

# PRACE NAUKOWE

Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu

# RESEARCH PAPERS

of Wrocław University of Economics

Nr 448

**Wolny handel i szybki rozwój.  
Współczesne priorytety w gospodarce  
światowej**



Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu  
Wrocław 2016

Redakcja wydawnicza: Dorota Pitulec  
Redakcja techniczna i korekta: Barbara Łopusiewicz  
Łamanie: Małgorzata Myszkowska  
Projekt okładki: Beata Dębska

Informacje o naborze artykułów i zasadach recenzowania  
znajdują się na stronach internetowych  
[www.pracnaukowe.ue.wroc.pl](http://www.pracnaukowe.ue.wroc.pl)  
[www.wydawnictwo.ue.wroc.pl](http://www.wydawnictwo.ue.wroc.pl)

Publikacja udostępniona na licencji Creative Commons  
Uznanie autorstwa-Użycie niekomercyjne-Bez utworów zależnych 3.0 Polska  
(CC BY-NC-ND 3.0 PL)



© Copyright by Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu  
Wrocław 2016

**ISSN 1899-3192**  
**e-ISSN 2392-0041**

**ISBN 978-83-7695-615-2**

Wersja pierwotna: publikacja drukowana

Zamówienia na opublikowane prace należy składać na adres:  
Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu  
ul. Komandorska 118/120, 53-345 Wrocław  
tel./fax 71 36 80 602; e-mail: [econbook@ue.wroc.pl](mailto:econbook@ue.wroc.pl)  
[www.ksiegarnia.ue.wroc.pl](http://www.ksiegarnia.ue.wroc.pl)

Druk i oprawa: TOTEM

## Spis treści

Wstęp .....	7
-------------	---

---

### Część 1. Wolny handel i szybki rozwój

---

<b>Artur Klimek:</b> Niemieckie małe i średnie przedsiębiorstwa a handel zagraniczny / German small and medium sized enterprises and international trade .....	11
<b>Magdalena Myszkowska:</b> Zmiany w eksporcie Polski w kategoriach wartości dodanej / Changes in Poland's export within the categories of value added.....	20
<b>Agnieszka Rękas:</b> Wpływ zamachów terrorystycznych na bezpieczeństwo międzynarodowe ze szczególnym uwzględnieniem wymiany handlowej / The impact of terrorism on international safety with special integrating of trade exchange .....	32
<b>Przemysław Skulski:</b> Problemy kontroli zbrojeń i handlu uzbrojeniem – perspektywa międzynarodowa / Problems of arms trade control and disarmament – international perspective .....	44
<b>Marek Wieteska:</b> Wpływ regulacji celnych na procedurę zakupu towarów rolno-spożywczych z krajów trzecich – studium przypadku / The impact of customs regulations on the procedure of purchasing agricultural and food products from third countries – case study.....	58
<b>Marta Wincewicz-Bosy:</b> Umowa sprzedaży w obrocie międzynarodowym – wybrane aspekty prawno-porządkowe / The contract of sale in international trade – selected aspects of legal and law order.....	71

---

### Część 2. Współczesne priorytety w gospodarce światowej

---

<b>Sebastian Bobowski:</b> Ekspansywna polityka monetarna Bank of Japan (BoJ) w dobie Abenomiki – szansa czy zagrożenie dla Japonii? / An expansionary monetary policy of the Bank of Japan (BoJ) under Abenomics – an opportunity or a threat for Japan?.....	87
<b>Jarosław Brach:</b> Kapitał zagraniczny w polskich przedsiębiorstwach międzynarodowego drogowego transportu ładunków – ocena działalności / Foreign capital in the Polish international road freight companies – the assessment of activity .....	100

<b>Aleksandra Gomułka:</b> Determinanty rozwoju outsourcingu w Indiach / Determinants of outsourcing development in India .....	118
<b>Anna H. Jankowiak:</b> Branżowe specjalizacje specjalnych stref ekonomicznych w kontekście tworzenia klastrów i inicjatyw klastrowych / Sectoral specialisations of special economic zones in the context of clusters and cluster initiatives .....	131
<b>Katarzyna Kupczyk:</b> Strategia dualna w biznesie medialnym i jej skuteczność na wybranym przykładzie / Dual strategy in media business and its effectiveness on the selected example .....	143
<b>Karolina Łopacińska:</b> Rozwój sektora motoryzacyjnego w Chinach jako przejaw przemiany gospodarki Państwa Środka / Development of automotive sector in China as an example of Chinese economy transformation .....	154
<b>Szymon Mazurek:</b> Identyfikacja sieci w gospodarce / Identification of networks in economy .....	167
<b>Joanna Michalczyk:</b> Rynek żywności ekologicznej w warunkach członkostwa Polski w Unii Europejskiej / The market of organic food under conditions of Poland's membership in the European Union .....	178
<b>Wawrzyniec Michalczyk:</b> Zależności między kursem złotego względem euro a wybranymi zmiennymi makroekonomicznymi w latach 2011-2015 / The dependences between the zloty's exchange rate against the euro and selected macroeconomic variables in the years of 2011-2015 .....	193
<b>Michał Nowicki:</b> Gdyby burmistrzowie zarządzili gospodarką światową. Ocena koncepcji B.R. Barbera z perspektywy ekonomii międzynarodowej / If mayors ruled the global economy. Evaluation of B.R. Barber's concept from the perspective of international economy .....	206
<b>Maciej Olbert:</b> Rola migracji zarobkowych wykwalifikowanych specjalistów IT w branży wysokich technologii. Skala, warunki, perspektywy / The role of economic immigration of IT professionals in hightech sector. Scale, conditions and perspectives .....	215
<b>Agnieszka Piasecka-Głuszak:</b> Działania kaizen z perspektywy pracowników polskich przedsiębiorstw / Kaizen activities from the perspective of employees of Polish enterprises .....	226
<b>Klaudia Reikowska:</b> Podsumowanie 40-letniej współpracy Unii Europejskiej oraz Chińskiej Republiki Ludowej. Dalsze perspektywy rozwoju / A summary of the 40 years of cooperation between the European Union and the People's Republic of China and further development perspectives .....	242
<b>Jan Rymarczyk:</b> Pochodne instrumenty finansowe jako czynnik stymulujący współczesną globalizację finansową / Innovative financial instruments as the factor stimulating current financial globalization .....	254
<b>Jerzy Rymarczyk:</b> Kryzysu greckiego ciąg dalszy / Greek crisis continued	267

## Wstęp

Oddawany do Państwa rąk tom pod zbiorczym tytułem *Wolny handel i szybki rozwój. Współczesne priorytety w gospodarce światowej* zawiera artykuły autorów zainteresowanych problematyką rozwoju w dobie postępujących procesów globalizacji.

