

Adam Hetmańczuk

Wyższa Szkoła Bankowa we Wrocławiu

POLITYKA PIENIĘŻNA U PROGU XXI WIEKU. EKSPOZYCJA PROBLEMU

„Polityka pieniężna, która wiarygodnie i trwale
dba o zapewnienie stabilności cen,
w najlepszy sposób przyczynia się
do poprawy perspektyw gospodarczych
i podniesienia standardu życia”

Europejski Bank Centralny

Frankfurt nad Menem 1999

1. Wstęp

Współczesna gospodarka stale narażona jest na różnego rodzaju wstrząsy i zakłócenia o charakterze popytowym, podażowym oraz cenowym, które wymagają reakcji ze strony polityki ekonomicznej, by utrzymać stabilny wzrost globalnego popytu. Występowanie zdarzeń nieprzewidywalnych o różnej proveniencji w krajowej gospodarce jest czymś normalnym i w pewnej mierze nieuniknionym; w rezultacie procesy gospodarowania przebiegają w warunkach znacznej niepewności i podwyższonego ryzyka. W ocenie badaczy problematyki makroekonomicznej samoczynne działanie mechanizmu rynkowego wprawdzie nieustannie zmierza do równowagi, jednak bez przymusu osiągnięcia tejże w sposób stabilny i permanentny. W literaturze toczy się od dawna w tej materii otwarta wymiana poglądów między keynesistami a klasykami i neoklasykami. Zarzewiem kontrowersji są przede wszystkim prawo rynków Say'a i zasada neutralności pieniądza oraz ramy prowadzonej analizy – krótki i długi okres.

Konieczność udziału podmiotów publicznych (narodowych oraz międzynarodowych) w procesach regulacyjnych wyraźnie wzrasta w obliczu trudnych wyzwań związanych z globalizacją gospodarki oraz narastaniem wielkich problemów ekonomicznych, politycznych i społecznych na tle polaryzacji potencjałów gospodarczych przy ograniczonych zasobach naturalnych. Poszukuje się skutecznych sposobów korygowania samoregulacji rynkowej tam, gdzie działa ona ze szkodą dla

społeczeństwa, oraz wspomagania jej tam, gdzie jej działanie jest zbyt słabe. Polityka pieniężna pozostaje wciąż jedną z najważniejszych dziedzin polityki makroekonomicznej. Bierze ona udział w stabilizowaniu procesów gospodarczych przez kontrolowanie inflacji, i to w taki sposób, aby nie wywoływać tzw. mikrocykli koniunkturalnych, manifestujących się początkowo szybkim wzrostem PKB, a w dalszej kolejności jego raptownym spadkiem. W ostatnich latach obserwuje się wyraźną tendencję do umiędzynarodowiania tej sfery polityki. Oddziaływanie polityki monetarnej krajów zajmujących wysokie pozycje w gospodarce światowej nie ogranicza się do własnych terytoriów, lecz przenosi się na inne państwa i ich narodowe systemy gospodarcze¹.

2. Warunki prowadzenia polityki pieniężnej w dobie globalizacji

Środowisko ekonomiczno-polityczne niezwykle szybko zmieniających się warunków funkcjonowania krajowej gospodarki i otoczenia zewnętrznego stanowi potężny czynnik zakłócający cały proces przygotowywania i realizacji decyzji banku centralnego. Ocena efektywności polityki pieniężnej należy do szczególnie ważnych zagadnień, lecz zarazem kontrowersyjnych zarówno w makroekonomii, jak i w praktyce gospodarczej. Metody i środki oddziaływania władzy monetarnej na przebieg procesów inflacyjnych, włącznie z ich modelowaniem, są przedmiotem dyskusji na różnych forach oraz weryfikacji empirycznych z zastosowaniem specjalistycznych narzędzi statystyki matematycznej oraz ekonometrii. Szczęólnego znaczenia nabiera ta kwestia w ostatnich kilkunastu latach, kiedy wobec globalizacji nieskuteczne stają się niektóre rodzaje polityki gospodarczej, jak na przykład polityka ochrony konkurencji na rynku narodowym czy też osiąganie celu finalnego w obszarze krajowej polityki pieniężnej za pomocą podejścia tradycyjnego – celów pośrednich. Na znaczeniu w sensie relatywnym tracą również samodzielne państwa, tj. krajowe władze fiskalne oraz monetarne, a względnie zyskują firmy i przedsiębiorstwa wielonarodowe, które w coraz mniejszym stopniu podlegają zewnętrznemu nadzorowi, w tym kontroli narodowych władz publicznych.

¹ Amerykański bank centralny obniżył ostatnio (druga dekada września 2007 r.) stopy procentowe o 50 pkt bazowych do poziomu 4,75%, aby ratować gospodarkę przed recesją po zapaści, jaka powstała na rynku kredytów hipotecznych. Jest to pierwsza obniżka od czterech lat. Inwestorzy na giełdach zareagowali wzmożonymi zakupami papierów wartościowych. Od 2003 r. Fed aż 17 razy podnosił stopy procentowe, walcząc w ten sposób z inflacją towarzyszącą coraz szybciej rosnącej krajowej ekonomice. Upadek jednego z największych pożyczkodawców w USA, New Century Financial, pogłębił wcześniejszy kryzys na rynku nieruchomości, którego bezpośrednim powodem były gigantyczne emisje obligacji zabezpieczonych zapisami hipotecznymi. W ciągu kilku miesięcy kryzys z tego rynku nabrał wymiaru globalnego, dotykając wielkie banki i fundusze inwestycyjne, w tym również zagraniczne. Banki w Niemczech (np. IKB i SachsenLB) i w Wielkiej Brytanii (Northern Rock) ponosiły olbrzymie straty, szacowane w milionach euro oraz funtów. Rząd angielski nie chcąc dopuścić do paniki i utraty wiarygodności brytyjskich banków, ogłosił, że daje gwarancję na wszystkie oszczędności ulokowane w bankach („Gazeta Wyborcza” z dnia 19.09.2007).

