

Krzysztof Rybiński

Globalizacja w trzech odsłonach

Wprowadzenie. W jakim celu powstała ta książka i do kogo jest adresowana.

Część 1. Outsourcing, offshoring i networking jako przyczyny pojawienia się *homo sapiens globalus* w XXI wieku.

Część 2. Globalne nierównowagi.

Część 3. Polityka pieniężna w globalnej gospodarce.

Część 3. Polityka pieniężna w globalnej gospodarce.

Spis treści części 3.

- Rozdział 1. Wprowadzenie.
- Rozdział 2. Współczesna polityka pieniężna.
- Rozdział 3. Wpływ globalizacji na politykę pieniężną.
- Rozdział 4. Polityka pieniężna, ceny aktywów i globalne nierównowagi.
- Rozdział 5. Globalny bank centralny.
- Rozdział 6. Refleksje i wnioski dla polskiej polityki pieniężnej.

1. Wprowadzenie.

Trzecia część książki jest pewnym domknięciem poprzednich dwóch części z punktu widzenia bankiera centralnego. W pierwszej części zostały przedstawione mechanizmy, które prowadzą do powstania globalnych rynków produkcji, usług, kapitału, pracy i wiedzy, czyli do powstania społeczeństwa *homo sapiens globalus*. W drugiej części pokazano, że w globalnej gospodarce pojawiają się nowe zjawiska, w takiej skali nie obserwowane w historii gospodarczej świata. Te zjawiska to silne wzrosty cen na rynkach aktywów przy niskiej inflacji cen konsumpcyjnych, oraz ogromne nadwyżki oszczędności nad inwestycjami w jednych krajach (Chiny, eksporterzy ropy naftowej) którym towarzyszą potężne deficyty obrotów bieżących w innych krajach (Stany Zjednoczone). W świetle dotychczasowej wiedzy ekonomicznej te zjawiska budzą niepokój, są jednak także nowe teorie które próbują pokazać, że w globalnej gospodarce globalne nierównowagi są czymś naturalnym, być może nawet optymalnym. W tej sytuacji pojawia się naturalne pytanie w jaki sposób powinna być prowadzona polityka pieniężna, czy powinna uwzględniać zjawisko globalnych nierównowag, czy powinna im przeciwdziałać? W jakim stopniu powinna reagować na zmiany cen aktywów, czy powinna przeciwdziałać nadmiernemu wzrostowi cen aktywów w warunkach niskiej inflacji cen konsumenta, czy zagrożenie związane z nadmiernym wzrostem cen aktywów może wiązać się z ryzykiem deflacji cen konsumpcyjnych w przyszłości? Jakie instrumenty polityki pieniężnej stosować w sytuacji szybko rosnących cen aktywów, czy polityka nadzorcza jest lepszym narzędziem od polityki stóp procentowych w takiej sytuacji?¹

Inna grupa pytań dotyczy samej inflacji. W szczególności, czy inflacja obniżyła się na trwałe, a jeśli tak to co jest tego przyczyną, tani eksport z Chin, zwiększenie globalnej podaży pracy o ponad miliard osób² w ciągu ostatnich piętnastu lat po włączeniu się do globalnej gospodarki krajów z byłego bloku sowieckiego, Chin i Indii, skuteczna polityka pieniężna czy jeszcze inne czynniki? Czy w okresach pogłębiającej się globalizacji typowe jest występowanie inflacji czy deflacji? Czy możemy mówić o globalnej inflacji, co w praktyce oznacza że znaczenie czynników krajowych, takich jak luka PKB³, staje się relatywnie

¹ Zob. artykuł Wojtyna (2006), w którym zarysowano dylematy związane z usytuowaniem nadzoru finansowego.

² W artykule Freeman (2005) oszacowano, że w wyniku włączenia się gospodarek byłego bloku sowieckiego, Chin i Indii do globalnej gospodarki i do globalnego rynku pracy globalna podaż pracy wzrosła z 1.46 miliarda osób do 2.93 miliarda, co Freeman nazywa „wielkim podwojeniem”.

³ W literaturze spotyka się trzy konwencje nazewnictwa w odniesieniu do luki, czyli różnicy między rzeczywistym poziomem produkcji (PKB) a poziomem potencjalnej produkcji (PKB). Często jeżeli produkt potencjalny jest średnią lub trendem z historycznych obserwacji bieżącego PKB wówczas lukę określa się

mniejsze względem czynników globalnych? Czy w związku z globalizacją inflacji i spadkiem znaczenia popytu krajowego, wpływ banku centralnego na gospodarkę i inflację ulega stopniowemu ograniczeniu? A jeśli tak jest, to jakie wnioski wynikają z tej diagnozy dla polityki pieniężnej w Polsce?