Część pierwsza opracowania koncentruje się na zagadnieniach handlu międzynarodowego. Przesłanką zainteresowania problematyką handlu międzynarodowego był zawsze strach przed brakiem dóbr zaspokajających podstawowe potrzeby, a także dążenie do dobrobytu i bogactwa. Czynniki te inspirowały z kolei podmioty rynku światowego do walki o korzyści z wymiany. Tym samym handel zagraniczny stał się jednym z obiektywnych czynników różnicujących warunki rozwoju ekonomicznego każdego kraju w aspekcie funkcjonalnym. W zależności od prawidłowości tego rozwoju może być czynnikiem rozwoju gospodarczego lub jego barierą. Współcześnie uczestnictwo w światowym systemie handlu podlega także wpływom postępującej pod auspicjami GATT/WTO liberalizacji wymiany. Mając na względzie powyższe uwarunkowania o charakterze globalnym, należy pamiętać, że o korzyściach z wymiany, mierzonych obecnie tzw. wartością dodaną, decydują zarówno liczne uwarunkowania, m.in. znajomość regulacji celnych, zasad zawierania umów handlowych, jak i dobrze funkcjonujące przedsiębiorstwa. Aspekty ekonomiczne wymiany międzynarodowej nie powinny jednak dominować nad społeczno-politycznymi, np. w kontekście handlu uzbrojeniem i kontroli zbrojeń oraz bezpośrednio związanymi z tym zagadnieniami bezpieczeństwa międzynarodowego, będącego bezsprzecznie jednym z ważniejszych priorytetów współczesnego świata.

Część druga opracowania poświęcona jest właśnie współczesnym priorytetom w gospodarce światowej. Na pewno do priorytetów należą wzrost i rozwój gospodarczy.

Biorąc pod uwagę systematykę czynników wzrostu gospodarczego, można wyróżnić ujęcie historyczne oraz ujęcie modelowe. Ujęcie historyczne dotyczy analizy głównych czynników wzrostu gospodarczego, tj. kapitału, ziemi, pracy oraz wiedzy technicznej. Ujęcie modelowe sprowadza się do przeanalizowania czynników bezpośrednich, jak zatrudnienie i wydajność pracy, oraz pośrednich: majątku produkcyjnego, inwestycji i ich efektywności. Ponadto w teorii ekonomii rozdziela się analizę wzrostu gospodarczego od analizy fluktuacji gospodarczych. W ramach teorii wzrostu gospodarczego rozpatruje się w takim przypadku dwie kwestie: źródła fluktuacji oraz czynniki, głównie egzogeniczne, które mogą doprowadzić do złagodzenia wszelkiego rodzaju fluktuacji. Na tym tle rozróżnia się zrównoważony wzrost gospodarczy lub wzrost gospodarczy w otoczeniu równowagi od wzrostu gospodarczego poza równowagą.

W centrum dyskusji od lat pozostaje wpływ postępu technicznego (technologicznego) na funkcjonowanie gospodarki. Jeżeli postęp techniczny jest wynikiem działania czynników ekonomicznych, na ogół za pośrednictwem cen, to naturalną pozycją gospodarki jest równowaga. Jeżeli natomiast postęp techniczny oddziałuje na gospodarkę poprzez impulsy (szoki), to mogą się pojawić istotne fluktuacje, które ostatecznie oddalają gospodarkę od równowagi. W dobie globalizacji postęp techniczny, zwłaszcza w gospodarkach słabiej rozwiniętych, jest pochodną pozyskiwanego przez gospodarkę kapitału zagranicznego, a także wykształconych kadr pracowniczych, m.in. również w ramach adaptowanych zagranicznych systemów zarządzania (np. japoński kaizen) czy migracji zarobkowych wykwalifikowanych specjalistów IT w branży wysokich technologii.

Równie ważnym nurtem rozważań są kwestie wpływu polityki pieniężnej, a ogólniej funkcjonowania rynków pieniężnych i kapitałowych, na wzrost gospodarczy. Przedmiotem szczególnej uwagi powinna być niedoskonałość funkcjonowania rynków finansowych, które są źródłem poważnych fluktuacji gospodarczych. Nie bez znaczenia jest także polityka monetarna państwa oraz badanie zależności między zmiennymi makroekonomicznymi a kursem waluty narodowej do waluty międzynarodowej (euro, dolar itp.).

Globalizacja finansowa i rozwój instrumentów pochodnych często wskazywane są jako przyczyny kryzysów finansowych. Historyczny kontekst dla faktów, które spowodowały narastanie kryzysu zadłużeniowego w ostatnich latach, oddaje analiza przypadku pojedynczego kraju, jakim jest Grecja. Opracowanie zawiera także inne, inspirujące studia przypadków, np. outsourcing w Indiach, sektor motoryzacyjny w Chinach, biznes medialny. Porusza także ważne dla rozwoju gospodarczego kwestie rynku żywnościowego, inicjatyw klastrowych, sieci w gospodarce czy współpracy gospodarczej Chin i Unii Europejskiej.

Dla współczesnych stosunków międzynarodowych bardzo ważny jest również dyskurs toczący się wokół kwestii *global governance*. Artykuł pt. *Gdyby burmistrzowie rządili gospodarką światową. Ocena koncepcji B.R. Barbera z perspektywy ekonomii międzynarodowej* jest ciekawym głosem w tej kwestii, zwłaszcza że idea *global governance*, choć wciąż pozbawiona konkretnych ram, jest obecna w strategiach państw, które w XXI wieku silnie zaznaczają swoją globalną obecność. Dla niektórych państw (Stany Zjednoczone, Japonia, Rosja) odniesienie się do konieczności tworzenia nowego, globalnego ładu to konieczność redefinicji swojej pozycji w światowej polityce i gospodarce, dla innych, szczególnie dla Chin, to wymóg zdefiniowania swoich priorytetów w tym zakresie. Ponieważ państwa te są najważniejszymi aktorami na arenie międzynarodowej, ich postawa wobec zjawiska globalnego kierowania jest zasadnicza dla kwestii ekonomicznych, społecznych i politycznych współczesnego świata.

*Małgorzata Domiter*

## Sebastian Bobowski

Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu  
e-mail: sebastian.bobowski@ue.wroc.pl

---

# EKSPANSYWNA POLITYKA MONETARNA BANK OF JAPAN (BOJ) W DOBIE ABENOMIKI – SZANSA CZY ZAGROŻENIE DLA JAPONII?

---

## AN EXPANSIONARY MONETARY POLICY OF THE BANK OF JAPAN (BOJ) UNDER ABENOMICS – AN OPPORTUNITY OR A THREAT FOR JAPAN?

---

DOI: 10.15611/pn.2016.448.07

JEL Classification: H2, H50, H55, H62, E68

**Streszczenie:** W artykule podjęto problematykę ekspansywnej polityki monetarnej banku centralnego Japonii – Bank of Japan (BoJ), jednej ze „strzał” Abenomiki, czyli polityki rewitalizacji gospodarczej Japonii realizowanej przez rządzącego aktualnie premiera Shinzo Abe. Licząca już blisko trzy lata Abenomika budzi duże emocje m.in. z uwagi na aktywne zaangażowanie władz monetarnych kraju w walkę z deflacją, a tym samym stagnacją gospodarki japońskiej, których źródeł upatrywać należy w tzw. straconej dekadzie lat 90. Autor przybliża uwarunkowania tak sformułowanej polityki BoJ, dokonuje przeglądu ostatnich trzech lat aktywności japońskiego banku centralnego na rynku papierów dłużnych, wskazuje na kluczowe ryzyka związane z ekspansją monetarną, stawiając przy tym pytanie o tzw. strategię wyjścia BoJ w przypadku konieczności przeciwdziałania wzrostowi rentowności obligacji rządowych czy powstania baniek spekulacyjnych napędzanych „darmowym” niemal aktualnie pieniądzem. Autor stawia tezę, że BoJ gotów jest przyjąć na siebie ryzyko związane z nasileniem spekulacji na krajowym rynku aktywów, nie jest jednak w stanie przewidzieć następstw m.in. zaangażowania w japoński rynek rządowych papierów dłużnych międzynarodowych funduszy hedgingowych zainteresowanych potencjalnie obrotem spekulacyjnym otwartymi opcjami w ramach zewnętrznych rynków kapitałowych. Stawką polityki BoJ jest nie tylko utrzymanie zaufania elektoratu do premiera Abe, ale również wiarygodność Japonii na globalnej scenie gospodarczej i politycznej w kolejnych dekadach.