Obecnie elementami szeroko rozumianej strategii monetarnej są najczęściej płynny kurs walutowy i cel inflacyjny, odpowiadające w jakiejś mierze również wyzwaniom nowej fali globalizacji. Podstawowym instrumentem polityki pieniężnej jest krótkoterminowa stopa procentowa. Według wielu ekonomistów stanowi to mocny argument na rzecz przekonania o zasadności prowadzenia współczesnej polityki pieniężnej na podstawie przyjętej reguły. Sugeruje się nawet, aby działania oparte na intuicji i doświadczeniu decydentów były konsekwentnie zastępowane wdrażanymi procedurami algorytmicznymi, eliminującymi lub ograniczającymi dyskrejonalność w maksymalnym stopniu. Dyskusja w tej materii ma charakter jak najbardziej otwarty i rozwojowy. Wymaga ona kolejnych teoretycznych eksploracji i złożonych, wielostopniowych badań, podbudowanych nowoczesną weryfikacją dotychczasowych ustaleń makroekonomii, w tym podważenia wielu spetryfikowanych argumentów, niezbyt dobrze przystających do zupełnie nowej rzeczywistości społeczno-gospodarczej kształtującej się w okresie ostatnich kilku lub kilkunastu lat.

Uprawianie polityki pieniężnej przez bank centralny odbywa się obecnie w bardzo niestabilnych warunkach gospodarowania, zmieniających się niezwykle dynamicznie pod dyktando przede wszystkim czynników otoczenia zewnętrznego, wywierającego znaczny wpływ na kształtowanie się wewnętrznych makroproporcji oraz podstawowych relacji (np. krajowej luki popytowej, rodzimej inflacji czy podstawowych stóp narodowego banku centralnego). Dzisiejsze systemy gospodarcze poszczególnych państw są ze sobą w znacznym stopniu powiązane, nie tylko ze względu na duży stopień otwartości na wymianę towarową za pośrednictwem rynku światowego, lecz także na nasilające się oddziaływanie procesów globalizacji ekonomicznej. Ich wyróżnikami są między innymi postępująca, wielostronna liberalizacja handlu światowego oraz powstawanie globalnego rynku poszczególnych produktów i usług, szybko integrujące się rynki finansowe, rozszerzające się ugrupowania gospodarcze oraz tworzące się walutowe bloki integracyjne z jednolitą jednostką monetarną, rosnąca konsolidacja giełd światowych, w tym europejskich, wzrost roli ponadgranicznej działalności bankowej oraz transgranicznych przepływów kapitałowych i konwergencja systemów gospodarczych, zwiększona mobilność kapitału i wolnych środków finansowych w skali międzynarodowej, przyspieszone zmiany własnościowe i prywatyzacyjne oraz deregulacja głównych sektorów gospodarki w wielu krajach, zwłaszcza na rynkach wschodzących (*emerging market*), a także permanentny postęp techniczny wywołujący rewolucyjne zmiany we wszystkich bez wyjątku sferach krajowej gospodarki, szczególnie w dziedzinach technologii informacji i informatyzacji, teletransmisji, telekomunikacji (sektor ICT – *Information and Communication Technology*) oraz w transporcie. W takiej sytuacji radykalnie maleje znaczenie czynnika czasu i przestrzeni w przebiegu procesów ekonomicznych, a bardzo szybko narasta umiędzynaradawianie działalności biznesowej, prowadząc do nieuniknionego procesu powstawania jednolitej gospodarki światowej [Rybiński, 2007, s. 274]. Z tym wiąże się wiele

różnorodnych i złożonych zjawisk oraz procesów, których naturę należy zbadać, aby w pełni zrozumieć ich źródła i mechanizmy.

Nowe jakościowo zjawiska silnie komplikują rzeczywistość gospodarczą i znacznie podnoszą poziom niepewności, z jaką muszą się liczyć władze monetarne, podejmując suwerenne decyzje dotyczące kształtowania sfery pieniężnej, a pośrednio całej gospodarki. Polityka pieniężna może mieć istotny, utrzymujący się przez wiele kwartałów wpływ na realną działalność ze względu na stopniowe dostosowywanie się poszczególnych cen oraz ogólnego poziomu cen. Oczekiwane efekty zastosowanych środków mają zwykle charakter stochastyczny i są obciążone dużą zmiennością. Zawodzą dotychczasowe rozwiązania, od wielu lat stosowane w tym obszarze polityki ekonomicznej; od jakiegoś czasu polityka pieniężna boryka się z niemalymi trudnościami odnośnie do możliwości realizacji celu finalnego na podstawie strategii pośrednich bazujących na kontroli agregatów monetarnych lub kursu walutowego. Ogólnie rzecz ujmując, tradycyjne strategie (pośrednie) przestały odpowiadać nowym wyzwaniom, z jakimi muszą się zmierzyć krajowe systemy gospodarcze, otwarte na wpływy i oddziaływania transformujących się mechanizmów rynku światowego oraz postępujących procesów globalizacji. W warunkach swobodnego przepływu kapitału, ludzi i towarów, a także usług oraz innowacji, wiedzy i informacji polityka monetarna nie może jednocześnie efektywnie kontrolować podaży pieniądza i poziomu kursu walutowego. W systemach walutowych odchodzi się od koncepcji kursu sztywnego na rzecz kursu zmiennego, w którym ceny walut ustalają się swobodnie w wyniku działania sił rynkowych. W praktyce jest to tzw. kierowany system kursów walutowych (*dirty floating*).