Jeszcze inna grupa pytań dotyczy instrumentów polityki pieniężnej w globalnej gospodarce. Przy czym nie chodzi tutaj wyłącznie o krótkoterminową stopę procentową ustaloną przez banki centralne, ale również o zarządzanie oczekiwaniami rynków finansowych i ogólnie oczekiwaniami globalnego społeczeństwa. Na ile transparentny powinien być bank centralny w swoich decyzjach? Jak powinien komunikować swoje decyzje, czy duże banki, o istotnym wpływie na globalną gospodarkę (takie jak Rezerwa Federalna, EBC, Ludowy Bank Chin czy Bank Japonii) powinny przyjąć inną formę komunikacji niż te banki, które mają wpływ głównie na lokalne gospodarki lub regiony (jak Narodowy Bank Polski)? Czy małe banki centralne powinny uzależniać swoje decyzje od decyzji dużych banków centralnych, jeśli tak to w jakim stopniu?⁴

Powyżej przedstawiono tylko niektóre pytania z bardzo długiej listy, na które architekci polityki pieniężnej starają się znaleźć odpowiedź, aby prowadzić lepszą, w sensie funkcji straty banku centralnego, politykę pieniężną. Niestety na wiele z tych pytań nie ma definitywnych odpowiedzi, prowadzone są natomiast liczne badania naukowe, a także każdy kolejny kwartał przynosi nowe dane z jedyne istniejącego laboratorium, jakim jest globalna gospodarka. Celem tej części książki jest przedstawienie obecnego stanu dyskusji nad tym jak należy prowadzić politykę pieniężną a globalnej gospodarce, w społeczeństwie *homo sapiens globalus*. Niezależnie od kierunku, w którym potoczy się debata na ten temat w najbliższych latach, już dziś jedno jest pewne: polityka pieniężna XXI wieku będzie się istotnie różniła od polityki pieniężnej prowadzonej przez większość XX wieku.

Ta część książki istotnie różni się od pozostałych dwóch. W poprzednich częściach została przedstawiona przede wszystkim dyskusja tocząca się w literaturze tematu oraz sformułowano syntezę i wnioski z tej dyskusji. Trzecia część ma inną formułę i poza syntezą toczącej się dyskusji przedstawia przede wszystkim subiektywny punkt widzenia autora na dylematy i

mianem popytowej. Jeżeli produkt potencjalny jest szacowany bezpośrednio z funkcji produkcji, wówczas mówi się o luce podażowej, bo strona podażowa gospodarki jest również modelowana. Często spotyka się również termin luka PKB stosowany niezależnie od metody szacunku produktu potencjalnego. Autor przyjął tę ostatnią konwencję.

⁴ Zob. na przykład artykuł Orłowski, Rybiński (2005), proponujący modyfikację celu inflacyjnego w kraju który wchodzi do większego obszaru gospodarczego, w taki sposób, że cel jest ustalany relatywnie do celu inflacyjnego tego obszaru.

pytania przedstawione powyżej. W tej części autor stawia tezy, niektóre w sposób celowo przerysowany, żeby pobudzić szerszą dyskusję nad przyszłością polityki pieniężnej. Wiele obserwacji i wniosków jest uwarunkowane doświadczeniem autora, który w kilku rolach (autora prac naukowych i publicystycznych⁵, nauczyciela akademickiego, głównego ekonomisty kilku międzynarodowych instytucji finansowych, konsultanta Banku Światowego i obecnie wiceprezesa NBP) od ponad piętnastu lat codziennie obserwuje i analizuje krajową i zagraniczną politykę pieniężną.

* * *

Trzecia część książki ma następującą strukturę. Rozdział drugi pokazuje najważniejsze zmiany jakie zaszły w sposobie prowadzenia polityki pieniężnej w ostatnich dwudziestu latach. Rozdział trzeci przedstawia stan i syntezę dyskusji na temat wpływu globalizacji na inflację wraz z implikacjami dla prowadzenia polityki pieniężnej. W tym rozdziale przedstawiono wyniki badań wskazujące, że inflacja staje się globalna i że w okresie globalizacji okresy deflacji i bardzo niskiej inflacji występują częściej niż okresy podwyższonej i wysokiej inflacji. Rozdział czwarty przedstawia stan dyskusji i kontrowersje dotyczące pytania, czy bank centralny powinien przekuwać bąble na rynkach aktywów, wskazując, że ten dylemat staje się jeszcze trudniejszy do rozstrzygnięcia w globalnej gospodarce. Rozdział piąty pokazuje jakie zmiany instytucjonalne mogą zajść w przyszłości, żeby banki centralne mogły lepiej kontrolować globalną inflację i radzić sobie z bąblami na globalnych rynkach aktywów. W szczególności autor analizuje czy konieczna większa koordynacja polityki pieniężnej może prowadzić do powstania globalnego banku centralnego w XXI wieku. Rozdział szósty zawiera wnioski dla polskiej polityki pieniężnej.