**Słowa kluczowe:** ekspansywna polityka monetarna, Bank of Japan, Abenomika, Japonia.

**Summary:** The paper studies an expansionary monetary policy of the central bank of Japan – Bank of Japan (BoJ), one of the “arrows” of Abenomics, economic revitalisation policy pursued by the current Japan’s Prime Minister Shinzo Abe. The major assumption of the Abe’s strategy is to liberate the country from the long-term vicious circle of stagnation and deflation. Abenomics embraces three arrows, namely, aggressive monetary expansion, fiscal consolidation, as well as structural reforms. A central role is played by the Bank of Japan, aimed at

inducing inflation, demand and investment to revive the economy, conducting massive quantitative and qualitative easing. The author makes an in-depth review of the last three years of BoJ actions, focusing on the Japan's government bond market, considers the exit strategy of BoJ resulting of various threats that may occur due to rising shares of international players in the Japanese government debt financing and probable emergence of speculative bubbles. The author argues that the BoJ is ready to take the risk related to increased speculation in the domestic asset markets, however, it is not able to predict its mid- and long-term consequences. It seems that the massive scale of monetary relaxation, accompanied by disappointing macroeconomic effects of Abenomics, partly ineffective and sluggish fiscal and structural policies so far, may consequently undermine people's trust in the reasonability of the Abe's policy.

**Keywords:** expansionary monetary policy, Bank of Japan, Abenomics, Japan.

## 1. Wstęp

Abenomika (*Abenomics*) to obiegowe określenie polityki rewitalizacji gospodarczej obecnego premiera Japonii Shinzo Abe, ogłoszonej w pierwszym kwartale 2013 roku, wkrótce po objęciu przez wspomnianego polityka po raz drugi w historii stanowiska szefa rządu. Pierwszą, roczną kadencję ukończył we wrześniu 2007 roku, bez powodzenia dążąc do ukonstytuowania tzw. koalicji wzrostu złożonej z przedstawicieli elit politycznych, środowiska administracji i biznesu, stawiającej sobie za cel wyswobodzenie Japonii z wieloletniej stagnacji i deflacji. Powracając do władzy po wyborczym zwycięstwie w grudniu 2012 roku, Abe zapowiedział aktywną i odpowiedzialną politykę ożywienia gospodarki Japonii i przywrócenia jej należytego miejsca w systemie globalnym. Należy bowiem mieć świadomość, iż w ciągu ostatniego ćwierćwiecza Japonię doświadczyły co najmniej cztery bardzo poważne wydarzenia, mianowicie pęknięcie banki spekulacyjnej na rynku aktywów u progu lat 90. – co dało początek tzw. straconej dekadzie, azjatycki kryzys finansowy 1997-1998, globalny kryzys finansowy i gospodarczy 2008-2009 oraz potężne trzęsienie ziemi i katastrofa nuklearna w Fukushima w 2011 roku. Wymienione wydarzenia, choć częściowo zewnętrzne, sprawiały, że zabiegi kolejnych japońskich rządów na rzecz pobudzenia popytu, inwestycji, wzrostu gospodarczego po szoku roku 90. na drodze fiskalnych pakietów stymulacyjnych i ekspansji monetarnej były dalece nieefektywne, podejmowane bowiem w okolicznościach bardzo niekorzystnych trendów demograficznych.

W drugiej kadencji Abe remedium na utrzymującą się deflację miała się stać agresywna polityka monetarna banku centralnego Japonii – Bank of Japan (BoJ), pobudzeniu wzrostu gospodarczego miała sprzyjać ekspansywna polityka fiskalna, inwestycji prywatnych natomiast – reformy strukturalne. Wskazane trzy filary Abenomiki określono mianem „strzał” (*arrows*) celem zaakcentowania „penetracyjnej natury” tak skoordynowanej polityki monetarnej, fiskalnej i strukturalnej.

Celem artykułu jest wskazanie na centralne znaczenie pierwszej ze „strzał” Abenomiki, realizowanej przy ścisłej współpracy szefa japońskiego rządu i nowo po-



wołanego w pierwszym kwartale 2013 roku prezesa BoJ – H. Kurody, mianowicie ekspansywnej polityki monetarnej. Autor wskaże na uwarunkowania tak sformułowanej polityki władz monetarnych kraju, dokona przeglądu dotychczasowej, blisko trzyletniej aktywności BoJ na rynku papierów dłużnych, by postawić następnie pytanie o efektywność polityki BoJ i związane z nią średnio- i długofalowe ryzyka dla gospodarki Japonii, jak również innych państw globu.

## 2. Ekspansywna polityka monetarna

Luzowanie ilościowe stanowi jeden z instrumentów alternatywnej, niekonwencjonalnej polityki monetarnej. Polega ono na masowym zakupie przez bank centralny rządowych papierów dłużnych czy też innego rodzaju aktywów bezpośrednio z rynku na potrzeby poszerzenia bazy monetarnej i obniżenia długoterminowych stóp procentowych. Co istotne, bank centralny może realizować luzowanie ilościowe na drodze wykupu aktywów finansowych od banków komercyjnych i innych instytucji finansowych, dążąc do zwiększenia ich cen, a przy tym obniżenia rentowności, rozszerzając równolegle wspomnianą bazę monetarną [Bullard 2010]. Komercyjny sektor bankowy, w zamian za obligacje rządowe, pozyskuje od banku centralnego dodatkową płynność z przeznaczeniem m.in. na akcję kredytową. Luzowanie ilościowe rozpatrywane jest przez władze monetarne wówczas, gdy krótkookresowe stopy procentowe zbliżają się do poziomu zera, nie wiąże się przy tym z fizycznym dodrukiem banknotów. Krytycy tej niekonwencjonalnej formuły polityki monetarnej wskazują na zagrożenie inflacyjne mogące być konsekwencją gwałtownego zwiększenia bazy monetarnej, jako że rosnącej podaży pieniądza nie towarzyszy wzrost podaży dóbr na sprzedaż. Ponadto banki komercyjne mogą dodatkową płynność przechowywać w miejsce skierowania na rynek pod postacią nowych kredytów czy pożyczek dla gospodarstw domowych czy przedsiębiorstw. W przypadku Japonii ekspansywny charakter polityki monetarnej sprowadza się nie tylko do masowego zakupu przez Bank of Japan krótkoterminowych rządowych papierów dłużnych dla obniżenia krótkoterminowych stóp procentowych, ale także obligacji o dłuższym terminie zapadalności, włącznie z potencjalnie ryzykogenicznymi aktywami funduszy inwestycyjnych typu ETF czy operujących na rynku nieruchomości, celem oddziaływania na poziom długoterminowych stóp procentowych dla realizacji tzw. jakościowego aspektu realizowanej polityki monetarnej. Użytecznej w tym kontekście terminologii dostarczył W. Buitter [2008] z London School of Economics, który identyfikował luzowanie ilościowe ze zwiększeniem bilansu banku centralnego, natomiast luzowanie jakościowe ze zmianą struktury portfela aktywów będących w jego posiadaniu z założeniem co do wprowadzenia instrumentów o wyższym poziomie ryzyka, niższej płynności, w tym prywatnych.