Płynny kurs pozwala na szybki i nieograniczony transfer kapitału według kryterium najwyższej rentowności mierzonej relacją krajowej stopy procentowej do średniej stopy na rynku światowym, wykluczając tym samym aktywną politykę kursową i autonomiczną podaż pieniądza jako najważniejszego pierwotnego źródła zasilania wewnętrznej cyrkulacji. W systemie zmiennych kursów walutowych bank centralny nie interweniuje (pomijając oczywiście sytuacje skrajne); nie skupuje nadwyżki obcych walut czy też nie kompensuje ich niedoboru na rynku poprzez sprzedaż z własnych rezerw walutowych, a kurs krajowej waluty ustala się swobodnie na poziomie, który zapewnia równowagę między podażą obcych walut i popytem na nie, sprzyjając równoważeniu bilansu płatniczego z zagranicą.

Makroekonomiczna analiza gospodarki otwartej z zastosowaniem dwurynkowego modelu IS-LM, wywodzącego się w warstwie conceptualnej wprost od J.R. Hicksa, badająca wpływ aktywnej polityki fiskalnej oraz monetarnej na zmiany dochodu narodowego i wzrost gospodarczy w krótkim okresie potwierdza maksymalną skuteczność tylko w przypadku polityki pieniężnej [Noga, 2000, rozdz. 14]. Stąd szczególne duże zainteresowanie ekonomistów polityką monetarną w porównaniu z polityką budżetową, przy czym nie oznacza to umniejszenia roli i znaczenia tej ostatniej w całym procesie prowadzenia polityki ekonomicznej. Nie można przecież ignorować, szczególnie w dobie globalizacji, problemu koordynacji oby-

dwu rodzajów polityki ekonomicznej, w tym na poziomie regionalnym i międzynarodowym, mając na uwadze oczekiwaną skuteczność polityki monetarnej. W długim okresie problem koordynacji przestaje mieć znaczenie ze względu na neutralność pieniądza, odgrywa on jednak nadal ważną rolę w krótkim okresie, chyba że zaaprobuje się tezę nowej ekonomii klasycznej (*new classical macroeconomics*) o nieskuteczności polityki ekonomicznej w ogóle. Zastosowanie hipotezy racjonalnych oczekiwań (*rational expectations*) do badań nad skutecznością polityki ekonomicznej rzuciło nowe światło na charakter zależności między polityką fiskalną a monetarną. T.J. Sargent i N. Wallace wykazali, że skuteczność obydwu rodzajów polityki wymaga, aby były one ze sobą spójne w układzie międzyokresowym. W prezentowanym opracowaniu ten, skądinąd interesujący, wątek nie będzie dalej rozwijany.

Kapitały napływające z zewnątrz do gospodarki stanowią dodatkowe, aczkolwiek wysoce niestabilne² źródło finansowania procesów rozwojowych; znaczny odsetek migrujących środków finansowych, funkcjonujących z założenia w okresie jak najkrótszym, przynoszącym maksymalny zysk, ma lub może mieć wybitnie spekulacyjny charakter. Napływy i odpływy takich kapitałów charakteryzują się szczególnie wysoką częstotliwością zmian miejsc i kierunków ekspansji. Może to zagrozić stabilności finansowej i podstawom ładu ekonomicznego w danym kraju. W państwach, w których nie wprowadzono odpowiedniej kontroli, pojawiły się właśnie działania o znamionach spekulacyjnych na poziomie międzynarodowym. Rodzi to nierzadko kryzysy walutowe, które pociągają za sobą kryzysy bankowe oraz poważne wstrząsy na rynkach aktywów, obnażając tym samym negatywne aspekty globalizacji. Tylko i wyłącznie kapitał długoterminowy, przyjmujący formę bezpośrednich inwestycji zagranicznych – BIZ (przede wszystkim w formie