2. Współczesna polityka pieniężna.

Celem tego rozdziału jest krótkie wprowadzenie do tematyki współczesnej polityki pieniężnej, jako tła do późniejszej dyskusji zarysowanych we wprowadzeniu dylematów. Celem tego rozdziału nie jest natomiast obszerny i szczegółowy opis wszystkich ważnych zagadnień, ani ewolucji, czy raczej rewolucji, jaka dokonała się w polityce pieniężnej w ostatnich dwudziestu latach. Wśród dużej liczby książek, artykułów, raportów banków centralnych czy przemówień bankierów centralnych poruszających wątek współczesnej

⁵ Na przykład po decyzji Rady Ministrów i Rady Polityki Pieniężnej o upłynnieniu kursu złotego 12 kwietnia 2000 roku na zaproszenie Wall Street Journal autor napisał artykuł oceniający tę decyzję.

polityki pieniężnej warto wskazać szczególnie na dwie książki które ukazały się w języku polskim: Wojtyła (2004) i Kokoszczyński (2004). W tych książkach znajduje się obszerna dyskusja dotycząca zarówno zmian jakie zaszły w polityce pieniężnej, oraz dylematów i kwestii otwartych, które wymagają dalszych badań. Wśród książek autorów zagranicznych można wymienić: Blinder (1998), Taylor (ed) (1999), Bernanke et al. (ed) (2001), Woodford (2003), Issing et al. (2005), czy książkę która ma ukazać się w 2006 lub 2007 roku Mishkin (2006).

Spróbujmy zatem „w pigułce” przedstawić te zmiany w polityce pieniężnej od początku lat 1990-tych do połowy obecnej dekady, które ukształtowały współczesną politykę pieniężną.

2.1. Od zaskakiwania do przewidywalności i zarządzania oczekiwaniami

Jeszcze w latach 1980-tych uznawano, że aby polityka pieniężna mogła skutecznie wpłynąć na przyszły przebieg sytuacji gospodarczej, musi zaskoczyć rynek, gdyż tylko nieoczekiwane zmiany wpływają na zmianę zachowań jednostek i podmiotów gospodarczych. W rezultacie bardzo dużą rolę przywiązywano do zmian krótkookresowej stopy procentowej banku centralnego, a relatywnie mniejszą do kształtu całej krzywej dochodowości, czyli do struktury stóp procentowych⁶.

Ilustracją tego przekonania może być praca Lucas, Sargent (1978), w której przedstawiono następujące rady dla polityki pieniężnej i fiskalnej:

„anty-cykliczna polityka musi być nieprzewidywalna ... podczas gdy zarazem musi być systematycznie dopasowana do stanu gospodarki. Zatem efektywność polityki pieniężnej i fiskalnej zależy od tego, żeby osoby i podmioty gospodarcze nie były w stanie rozpoznać systematycznych wzorców postępowania”.

Obecnie praktycy i teoretycy polityki pieniężnej zgodnie uważają, że wpływ obecnego poziomu krótkookresowej stopy procentowej na przyszłą inflację jest znikomy⁷. W szczególności poza transakcjami na rynku międzybankowym zawieranymi przez instytucje finansowe nie istnieją w gospodarce żadne kontrakty, których cena byłaby związana na przykład z tygodniową stopą procentową banku centralnego. Na przykład oprocentowanie

⁶ Od tej obserwacji są wyjątki, czego przykładem jest „operacja twist” przeprowadzona w latach 1962-1964, w ramach której Rezerwa Federalna i Departament Skarbu Stanów Zjednoczonych starały się zwiększyć krótkoterminowe stopy procentowe relatywnie do stóp długoterminowych, zob. Holland (1969), co zakończyło się umiarkowanym sukcesem.

⁷ Zob. między innymi Bernanke, Reinhart, Sack (2004), Woodford (2005).

kredytów jest związane z długoterminowymi stopami procentowymi (wieloletnie kredyty mieszkaniowe o stałej stopie procentowej), lub ze stopami rynku pieniężnego obowiązującymi na 3 miesiące, 6 miesięcy czy 12 miesięcy na przód, do którego indeksowane jest też często procentowanie depozytów bankowych. Zaś poziom długoterminowych stóp procentowych zależy przede wszystkim od oczekiwań rynków finansowych dotyczących poziomu przyszłych krótkoterminowych stóp procentowych banku centralnego, oraz od innych czynników, jak premia za ryzyko (zmienności, płynności etc.).