Jak dowodził P. Inman [2011], mechanizm stopy procentowej sprzyja dewaluacji waluty krajowej, zwiększając tym samym opłacalność eksportu, jednocześnie grozi odpływem kapitału z kraju, uderzając w interesy importerów. M. Feldstein [2011]

uznał luzowanie ilościowe za użyteczny instrument stymulowania konsumpcji oraz wzrostu gospodarczego, podczas gdy były szef Amerykańskiej Rezerwy Federalnej A. Greenspan – za alternatywną politykę monetarną o ograniczonym wpływie na gospodarkę. J.B. Taylor [2013] wskazywał na problem nieprzewidywalności luzowania ilościowego w związku z presją inflacyjną mogącą powstać wskutek masowego odpływu nagromadzonych przez bankowość komercyjną rezerw na rynek pod postacią kredytów i pożyczek.

### **Spirala deflacyjna**

Analizując politykę monetarną Bank of Japan, nie sposób nie odnieść się do problemu deflacji, doświadczającej Japonię od czasów tzw. straconej dekady lat 90. XX wieku. R.J. Barro i V. Grilli [1994, s. 142] definiowali deflację jako spadek ogólnego poziomu cen dóbr i usług w warunkach ujemnego wskaźnika inflacji, co różni ją od dezinflacji, oznaczającej wyłącznie spadek tempa inflacji [Sullivan, Sheffrin 2003, s. 343]. Deflacja, w przeciwieństwie do inflacji, zwiększa realną wartość pieniądza, dając możliwość zakupu za daną sumę pieniędzy większej niż dotychczas ilości dóbr [Hummel 2007, s. 46-48]. W świetle założeń modelu IS-LM, deflację pobudzają zmiany krzywych popytu i podaży dóbr oraz usług, w szczególności spadek poziomu zagregowanego popytu. Oczekując dalszego spadku cen, konsumenci odraczają decyzje nabywcze, co przekłada się na spadek wolumenu produkcji i inwestycji, napędzający tzw. spiralę deflacyjną. Spadający popyt zagregowany może stanowić przedmiot zainteresowania ekspansywnej polityki monetarnej, zmierzającej do zwiększenia podaży pieniądza, bądź też ekspansywnej polityki fiskalnej, ukierunkowanej na wzrost konsumpcji i inwestycji w gospodarce. W opinii J.P. Hussmana [2010], deflacja może skutkować tzw. pułapką płynności, związaną z tym, że ujemne stopy zwrotu z aktywów motywować będą przedsiębiorców i gospodarstwa domowe nie tyle do inwestowania, ile do gromadzenia waluty. Monetariści, na czele z M. Friedmanem, wiązali deflację, podobnie, jak i inflację, z efektami polityki monetarnej państwa, nie zaś ze spadkiem czy też wzrostem popytu, tocząc z keynesistami spór o realny wpływ aktywnej polityki monetarnej na gospodarkę. Deflację utożsamiali ze spadkiem podaży pieniądza, jak również szybkości obiegu pieniądza w gospodarce. Z drugiej strony, deflacja może charakteryzować kraje o silnych walutach, w warunkach nieadekwatnej do tempa wzrostu gospodarczego podaży pieniądza. Warto także podkreślić, iż deflacji sprzyja wzrost wydajności, mogący przyczynić się do spadku ogólnego poziomu cen w czasie.

Przedstawiciele Chicago School of Economics oraz szkoły austriackiej zwracali przy tym uwagę na efekt spirali deflacyjnej, sprowadzającej się do spadku poziomu produkcji indukowanego spadkiem ogólnego poziomu cen, co z kolei przekłada się na spadek realnego poziomu płac w gospodarce, a tym samym popytu, a to powoduje dalszy spadek ogólnego poziomu cen w gospodarce.

Na potrzeby walki z deflacją w XXI wieku władze monetarne wielu państw rozwiniętych, włącznie z Japonią, zdecydowały się na wprowadzenie ujemnych stóp

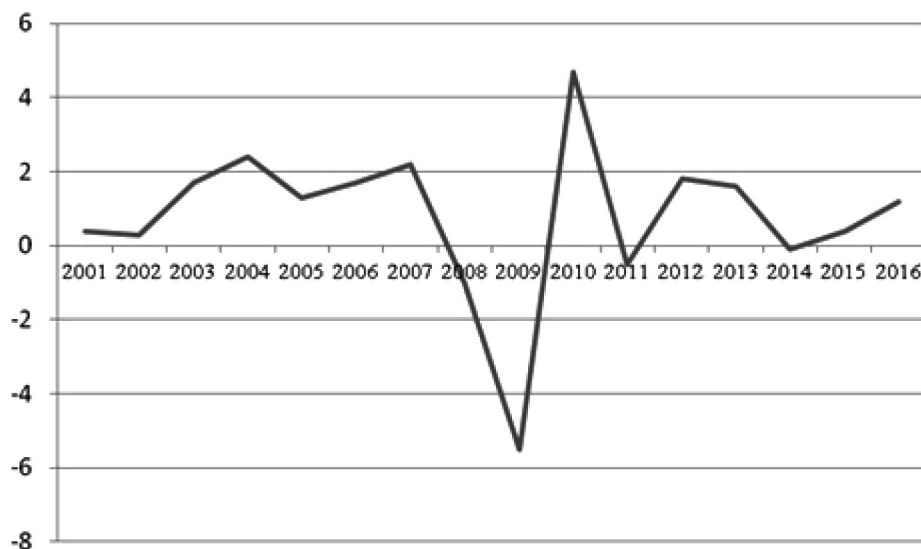
procentowych, orientując się przede wszystkim na luzowanie ilościowe, aczkolwiek dokonując przy tym zakupów rozmaitych, bardziej ryzykownych aktywów z rynku finansowego celem zwiększenia podaży pieniądza i skutecznego oddziaływania na długoterminowe stopy procentowe.

### **3. Geneza i doświadczenia trzech lat pierwszej „strzały” Abenomiki**

H. Kuroda, były dyrektor Azjatyckiego Banku Rozwoju (ADB), został powołany na stanowisko prezesa BoJ przez premiera Abe wkrótce po objęciu przez niego urzędu, co było sygnałem, iż bank centralny zaangażuje się aktywnie w politykę rewitalizacji gospodarczej rządu. We wspólnym stanowisku BoJ oraz rząd wyznaczyli cel inflacyjny na poziomie 2% do osiągnięcia w perspektywie dwóch lat, tj. do 2015 roku, deklarując przy tym wspólne działania antydeflacyjne. Ze swojej strony bank centralny skoncentrował się na mechanizmach luzowania ilościowego, realizując regularne masowe zakupy rządowych papierów dłużnych o terminie zapadalności nawet do 6-8 lat, jednocześnie jednak podejmując interwencję w ramach tzw. jakościowej ekspansji monetarnej, sprowadzającej się do modyfikacji portfela na rzecz wspomnianego już oddziaływania na długoterminowe stopy procentowe. Tym samym aktywność BoJ w ramach Abenomiki określa się mianem ilościowej i jakościowej ekspansji monetarnej (*quantitative and qualitative monetary expansion* – QQE). Intencją Kurody było także obniżenie wartości japońskiego jena na rynku międzynarodowym, co wespół z umiarkowanym poziomem inflacji i obniżeniem stóp procentowych miało sprzyjać zagospodarowaniu makroekonomicznej luki popytowej na drodze stymulacji popytu na dobra trwałego użytku i inwestycji w sektorze prywatnym.