² Na przykład w ostatnim okresie (pierwsze półrocze 2007) Japoński Bank Centralny (BoJ) pozostawił po raz szósty z rzędu główną stopę procentową na niezmiennym poziomie (0,5%) i dzięki temu jen jest dalej tanią walutą. Inwestorzy będą więc nadal zaciągać pożyczki w walucie japońskiej, aby pozyskane w ten sposób środki ulokować w bardziej dochodowych aktywach, szczególnie na rynkach wschodzących. W Polsce stopa referencyjna NBP aktualnie wynosi 4,75%. Dlatego złoty, podobnie jak inne waluty regionu, zyskuje na wartości na fali rosnącego oczekiwania na wyższe zwroty z inwestycji. Przekierowywanie kapitału do wschodzących systemów gospodarczych ma w dużej mierze charakter spekulacyjny i w każdej chwili może być zmienione, gdy tylko pojawi się bardziej rentowna forma inwestycji portfelowych w każdym innym regionie świata, np. w bezpieczne obligacje skarbowe rządu amerykańskiego. Ostatni kryzys na rynku pożyczek hipotecznych w Stanach Zjednoczonych może jednak gwałtownie zachwiać nastawieniem inwestorów zewnętrznych i spowodować nagle wycofywanie środków z NYSE. Odsetki z zagranicznych operacji kapitałowych znacznie przewyższają koszt kredytu. Po pewnym czasie następuje odwrócenie transakcji; inwestorzy sprzedają dochodowe zagraniczne papiery i wracają do wyjściowej waluty, aby spłacić powstałe zobowiązania. Mechanizm *carry trade* wygląda wręcz na finansowe perpetuum mobile. Są tutaj ukryte pułapki, które mogą doprowadzić do ruiny inwestorów zaślepionych widmem dużych i łatwych zysków. Należy dodać, że na decyzję BoJ o utrzymaniu głównej stopy procentowej na dotychczasowym poziomie wpłynęły m.in. silna aprecjacja jena oraz malejące zainteresowanie kontraktami typu *carry trade* jako formą globalnej spekulacji, a także słabszy, w porównaniu z prognozami, wzrost ekonomiczny krajowej gospodarki („Dziennik” z dnia 24.08.07).

tw. *greenfield projects*), wspieranych znacznymi środkami pomocowymi, stanowi gwarantowane źródło zwiększające stopę inwestycji, a w konsekwencji prowadzące do trwałego wzrostu produkcji oraz poziomu zatrudnienia. W ogóle BIZ (*Foreign Direct Investment*) są nie tylko ważnym czynnikiem przyspieszającym globalizację, lecz przyczyniają się do zwiększenia wydajności pracy, wprowadzenia nowoczesnych metod zarządzania, nasilenia konkurencji i obniżki kosztów oraz domykania luki technologicznej, choć niekiedy wpływają negatywnie na bilans płatniczy.

Badania Ribego i Beemana pokazują, że otwarcie gospodarki na przepływ kapitału zmniejszyło tzw. efekt wypierania (*crowding-out effect*) w Stanach Zjednoczonych w latach 80. aż o dwie trzecie w stosunku do gospodarki zamkniętej [Ribe, Beeman, 1996, s. 209-212]. Nie eliminuje to w żadnym razie działania mechanizmów rynkowych, łącznie z procedurami upadłości i bankructwa oraz bezrobocia, inflacji, a także kryzysu i niepewności w obszarze funkcjonowania finansów publicznych. Z drugiej strony jednak jakiejkolwiek restrykcje oraz ograniczenia różnej natury, w tym prawno-administracyjnej, w przepływie kapitałów (szczególnie inwestycji portfelowych) są na dzisiejszym etapie rozwoju nie tylko nieskuteczne, lecz wręcz niepożądane; duża złożoność rynków finansowych oraz wielość instrumentów dostępnych na tych rynkach czynią je niemożliwymi do wyegzekwowania³.

Liberalizacja przepływów kapitałowych może przyczynić się w sposób negatywny do transmisji szoków zewnętrznych do gospodarki, wystawiając jej bieżące funkcjonowanie na bezpośrednie niebezpieczeństwo wystąpienia kryzysów walutowych i podnosząc znacznie ryzyko makroekonomiczne. W takiej sytuacji krajowe władze monetarne powinny jak najszybciej wypracować efektywne sposoby amortyzowania impulsów zewnętrznych mogących stanowić poważne zagrożenie dla realizacji celu finalnego, włącznie z wdrożeniem zupełnie nowej strategii polityki pieniężnej, przy zachowaniu autonomii w tym obszarze polityki w stosunku do pozostałych segmentów polityki ekonomicznej. Należy również zauważyć, że potencjalne niebezpieczeństwo wystąpienia kryzysów może paradoksalnie dyscyplinować oraz ograniczać pokusy nieodpowiedzialnej polityki makroekonomicznej.

W codziennej praktyce banki centralne deklarują swój cel statutowy w sposób jednoznaczny – jako dążenie do utrzymania stabilnego poziomu cen w krajowej gospodarce lub we wspólnym obszarze walutowym. Należy wyraźnie podkreślić, że nie chodzi tu bynajmniej o powstrzymanie jakiegokolwiek ruchu cen na wszy-

³ Niedawno Komisja Europejska wyraziła zgodę na to, aby rząd Republiki Federalnej Niemiec udzielił amerykańskiemu koncernowi AMD (Advanced Micro Devices) 262 mln euro wsparcia finansowego w formie pomocy publicznej. Wybuduje on pod Dreznem swoją europejską fabrykę mikroprocesorów. AMD zainwestuje tam aż 2,2 mld euro własnych środków; powstanie ponad pół tysiąca nowych miejsc pracy w branży związanej z najnowszą technologią, a Unia Europejska zyska dzięki temu szansę na obronę pozycji współlidera wyścigu technologicznego. Warto przypomnieć, że światowe zapotrzebowanie na mikroprocesory rośnie w lawinowym tempie („Gazeta Wyborcza” z dnia 23.07.07).

kich rynkach cząstkowych, związanego z działaniem prawa popytu i podaży. Wzrosty i spadki cen konkretnych dóbr i usług są czymś naturalnym w gospodarce rynkowej, gdyż stanowią jeden z fundamentalnych atrybutów systemu ekonomicznej aktywności społeczeństwa, czyli gospodarki towarowo-pieniężnej z dominującym udziałem prywatnej własności środków wytwórczych, koordynowanej przez rynek.

