wysoce niekonwencjonalnych działań o niespotykanej skali z perspektywy poglądów Friedmana jest niewątpliwie trudna, jednakże może być pomocna w ustalaniu roli agregatów pieniężnych we współczesnej polityce monetarnej. Z przedstawionych rozważań wynika, że rozwiązania wdrożone przez SRF i EBC do walki z kryzysem po 2007 r. pod wieloma względami nie są zgodne z postulatami Friedmana i dlatego prawdopodobnie w znacznej mierze nie zyskałyby one przychylnych opinii tego monetarysty.

**Słowa kluczowe:** Milton Friedman, polityka antykryzysowa, kontrola podaży pieniądza, luźna polityka pieniężna

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

## THE EVOLUTION OF MILTON FRIEDMAN'S VIEWS AND MONETARY POLICIES PERFORMED BY FED AND ECB DURING THE FINANCIAL CRISIS

### Summary

The aim of the paper is to show changes in Milton Friedman's views on the role of money and monetary policy towards the end of his life, and an attempt at the evaluation of the actions taken by the Federal Reserve System and European Central Bank as a response to the global financial crisis in the context of the monetarist's recommendations. Undoubtedly it is difficult to assess the highly unconventional measures applied by these institutions on an unprecedented scale from the perspective of Friedman's views, but such an attempt may be helpful in defining the role of monetary aggregates in a modern

monetary policy. The discussion included in the paper suggests that the measures taken by FRS and ECB after 2007, in order to counteract the crisis, were not consistent with Friedman's views, and most probably, they would not be favourably received by the monetarist.

**Key words:** Milton Friedman, anti-crisis policy, money supply contort, loose monetary policy

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

## **ВЗГЛЯДЫ МИЛЬТОНА ФРИДМАНА И ДЕНЕЖНАЯ ПОЛИТИКА FED И ЕСВ В ПЕРИОД ФИНАНСОВОГО КРИЗИСА**

### **Резюме**

В статье прослеживаются изменения взглядов Мильтона Фридмана на роль денег и денежную политику в последние годы его жизни, а затем делается попытка оценки действий, предпринятых Федеральной резервной системой и Европейским центральным банком в ответ на мировой финансовый кризис в контексте рекомендаций монетариста. Автор делает вывод, что решения, внедренные Резервным фондом и Европейским центральным банком в борьбе с кризисом после 2007 года во многих аспектах не соответствует постулатам Фридмана и поэтому, вероятно, в значительной мере не получили бы благожелательной оценки этого монетариста.

**Ключевые слова:** Мильтон Фридман, антикризисная политика, контроль над предложением денег, свободная денежная политика

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