Rok 2013 przyniósł pozytywne efekty makroekonomiczne polityki BoJ, wspieranej działaniami fiskalnymi rządu – realny wzrost PKB na koniec roku przekroczył 1,6%, wspomagany rosnącą konsumpcją, masowymi inwestycjami publicznymi, którym towarzyszyły deprecjacja jena, wzrost cen aktywów, spadek rentowności obligacji i co istotne – poprawa nastrojów w środowisku biznesu. W pierwszym kwartale 2014 roku aktywność biznesowa osiągnęła swoje ekstremum za sprawą masowych zakupów dóbr trwałego użytku w obliczu zapowiadanej na 1 kwietnia tegoż roku podwyżki stawki podatku konsumpcyjnego z dotychczasowych 5 do 8%. Kolejne kwartały roku przyniosły spodziewane spowolnienie i w rezultacie pierwszy w dobie Abenomiki rok z ujemnym wzrostem gospodarczym na poziomie -0,1% (rys. 1). W świetle ostatnich szacunków w czwartym kwartale 2015 roku japońska gospodarka skurczyła się aż o 1,4%, w całym zaś roku urosła prawdopodobnie na skromnym poziomie 0,4% [McCurry 2016].

Ekspansja monetarna BoJ, co istotne, okazała się skuteczna w kontekście realizacji celu inflacyjnego już na początku 2014 roku, kiedy to odnotowano inflację na poziomie 2,1% mierzoną indeksem cen konsumpcyjnych (CPI), kolejne miesiące



Rys. 1. Wzrost PKB Japonii w okresie 2001-2016 (w %)

Źródło: [World Bank 2016; Knoema 2016].

jednak, przebiegające pod znakiem spowolnienia gospodarczego, ponownie zredukowały jej poziom. W konsekwencji 31 października 2014 r. Kuroda zapowiedział zwiększenie skali luzowania monetarnego do poziomu 70-75% PKB, podnosząc pulę skupu długoterminowych rządowych papierów dłużnych z dotychczasowych 50 do 80 bln jenów rocznie, z zamiarem bezpośredniego i pośredniego oddziaływania na rynek nieruchomości i rynki kapitałowe. Reakcją rynków finansowych były ponowny wzrost cen aktywów, obniżenie rentowności papierów dłużnych i deprecjacja jena. Mimo wszystko na koniec 2014 roku odnotowano ponownie deflację na poziomie  $-0,4\%$ , napędzaną rekordowo niskimi cenami ropy na rynkach światowych. Za sprawą spadku płac realnych w gospodarce obniżyła się siła nabywcza japońskich gospodarstw domowych, płace nominalne uległy stagnacji bądź nieznacznemu wzrostowi, co uderzyło w dynamikę konsumpcji i akumulacji oszczędności prywatnych. Przy malejącym oprocentowaniu oszczędności i słabnącym jenie konsumpcja, odpowiedzialna za blisko 60% PKB kraju, nie miała szans na odbicie. Prawdopodobne jest, iż w obliczu zapowiadanej na kwiecień 2017 roku kolejnej podwyżki stawki podatku konsumpcyjnego – z obecnych 8 do 10% – nastąpi chwilowe ożywienie rynku dóbr trwałego użytku, nie sposób jednak zakładać, że wzorem doświadczeń z 2014 roku po dobrym pierwszym kwartale w kolejnych nie nastąpi ponownie radykalne tąpnięcie w dynamice gospodarczej.

Aktywność BoJ przełożyła się na znaczną obniżkę rentowności papierów dłużnych, dla przykładu: oprocentowanie obligacji dwuletnich sięgnęło poziomu 0,01%,

pięcioletnich – 0,08%, dziesięcioletnich – 0,33%, by we wrześniu 2014 roku uzyskać już wartości ujemne.

Celu inflacyjnego Abenomiki nie udało się zrealizować także w 2015 roku wskutek spadającej dynamiki konsumpcji w sektorze prywatnym – w świetle danych IMF tylko w ostatnim kwartale roku konsumpcja spadła o 0,8% r/r, eksport zaś wzrósł nieznacznie o 0,1%. Nie sposób jednak wiązać tego wyłącznie z podwyżką podatku konsumpcyjnego, ale także, a może przede wszystkim, z niepowodzeniem BoJ w obszarze transmisji monetarnej, mianowicie:

- przedsiębiorstwa japońskie, wzorem europejskich, finansowane są głównie z pożyczek bankowych, nie zaś przez giełdy. Pomimo relatywnie niskiego poziomu stóp procentowych, wzrost kredytu pozostawał nieznaczny;
- jak już wspomniano, w rezultacie stagnacji płac w gospodarce japońskiej obniżeniu uległa siła nabywcza gospodarstw domowych i poziom dochodów realnych;
- eksport rósł na niższym poziomie, niż zakładano, mając na względzie deprecjację jena.

Tym samym deflacja, powracająca przez tyle lat do gospodarki japońskiej, przyczynia się do długoterminowej stagnacji, jednocześnie będąc jej konsekwencją.

W opinii H.G. Hilperta [2015] ujęciu monistycznemu można przeciwstawić argument w postaci nieufności inwestorów co do perspektyw rozwojowych gospodarki Japonii, mając na uwadze tak przesłanki strukturalne, jak i pasywność rodzimych konsumentów, co z kolei wiązać należy z gwałtownym starzeniem się populacji. Najwyraźniej ekspansywna polityka monetarna nie będzie stanowić remedium na problemy deficytu strukturalnego czy niekorzystnych trendów demograficznych, generując wiele trudnych dziś do przewidzenia efektów średnio- i długookresowych.

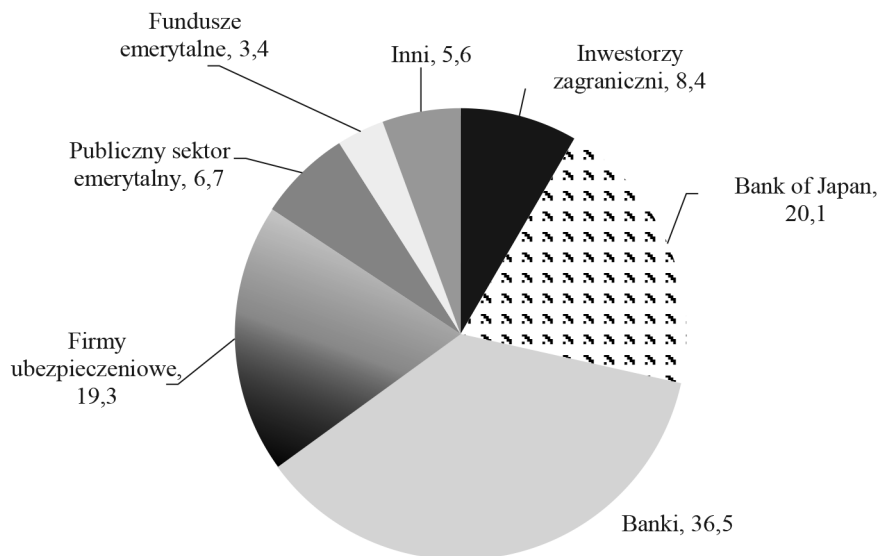
Pocieszający w tym wszystkim jest fakt, iż ponad 90% japońskiego długu denominowane jest w rodzimej walucie i przechowywane w kraju (rys. 2), jednakże od 2013 roku gospodarstwa domowe odnotowują spadek tempa akumulacji oszczędności, czego przyczyny już zasygnalizowano.