Występujący tzw. *time lag*, czyli przesunięcie w czasie między impulsem monetarnym a jego oczekiwanym oddziaływaniem na wielkości realne oraz ceny, powoduje, że jednoznaczne określenie rzeczywistych skutków, jakie wywoła on (tzn. impuls) w gospodarce po upływie pewnego czasu, jest praktycznie niemożliwe. Mechanizm powiązań polityki pieniężnej z inflacją i sferą realną jest w rzeczywistości znacznie bardziej złożony, stąd nie docenia się trudności, przed jakimi stają dzisiejsi twórcy polityki banku centralnego. Dwukierunkowa zależność między polityką monetarną a zachowaniami w gospodarce jest procesem rozłożonym w czasie, dlatego nie łatwo jest precyzyjnie określić, jakie naprawdę procesy zachodzą w obszarze podlegającym decyzjom tej polityki. Gdyby nawet udało się kreatorom polityki monetarnej pokazać, w jaki sposób konkretne posunięcia banku centralnego wpłynęły na poziom inflacji i na wyniki sfery rzeczowej w danym momencie, to ciągle zmiany zachodzące z upływem czasu w całej strukturze gospodarki, na rynkach finansowych i kapitałowych, w charakterystyce otoczenia zewnętrznego, a także niezliczone inne zjawiska dziejące się równolegle, szybko dezaktualizują wypracowany wcześniej opis. Ponadto trzeba mieć świadomość, że niektóre skutki działań banku centralnego występują wcześniej, a inne później. Z kolei jedne z nich są trwałe, a drugie tylko przejściowe. Wśród tych, zdawałoby się, o wyrażnie przejściowym charakterze mogą pojawić takie, które będą utrzymywać się wystarczająco długo, aby niesłusznie zaliczyć je do skutków trwałych. Dynamika zmian w gospodarce jest na tyle złożona i nie do końca zrozumiała, że prowadzenie skutecznej polityki monetarnej nie jest zadaniem łatwym i wdzięcznym, tym bardziej że jak dotąd nie do końca rozpoznane są kanały transmisji impulsów pieniężnych a same opóźnienia są dość znaczne i zmienne (*long and variable*). To ostatnie stwierdzenie odnosi się w pierwszym rzędzie do systemów gospodarczych zaliczanych do rynków wschodzących, jakimi są także kraje dawnego bloku wschodniego, przechodzące od początku lat 90. proces transformacji systemowej.

Ogólną intencją banku centralnego jest sprowadzenie inflacji do poziomu, możliwego do zaakceptowania przez wszystkich uczestników gry rynkowej, a ponadto niedopuszczenie do gwałtownych oraz znacznych fluktuacji jej tempa w dłuższym okresie. Doświadczenia ostatnich kilku dekad pokazują w sposób niebudzący wątpliwości, że próby zupełnego i trwałego wyrugowania inflacji z gospodarki rynkowej w jej obecnym kształcie są skazane na niepowodzenie. Z drugiej strony ewentualna deflacja i związane z nią oczekiwania dalszego spadku cen przez skumulowaną spiralę obniżających się wydatków konsumpcyjnych są w

stanie doprowadzić do poważnego osłabienia wzrostu i wywołać „wtórny kryzys” (określenie użyte po raz pierwszy przez F.A. von Hayeka, prominentnego przedstawiciela szkoły austriackiej); w takiej sytuacji dochodzi do sekwencyjnego zmniejszenia zatrudnienia i inwestycji. Brzmi to paradoksalnie, ale skumulowane skutki deflacji mogą okazać się w ostatecznym rachunku znacznie groźniejsze dla funkcjonowania całej gospodarki niż skutki spowodowane przez inflację; uwidacznia się to chociażby szczególnie ostro w sytuacji tzw. pułapki płynności (*liquidity trap*), kiedy tendencje deflacyjne utrudniają gospodarce po prostu wydostanie się z niej (przykład Japonii z drugiej połowy lat 90.). W teorii ekonomii w zasadzie pogodzano się z tezą, że inflacja jest rezultatem wadliwego mechanizmu tworzenia cen oraz kosztów. Uznano, dość zgodnie, że zjawisko to jest organicznie związane z systemem ekonomicznym od lat 50. poprzedniego stulecia. Kontrowersje dotyczą przede wszystkim pierwotnych przyczyn inflacji oraz kanałów jej propagacji.

Praktycznym problemem do rozwiązania nie jest w istocie samo występowanie inflacji w gospodarce, lecz jej poziom i dynamika, jaką można tolerować bez odczuwalnej szkody dla działania systemu ekonomicznego. Pożądana, a raczej akceptowana jest inflacja umiarkowana, łatwo poddająca się kontroli i oddziaływaniu banku centralnego; maksymalnie kilkuprocentowa w przeliczeniu rocznym, i co najważniejsze – o wyraźnie ustabilizowanym charakterze. Na ogół nie wywiera ona zauważalnego wpływu na bieżące funkcjonowanie gospodarki, niezaburzające działania mechanizmu rynkowego jako najefektywniejszej formy koordynacji poczynąń niezależnych podmiotów ekonomicznych. W praktyce w warunkach inflacji nieprzekraczającej dwóch punktów procentowych rocznie (czyli nie wyższej niż 0,17% średnio w wymiarze miesięcznym) nie występują zakłócenia prawidłowości przebiegu procesów makroekonomicznych. To zdecydowało o tym, że stopę inflacji, nie wyższą niż 2% w przeliczeniu dwunastomiesięcznym, przyjęto za wyróżnik stabilności ogólnego poziomu cen. Współczesne banki centralne przez stabilność cen rozumieją inflację na tyle małą, aby nie wywierała ona negatywnego wpływu na najważniejsze makrowielkości takie, jak np. produkt krajowy brutto, inwestycje i oszczędności, a także nie deformowała mechanizmów podejmowania decyzji przez uczestników szeroko rozumianego życia gospodarczego [*Założenia polityki...*, 2005, s. 3]. Stabilność cen traktowana jest przez władze monetarne symetrycznie, tj. reagują one na zagrożenia zarówno inflacyjne, jak i deflacyjne. W krajach o trwale niskiej stopie inflacji banki centralne nie podejmują z reguły działań w sytuacji, kiedy dynamika ogólnego poziomu cen w gospodarce przejściowo odchyli się od przygotowanych prognoz i ustalonego celu inflacyjnego. W przypadku szoków i zakłóceń, które wywołują wyraźnie trwale zmiany w kształtowaniu się inflacji w stosunku do przyjętych założeń, odpowiednio modyfikowana jest polityka pieniężna.

Deklarowane podejście ma dalekosiężne reperkusje, gdyż przesądza o formach i rodzaju podejmowanych działań przez władzę monetarną, a także decyduje o

możliwościach ugruntowania jej antyinflacyjnej reputacji w społeczeństwie. Przede wszystkim mają one na celu kontrolowanie przebiegu procesów inflacyjnych w horyzoncie oddziaływania instrumentów, leżących w gestii banku centralnego; praktycznie wykorzystuje się wszystkie dostępne informacje, aby efektywnie wpływać na sferę realną i pieniężną gospodarki, kierując się przy tym nadrzędnym celem stabilizacji cen. W rezultacie ma to tworzyć – od strony monetarnej – takie warunki w całej gospodarce, aby rzeczywiście możliwe było osiągnięcie trwałego realnego wzrostu w dłuższym okresie. W wielu przypadkach władza monetarna zastąpiła cel krótkookresowej stabilizacji gospodarki celem długookresowej stabilizacji ogólnego poziomu cen. Od końca lat 90. ekonomiści posługują się kategoriami celu średniookresowej i długookresowej stabilności cen, a samo określenie „stabilność cen” rozumieją jako zapobieganie zarówno nadmiernej inflacji, jak i deflacji. Bank centralny, realizując swoją misję antyinflacyjną, staje się jednym z instytucjonalnych gwarantów stabilności makroekonomicznych warunków gospodarowania. Władza monetarna może w ten sposób wnieść własny znaczny wkład w rozwój ekonomiczny i społeczny, ujmowany w perspektywie długoterminowej.

Ograniczaniu zmienności inflacji powinien na ogół towarzyszyć wzrost zmienności produkcji. Wynika to wprost z tzw. krzywej Taylora (*Taylor curve*)⁴, której przebieg jest podobny do wykresu granicy możliwości produkcyjnych (*production possibilities frontier*)⁵, ilustrującej koszt alternatywny zwiększenia stabilności inflacji na drodze obniżenia stabilności produktu krajowego brutto i odwrotnie. E. Castelnuovo z Uniwersytetu w Padwie we Włoszech uważa, że jest to krzywa przedstawiająca granicę zmienności inflacja-produkcja (*inflation/output volatility frontier*) [Castelnuovo, 2006, s. 3]. Ukazuje ona sekwencję możliwych wyborów między inflacją a stabilizowaniem koniunktury, przed którymi stają władze monetarne; społeczeństwo musi mieć świadomość tego, że obniżenie zmienności inflacji odbija się na realnej stronie gospodarki w postaci jej większych wahań.

⁴ W artykule opublikowanym w 1979 roku J.B. Taylor przedstawił krzywą ilustrującą tzw. wymienną (*tradeoff*) między zmiennością produkcji (*variability of output*) a zmiennością inflacji (*variability of inflation*), które są mierzone za pomocą odchylenia standardowego, odpowiednio produktu krajowego brutto i inflacji. Pierwotna krzywa Taylora, bo tak nazwano w literaturze powyższy wykres, była początkowo wklęsła względem początku układu współrzędnych, a ponadto nie miała punktów wspólnych z osiami. W przybliżeniu wyglądem odpowiadała przebiegowi krzywej obojętności. Późniejsza jej wersja jest już wypukła w stosunku do punktu zerowego układu, ma też punkty wspólne z obydwoma osiami, a kształtem do złudzenia przypomina wykres granicy możliwości produkcyjnych [Taylor, 1979, s. 1267-1286; Chatterjee].