Z drugiej strony, zagraniczni inwestorzy, choć stanowiący ledwie 8,4%<sup>1</sup> dysponentów japońskich rządowych papierów dłużnych (dane za 2014 rok), pozostają dalece bardziej aktywni na rynku wtórnym, skupując i sprzedając masowo wspomniane obligacje państwowe trzeciej gospodarki świata.

Ponadto, w okolicznościach kurczenia się bieżącej nadwyżki strukturalnej, japoński rząd będzie zależał coraz silniej od inwestorów zagranicznych skłonnych finansować deficyt budżetowy, co oznacza wzrost kosztów odsetkowych i amortyzacyjnych. Odpowiedzią na dylemat fiskalny miał być dynamiczny wzrost gospodarczy wskutek wdrożenia trzech „strzał” Abenomiki, który przyniósłby wzrost wpływów podatkowych, a przy tym przestrzeń do podwyżek podatków i cięć w wy-

---

<sup>1</sup> Tymczasem, w przypadku obligacji rządu Stanów Zjednoczonych było to w analogicznym okresie 47%, Niemiec – 61%, Francji – 40%, Grecji – 58%, Włoch – 37%, Wielkiej Brytanii – 30% (dane pochodzą z lat 2013-2014, zależnie od dostępności).



**Rys. 2.** Dysponenci japońskich rządowych papierów dłużnych w 2014 r. (w %)

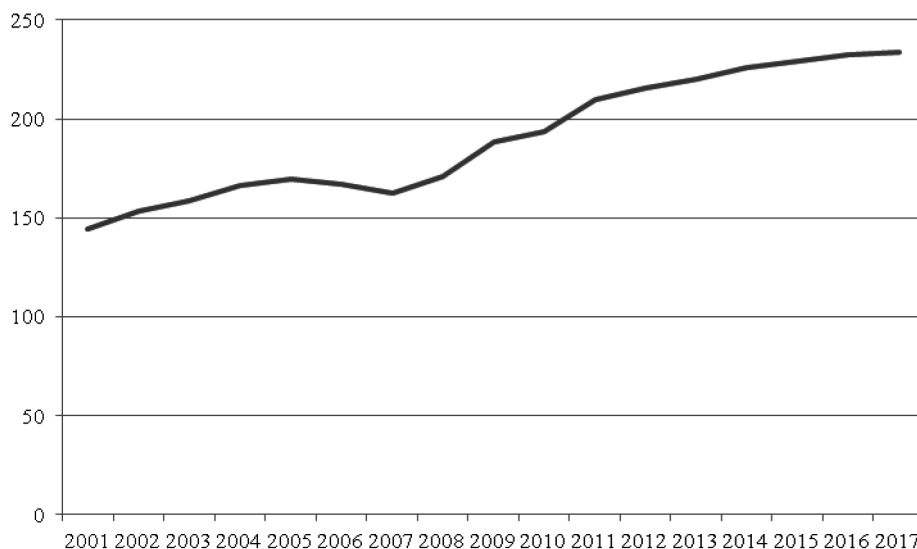
Źródło: [Ministry of Finance of Japan 2014, s. 20].

datkach. Centralną rolę odgrywa jednak, mając na uwadze dalekie od oczekiwań wyniki makroekonomiczne pierwszych trzech lat polityki premiera Abe, właśnie japoński rynek obligacji, za pośrednictwem którego finansowane jest obecnie blisko 35% wydatków rządowych, przy konsekwentnie malejącym udziale wpływów podatkowych (obecnie już poniżej 50%). Nie dziwi zatem, iż miesięczny limit zakupów rządowych papierów dłużnych na otwartym rynku podniesiono do poziomu 8-12 bln jenów, co oznacza skup ponad 70% pierwotnej emisji obligacji. Mając na względzie fakt, iż japońskie fundusze emerytalne konsekwentnie ograniczają ekspozycję na rynek papierów dłużnych na rzecz giełdy i rynków zewnętrznych, BoJ będzie w perspektywie lat 2017-2020 dysponował pulą ponad 50% japońskich obligacji rządowych. Nie sposób w tym kontekście całkowicie wykluczyć, iż pewnego dnia rząd Japonii zdecyduje się je umorzyć i tym samym istotnie obniżyć dług publiczny, wynoszący już blisko 240% PKB (rys. 3).

Otwartą kwestią pozostaje strategia wyjścia Bank of Japan, jak również okoliczności, w których taka strategia mogłaby zostać wdrożona. Nie sposób wykluczyć bowiem nerwowych posunięć w odpowiedzi chociażby na próby spekulacji na oprocentowaniu obligacji ze strony międzynarodowych funduszy hedgingowych, obracających na zagranicznych rynkach kapitałowych otwartymi opcjami poza jakimkolwiek wpływem i kontrolą rządu Japonii.

Odwołując się do teorii ilościowej pieniądza, można przypuszczać, że mechanizm interakcji zachodzący między ilością pieniądza w obiegu a poziomem cen





**Rys. 3.** Zadłużenie publiczne brutto w relacji do PKB Japonii w latach 2001-2017 (w %)

Źródło: [OECD 2015, s. 12; Ministry of Finance of Japan 2014, s. 8].

obserwowany w Japonii wyklucza jej efekty. J.M. Keynes dowodził bowiem, iż ilościowa teoria pieniądza sprawdza się w okolicznościach pełnego zatrudnienia, zatem przy braku przymusowego bezrobocia w gospodarce narodowej. Wówczas to, zdaniem Keynesa, zmiany w ilości pieniądza w obiegu mogą oddziaływać na poziom cen, szybkość obiegu pieniądza, jak również wskaźnik zadłużenia bieżącego w sektorze bankowym [Wakatabe 2012, s. 18-25].

Rozważając wskaźnik bazy monetarnej do nominalnego PKB Japonii na przestrzeni lat, należy podkreślić, iż pozostawał on stabilny do 1990 roku, zatem do czasu pęknięcia bańki aktywów – wówczas bowiem baza monetarna szacowana była na 40 bln jenów, nominalne PKB zaś – na 440 bln jenów. W kolejnych latach wskaźnik bazy monetarnej do nominalnego PKB zaczął szybko wzrastać, dla przykładu, w 2012 roku baza monetarna sięgnęła poziomu 120 bln jenów, przy nominalnym PKB na poziomie 475 bln jenów, szczególnie za sprawą spadku szybkości obiegu pieniądza i mnożnika kredytowego.