⁵ Krzywa opisująca zastępowanie wytwarzania jednych dóbr innymi przy danych zasobach, technologiach i instytucjach rynkowych. W mikroekonomii podobny wykres ma tzw. brzeg zbioru możliwych użyteczności; w istocie ilustruje on zbiór poziomów użyteczności związanych z efektywnymi sposobami alokacji w rozumieniu Pareto [Burda, Wyplosz, 1995, rozdz. 15; Varian, 1997, podrozdz. 29.3].

Podobnie B.S. Bernanke (zastąpił A. Greenspana na stanowisku szefa amerykańskiego banku centralnego w lutym 2006 r.) jest przekonany, że w długim okresie decydenci polityki monetarnej potrafią obniżyć zmienność inflacji, lecz tylko w jeden sposób – zezwalając na nasilenie zmienności wzrostu produkcji; odwrotnie ta zależność też się potwierdza. Oznacza to, że jeżeli wybrano już optymalną ścieżkę polityki pieniężnej, a struktura ekonomiczna pozostaje niezmienna, to istnieje długookresowa wymiennosc (*long-run tradeoff*) między zmiennością inflacji a zmiennością produkcji [Remarks..., 2004].

W obliczu przyspieszonej inflacji polityka pieniężna staje się bardziej restrykcyjna, doprowadzając w efekcie do płytkiej lub pogłębionej recesji. Koncentrowanie się banku centralnego na utrzymaniu stabilności cen w połączeniu z bardziej agresywnym reagowaniem na wszelkie oznaki akceleracji inflacji, spowodowało – po pewnym okresie – nieoczekiwany rezultat; polityka monetarna przestała być głównym czynnikiem wywołującym cykliczne wahania koniunktury. Stały się nimi natomiast szoki cenowo-popytowe i podażowe⁶, ze szczególnym uwzględnieniem tzw. szoków asymetrycznych. Jest to szczególnie ważne dla państw wchodzących w skład ugrupowania gospodarczego oraz jednolitego obszaru walutowego, gdzie wspólna polityka pieniężna wyklucza interwencje krajowych banków centralnych, które utraciły możliwość autonomicznej reakcji w tym obszarze. Utrata niezależności w dziedzinie monetarnej oznacza, że w przypadku wstrząsów zewnętrznych nie będzie można się odwołać do interwencji na rynku walutowym, realizując dążenie do stabilizowania inflacji. Nadto unifikacja walutowa może spowodować, że kraje dotknięte wysokim bezrobociem i słabą dynamiką wzrostu w porównaniu z pozostałymi państwami będą zmuszone zrezygnować z ekspansywnej polityki i zaprzeczyć, przynajmniej w najbliższym okresie, utrzymywanie się podwyższonej stopy bezrobocia, szczególnie w warunkach nieelastycznego rynku pracy. Włączanie się gospodarki w globalizację procesów gospodarczych, przy stosunkowo częstych zaburzeniach na rynkach finansowych i walutowych stanowi czynnik utrudniający prowadzenie polityki pieniężnej.

3. Zamiast zakończenia

W ostatnich latach wskazuje się na konieczność rozszerzenia badań nad optymalną polityką pieniężną na warunki gospodarki otwartej, z uwzględnieniem sposobu jej prowadzenia i związanych z tym konsekwencji dla aktywności makroekonomicznej w poszczególnych krajach wchodzących w skład jednolitego obszaru walutowego. Należy m.in. poszerzyć wiedzę na temat przyczyn współczesnej inflacji i czynników wywołujących jej inercję w dobie globalizacji. Bliżej trzeba wyjaśnić problem ograniczonej skuteczności polityki pieniężnej w warunkach zerowej nominalnej stopy procentowej. Wypracować także należy właściwy sposób podej-

⁶ Ważnym źródłem szoków są zmiany względnych cen surowców, w tym zwłaszcza energetycznych, zmiany krańcowych stóp podatkowych oraz przesunięcia funkcji produkcji.

ścia banków centralnych do stabilności sektora finansowego i rynku kapitałowego w kontekście międzynarodowej spekulacji aktywami jako istotnego czynnika poprzedzającego wybuch ogólnego kryzysu finansowego. Niska inflacja w połączeniu z silnym i trwałym boorem na giełdzie jest iluzją, gdyż oficjalne wskaźniki cen nie uwzględniają inflacji na rynku aktywów (*asset price inflation*). Głoszenie tezy o „śmierci współczesnej inflacji” jest w chwili obecnej przedwczesne i mocno przesadzone, ponieważ w rzeczywistości pojawia się ona w innej, znacznie bardziej złożonej postaci.

Obecnie inflacja staje się zjawiskiem bardziej globalnym niż zdeterminowanym przez czynniki krajowe. Zjawisko outsourcingu i offshoringu usług, które nasiłowało się w pierwszych latach XXI wieku, odegrało bardzo istotną rolę w procesie obniżania relatywnych cen usług biznesowych. Ocenia się, że faktyczna i potencjalna wymiana handlowa będzie w dalszym ciągu ograniczała presję inflacyjną na świecie. Jeśli w reakcji na niską inflację banki centralne nadmiernie obniżą stopy procentowe, może to doprowadzić do szybkiego wzrostu cen aktywów. Wzrostowi temu towarzyszyć jednak będzie ryzyko tzw. niestabilnego boemu, w którym wyższa inflacja pojawi się ze znacznym opóźnieniem. Wraz z szybkim wzrostem cen aktywów narasta ryzyko gwałtownego i znacznego ich spadku, co rodzi zagrożenie dla stabilności systemu finansowego i całej sfery realnej. To stabilność systemu finansowego umożliwia efektywne funkcjonowanie mechanizmu transmisji impulsów monetarnych, a to ma zasadnicze znaczenie dla właściwej realizacji polityki pieniężnej. Procesy globalizacyjne, jakie zachodziły z dużą intensywnością przez ostatnich kilkanaście lat, spowodowały, że globalne determinanty inflacji (w tym globalna luka popytowa, konkurencja cenowa w skali globalnej) zyskały na znaczeniu w porównaniu z ich krajowymi odpowiednikami (krajowa luka popytowa). Wobec tego należy pilnie śledzić rozwój sytuacji w gospodarce światowej, aby polityka pieniężna mogła być stale skuteczna [*Założenia polityki...*, 2006, s. 7].