Wydaje się, iż operacje BoJ ukierunkowane na poszerzenie bazy monetarnej, wbrew logice teorii ilościowej pieniądza, nie powodują wzrostu cen. W listopadzie 2013 roku baza monetarna osiągnęła wartość 190 bln jenów, przy wyraźnie pogarszającym się wskaźniku *szybkość obiegu pieniądza*  $\times$  *mnożnik kredytowy* [Oguro 2014, s. 312].

W opinii K. Oguro [2014] teoria ilościowa pieniądza znajdzie zastosowanie w gospodarce Japonii dopiero wtedy, gdy BoJ uda się wyprowadzić gospodarkę

trwale z deflacji, normalizując przy tym poziom stóp procentowych. Przy założeniu, że baza monetarna wynosi 190 bln jenów, zdaniem Oguro, nominalne PKB musiałyby sięgnąć poziomu 2 280 bln jenów, by wzajemna relacja powróciła do przeciętnego poziomu sprzed straconej dekady. W okolicznościach stagnacji realnego PKB, gdzie  $\text{nominalne PKB} = \text{realne PKB} \times \text{poziom cen}$ , konieczny byłby niemal pięciokrotny wzrost cen, co oznaczałoby ogromną presję inflacyjną. Przywołując raz jeszcze zapowiedzi Kurody z kwietnia 2013 roku, baza monetarna miała na koniec 2014 roku sięgnąć poziomu 270 bln jenów, czyli ok. 60% PKB<sup>2</sup>, wielce prawdopodobne jest jednak, iż udział ten przekroczy 76% na koniec 2016 roku i 80% na koniec 2017 roku z uwagi na zapowiedzi prezesa BoJ, jakoby nie było limitu dla ilościowej i jakościowej ekspansji monetarnej, dopóki cel inflacyjny nie zostanie osiągnięty. Zdaniem Kumakury [2016] na koniec 2015 roku Bank of Japan dysponował japońskimi rządowymi papierami dłużnymi o wartości ponad 300 bln jenów. Ważna w tym kontekście jest decyzja BoJ z 16 lutego 2016 r. o wprowadzeniu ujemnego oprocentowania na poziomie  $-0,1\%$  dla depozytów instytucji finansowych w banku centralnym, przy jednoczesnej penalizacji wypłat gotówkowych, celem zmotywowania do aktywności na rynku kredytowym i kapitałowym [Takeda 2016].

W przypadku zaistnienia presji inflacyjnej BoJ może być zmuszony ograniczyć podaż pieniądza przez podniesienie stóp procentowych czy wyprzedaj rządowych papierów dłużnych. Ze względu na ewentualne implikacje dla długoterminowej stopy procentowej i systemu finansowego tego rodzaju działania banku centralnego musiałyby być podejmowane niezwykle ostrożnie, jako że dużą pulę japońskich obligacji rządowych mają w swoim portfelu rodzime banki. Potencjalny wzrost długoterminowej stopy procentowej do poziomu 3% w okolicznościach presji inflacyjnej mógłby dramatycznie zwiększyć koszty odsetkowe. Co więcej, według „Financial System Report 2012” Bank of Japan wzrost długoterminowej stopy procentowej o 1% spowoduje ujemną wycenę na poziomie 3,7 bln jenów, w przypadku banków regionalnych – 3 bln jenów, banków Shinkin – 1,6 bln jenów. W kontekście powyższego ekspansywna polityka monetarna BoJ ukierunkowana na wyjście z deflacji może uderzyć silnie w sektor finansów publicznych Japonii.

Podsumowując rozważania wokół zagrożeń związanych z ekspansywną polityką monetarną Bank of Japan, należy wskazać na następujące kwestie:

- Japonii grozi kryzys zadłużenia związany ze swego rodzaju sprzężeniem zwrotnym: stopa zwrotu z pożyczek rządowych i koszty długu publicznego wzajemnie się napędzają, czemu towarzyszą rosnące ceny i stopy nominalne;
- rozszerzona baza monetarna czyni kontrolę inflacji znacznie mniej efektywną, podobnie jak kontrolę szybkości obiegu pieniądza; tym samym, międzynarodowo-

---

<sup>2</sup> Dla porównania, w trzecim kwartale 2013 roku omawiany wskaźnik w przypadku Amerykańskiego Banku Rezerwy Federalnej, Bank of England, Europejskiego Banku Centralnego oscylował w przedziale 20-25%, podczas gdy w przypadku Bank of Japan – już 43%.



- wa deprecjacja jena przy dynamicznie rosnącej inflacji krajowej może doprowadzić do „twardego lądowania” gospodarki japońskiej;
- ekspansywna polityka monetarna oddziałuje negatywnie na gospodarkę globalną, uderzając w konkurencyjność cenową partnerów handlowych Japonii, inspirując międzynarodowy wyścig dewaluacyjny; finansowanie inwestycji zagranicznych z tanich obecnie japońskich pieniędzy może sprzyjać powstawaniu baniek spekulacyjnych w różnych częściach świata;
  - Bank of Japan może stracić reputację, o ile przyczyni się do międzynarodowej destabilizacji finansowej.

#### 4. Zakończenie

Abenomika zapowiadana była jako polityka stanowcza, skuteczna i długofalowa, jej pierwsza „strzała” zaś, czyli ekspansywna polityka monetarna, miała odegrać centralną rolę w walce z wieloletnią deflacją i stagnacją. Premier Shinzo Abe i ściśle współpracujący z nim nowy prezes Bank of Japan – Haruhiko Kuroda dysponowali silnym mandatem społecznego zaufania, by podejmować działania niekonwencjonalne i niepopularne. Nie ulega wątpliwości, iż radykalne obniżenie stóp procentowych, masowy skup rządowych papierów dłużnych w ramach rozszerzania bazy monetarnej na niespotykaną dotychczas skalę, zaangażowanie banku centralnego na rynku kapitałowym, włącznie z funduszami inwestycyjnymi typu ETF czy podmiotami rynku nieruchomości, spotykały się, jak dotychczas, z pozytywnym bądź co najmniej spokojnym odbiorem ze strony rynku. Ze względu jednak na to, że cele pod postacią inflacji na poziomie 2%, powrotu na ścieżkę dynamicznego rozwoju, wzrostu konsumpcji i inwestycji, pozostają niezrealizowane, determinacja Kurody w kwestii kontynuowania obranej trzy lata temu ścieżki może budzić wątpliwości, o ile nie zacząć niepokoić, w szczególności w kontekście zagrożeń, jakie pociąga za sobą ekspansja monetarna BoJ – tak dla gospodarki japońskiej, jak i jej otoczenia.