Z drugiej strony procesy globalizacji zwiększają też ryzyko pojawienia się bąbli spekulacyjnych (*bubbles*) oraz wystąpienia kryzysów finansowych i walutowych. Zwiększona międzynarodowa migracja siły roboczej zmienia sytuację na lokalnych rynkach pracy. W przypadku odpływu siły roboczej nasila ona presję płacową, a w sytuacji przyływu – zmniejsza ją. Globalizacja zmienia mechanizmy ustalania płac i cen w ramach krajowej gospodarki, od których zależy inflacja w państwie. Międzynarodowy Fundusz Walutowy ostrzegał w 2006 r., że w obecnych warunkach globalizacja nie powinna być traktowana jako czynnik ograniczający presję inflacyjną, gdyż w perspektywie najbliższych lat może ona przyczynić się do napędzenia inflacji w sytuacji, gdy rosnące ceny importu mogą podnieść ogólny poziom cen. Zagrożenie to wynika z obserwowanego w gospodarce światowej procesu zmniejszania się wolnych mocy wytwórczych oraz wyczerpywania się zasobów naturalnych [*World Economic...*, 2006].

Bank centralny musi uwzględniać prawdopodobne scenariusze rozwoju sytuacji w gospodarce światowej i możliwe dostosowania w zakresie globalnych nie-

równowag⁷. To od nich w dużej mierze zależą perspektywy krajowej gospodarki, a więc i prowadzona polityka pieniężna. Proces globalizacji jest poważnym wyzwaniem dla banków centralnych.

Literatura

- Burda M., Wyplosz Ch., *Makroekonomia*, PWE, Warszawa, 1995
- Castelnuovo E., *Monetary Policy Switch, the Taylor Curve, and the Great Moderation*, University of Padua, Padua, 2000.
- Chatterjee S., *The Taylor Curve and the Unemployment-Inflation Tradeoff*, www.phil.frb.org.
- Noga M., *Makroekonomia*, AE, Wrocław, 2006.
- Remarks by Governor Ben S. Bernanke at the Meetings of the Eastern Economic Association*, Washington, DC 2004, February.
- Ribe C., Beeman W.J., *The Monetary-fiscal Mix and Long-run Growth in an Open Economy* „American Economic Review” 1996 no. 76.
- Rybiński K., *Globalizacja w trzech odsłonach*, Difin, Warszawa, 2007.
- Taylor J.B., *Estimation and Control of Macroeconomic Model with Rational Expectations*, „Econometrica” 1979 no. 7.
- Varian H.R., *Mikroekonomia*, PWN, Warszawa 1997.
- World Economic Outlook*, International Monetary Fund, Washington, 2006, April.
- Założenia polityki pieniężnej na rok 2006*, Rada Polityki Pieniężnej, NBP, Warszawa, 2005.
- Założenia polityki pieniężnej na rok 2007*, Rada Polityki Pieniężnej, NBP, Warszawa, 2006.

MONETARY POLICY AT BEGINNING OF THE 21ST CENTURY – AN INTRODUCTION

Summary

The author makes an introduction to an interesting discussion about globalization problems. This article takes up a very important topic of the relationship between monetary policy and process of internationalizing business activity. The ongoing global economic integration influences the conduct of monetary policy through its powerful effects on the economic environment, in which monetary policy must effectively work. Globalization adds a new dimension of complexity to the analysis of financial conditions and their determinants, which monetary policy makers must take into account. Through its influence on financial markets, globalization may have affected the operation of central bank policy by changing the relative importance of the various factors that determine the domestic inflation rate. The short analysis carried out in this paper highlights a globalization as a threat to the effectiveness of inflation stabilizing action undertaken by monetary authority. The author tries to

⁷ Na przykład deficyt obrotów bieżących Stanów Zjednoczonych Ameryki Północnej rósł stopniowo, tak by w 2005 r. przekroczyć 800 mld dolarów, czyli 6,5% amerykańskiego PKB. Ten olbrzymi deficyt, oznaczający import oszczędności z reszty świata do USA, jest w istocie finansowany przez banki centralne krajów azjatyckich, na przykład Chin, oraz przez kraje eksportujące ropę naftową.

answer the question how globalization will influence the monetary policy making in the near future. Under globalization conditions monetary policy reactions to the external shocks may be wrong and harmful. The unexpected changes in the global economy may result in sudden growth of the domestic prices, may have far-reaching negative consequence for economy. In the author's opinion, it needs further discussion on this issue in the context of central bank policy and its responsibility for a low and stable level of domestic inflation. More research on the effectiveness of monetary policy in the age of globalization would be very useful.