O ile rozczarowują ostatnie dane makroekonomiczne za czwarty kwartał 2015 roku – ujemny wzrost gospodarczy na poziomie 1,4% (któremu z całą pewnością nie pomaga silne spowolnienie gospodarki chińskiej i spadek popytu zarówno w obrębie rynków wschodzących, jak i zachodnich), spadek konsumpcji o 0,8%, wzrost eksportu o 0,1%, o tyle niewątpliwie niepokoją dane dotyczące ekspansji monetarnej BoJ – zgromadzono ponad 300 bln jenów w rządowych papierach dłużnych, baza monetarna w relacji do nominalnego PKB zbliża się konsekwentnie do poziomu 75%, kurczyć się będzie stopniowo podaż obligacji do wykupu, podobnie jak skłonność i zdolność krajowych inwestorów do ich gromadzenia. Jedną z kluczowych zapowiedzi premiera Abe, związana z uzyskaniem do 2020 roku nadwyżki strukturalnej i konsolidacji fiskalnej, pozostanie najprawdopodobniej niespełniona z uwagi na stagnację płac realnych i rozpowszechnienie nieregularnych form zatrudnienia, co rzutuje z kolei na poziom konsumpcji i produktywności japońskiej siły roboczej. Tym samym, bez znaczących cięć w wydatkach publicznych, w szczególności so-

cialnych, oraz dalszych podwyżek podatków, zadłużenie kraju będzie w dalszym ciągu wzrastać, czemu zapożyczanie się na koszt przyszłych pokoleń na drodze emisji obligacji z całą pewnością nie pomoże. Dyskusyjna pozostaje przy tym kwestia, na ile łagodna inflacja pobudzić może popyt wewnętrzny, analogicznie zresztą do negatywnych implikacji obecnej od lat, choć łagodnej, deflacji. Jak już bowiem wspomniano, zasadniczym wyzwaniem w kontekście wieloletniej stagnacji gospodarki Japonii pozostaje dynamicznie starzejące się japońskie społeczeństwo.

W kontekście powyższego należy oczekiwać, iż społeczeństwo japońskie, podobnie jak inwestorzy krajowi i zagraniczni, z coraz większym niepokojem przyglądać się będą ekspansywnej polityce monetarnej BoJ, mając na uwadze ryzyka związane z prawdopodobnym kryzysem zadłużenia czy destabilizacją międzynarodowego rynku finansowego przez tani japoński pieniądz.

Można przyjąć, iż H. Kuroda dopuszcza scenariusz powstawania baniek spekulacyjnych na rynku aktywów, uznając je za czynnik stymulujący dla gospodarki [Ueda 2013]. Jak przekonywał I. Fujiwara [2013], inflacja ma w Japonii naturę monetarną, nie zaś fiskalną, jako że jej poziom determinowany jest poziomem cen i płac, co w tym ostatnim przypadku wiąże się z procesami decyzyjnymi przedsiębiorstw, rozpatrujących wszak kryteria monetarne, nie zaś fiskalne. Ze względu na wysoki poziom zadłużenia państwa w relacji do PKB, jak również masowy zakup rządowych papierów dłużnych przez BoJ, społeczeństwo ma coraz większe wątpliwości co do stabilności fiskalnej państwa. Pozytywna relacja między poziomem inflacji a ekspansją monetarną jest w przypadku Japonii relatywnie słaba i nielinowa, aczkolwiek nawet scenariusza hyperinflacji nie daje się całkowicie wykluczyć. Otwarte jednak pozostaje pytanie, na ile dwie pozostałe „strzały” Abenomiki okażą się skuteczne w dłuższej perspektywie, jako że reformy fiskalne i strukturalne wymagają szerokiego porozumienia różnych grup interesów i determinacji samego, skądinąd konserwatywnie nastawionego premiera Abe w podejmowaniu bolesnych, radykalnych decyzji.

## Literatura

- Bank of Japan, 2016, <https://www.boj.or.jp/en/statistics/dl/loan/prime/prime.htm>.
- Barro R.J., Grilli V., 1994, *European Macroeconomics*, Macmillan Press, New York.
- Buiter W., 2008, *Quantitative easing and qualitative easing: A terminological and taxonomic proposal*, 9 December, <http://blogs.ft.com/maverecon/2008/12/quantitative-easing-and-qualitative-easing-a-terminological-and-taxonomic-proposal/#axzz422nvDTse>.
- Bullard J., 2010, *President's Message: Quantitative Easing – Uncharted Waters for Monetary Policy*, Federal Reserve Bank of St. Louis, <https://www.stlouisfed.org/publications/regional-economist/january-2010/quantitative-easinguncharted-waters--for-monetary-policy>.
- Feldstein M., 2011, *Quantitative Easing and America's Economic Rebound*, 24 February, <http://www.project-syndicate.org/commentary/quantitative-easing-and-america-s-economic-rebound?barrier=true>.
- Fujiwara I., 2013, *Japanese inflation: A monetary or fiscal phenomenon?*, East Asia Forum, 8 January, <http://www.eastasiaforum.org/2013/01/08/japanese-inflation-a-monetary-or-fiscal-phenomenon>.

- Hilpert H.G., 2015, *Japan After Two Years of „Abenomics” Monetary Illusions, Timid Reforms: So Far, Prime Minister Abe’s Economic Policy Has Missed Its Mark*, Stiftung Wissenschaft und Politik, German Institute for International and Security Affairs, [https://www.swp-berlin.org/fileadmin/contents/products/comments/2015C20\\_hlp.pdf](https://www.swp-berlin.org/fileadmin/contents/products/comments/2015C20_hlp.pdf).
- Hummel J.R., 2007, *Death and taxes, including inflation: The public versus economists*, Econ Journal Watch, vol. 4, no. 1.
- Hussman J.P., 2010, *Bernanke Leaps into a Liquidity Trap*, 25 October, <http://www.hussmanfunds.com/wmc/wmc101025.htm>.
- Inman P., 2011, *How the world paid the hidden cost of America’s quantitative easing*, The Guardian, 29 June.
- Knoema, 2016, <http://knoema.com/igsdjtg/japan-gdp-growth-forecast-2015-2020-and-up-to-2060-data-and-charts>.
- Kumakura M., 2016, *Japan is sinking in a sea of money*, East Asia Forum, 27 January, <http://www.eastasiaforum.org/2016/01/27/japan-is-sinking-in-a-sea-of-money>.
- Ministry of Finance of Japan, 2014, *Japanese Public Finance. Fact Sheet*, Tokyo, <https://www.mof.go.jp/english/budget/budget/fy2014/factsheet2014.pdf>.
- OECD, 2015, *OECD Economic Surveys, Japan*, <http://knoema.com/OECD/EOLTBP2015/oecd-economic-outlook-no-98-november-2015>.
- Oguro K., 2014, *Challenges confronting Abenomics and Japanese public finance – Fiscal consolidation must start by squarely facing reality*, Public Policy Review, vol. 10, no. 2.
- Sullivan A., Sheffrin S.M., 2003, *Economics: Principles in Action*, Pearson Prentice Hall, New Jersey.
- Takeda M., 2016, *The Bank of Japan’s sub-zero shock*, East Asia Forum, 8 February, <http://www.eastasiaforum.org/2016/02/08/the-bank-of-japans-sub-zero-shock>.
- Taylor J.B., 2013, *The Fed’s New View is a Little Less Scary*, 20 June, <http://economicsone.com/2013/06/20/the-feds-new-view-is-a-little-less-scary>.
- Ueda K., 2013, *Bank of Japan takes big risks to revive the economy*, East Asia Forum, 12 May, <http://www.eastasiaforum.org/2013/05/12/bank-of-japan-takes-big-risks-to-revive-the-economy>.
- Wakatabe S., 2012, *Turning Japanese? Lessons from Japan’s lost decade to the current crisis*, Working Paper Series, no. 309, Columbia Business School.
- World Bank, 2016, <http://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.MKTP.KD.ZG?page=2>.