Współczesną politykę pieniężną najlepiej charakteryzuje następujący cytat z książki Woodford (2003):

„polityka stabilizacyjna banku centralnego może być skuteczna i efektywnie realizowana tylko wtedy, gdy nie tylko bank centralny podejmuje odpowiednie działania, ale dodatkowo jego działania są zrozumiałe i przewidywalne dla sektora prywatnego. Zdolność banku centralnego do zarządzania oczekiwaniami sektora prywatnego jest wspierana przez odpowiednie procedury decyzyjne oparte na regułach, gdyż w ten sposób systematyczne postępowanie banku centralnego może być najlepiej zaobserwowane przez otoczenie”.

Ponadto, w odróżnieniu od rekomendacji z lat 1980-tych, Woodford również stwierdza, że taka polityka pieniężna, która pozwala na odczytanie mechanizmów postępowania przez otoczenie jest również bardziej efektywna, gdyż pozwala lepiej stabilizować oczekiwania inflacyjne, a przez to lepiej stabilizować samą inflację. Istotnie, poza książką Woodford (2003) również wiele innych artykułów i wystąpień wskazało na kluczową rolę oczekiwań inflacyjnych w stabilizowaniu inflacji na niskim poziomie. Na przykład w pracy Piger, Rasche (2006) przedstawiono model Gordona⁸ z rozłożonymi opóźnieniami:

$$\pi_t = a(L)\pi_{t-1} + b(L)D_t + c(L)X_t + \varepsilon_t, \mathbf{XXX}$$

w którym inflacja zależy od swoich opóźnionych wartości, od odchylenia stopy bezrobocia od zmieniającej się w czasie stopy NAIRU (indeks nadwyżki popytu określony jako D_t ⁹) oraz różnych wstrząsów podaźowych (takich jak zmiany cen relatywnych, zmiany cen żywności i energii, odchylenia wydajności pracy od trendu opisane przez zmienną X_t). Szacunki

⁸ Zob. Gordon (1982, 1997, 1998)

⁹ Autorzy modyfikują model Gordona i używają luki PKB zamiast odchylenia od stopy NAIRU oraz czterech opóźnień dla wszystkich zmiennych zamiast 24 kwartałów opóźnień dla inflacji w oryginalnym modelu Gordona.

równania, niezależnie od specyfikacji¹⁰ wskazują, że suma współczynników przy opóźnionej inflacji jest bardzo bliska jedności, oraz że wpływ luki PKB na inflację jest niewielki i maleje w czasie. Autorzy postulują przyjęcie sumy współczynników dla opóźnionych wielkości inflacji w równaniu jako proxy dla długookresowych oczekiwań inflacyjnych, co prowadzi do następującej postaci modelu:

$$\pi_t = 1.0\pi_t^e + b(L)D_t + c(L)X_t + \varepsilon_t, \mathbf{YYY}$$

czyli otrzymujemy model ze stałą zmieniającą się w czasie, która odpowiada długookresowym oczekiwaniom inflacyjnym, wobec której autorzy robią założenie zmienia się według procesu błędzenia przypadkowego¹¹.

$$\pi_t^e = \pi_{t-1}^e + \xi_t, \mathbf{ZZZ}$$

Estymacja różnych wersji modelu opisanego równaniami YYY i ZZZ prowadzi do wniosku, że różne miary inflacji w Stanach Zjednoczonych w ostatnich pięćdziesięciu latach zależą przede wszystkim od kształtowania się długookresowych oczekiwań inflacyjnych¹², a w znacznie mniejszym stopniu od luki PKB czy od wstrząsów podaźowych.

Poza koniecznością stabilizowania oczekiwań inflacyjnych wśród innych argumentów wskazujących na konieczność lepszej komunikacji i przewidywalności działań banku centralnego wskazuje się na również na fakt, że bank centralny jest instytucją publiczną, więc ma obowiązek tłumaczyć swoje działania i ich przesłanki społeczeństwu. Ponadto dzięki dobrej komunikacji i interakcji z otoczeniem zewnętrznym bank centralny może lepiej zrozumieć reakcje sektora prywatnego i rynków finansowych na swoje własne decyzje. Przejrzysta komunikacja zwiększa przewidywalność decyzji co wpływa na zmniejszenie zmienności na rynkach finansowych, co z kolei sprzyja zmniejszeniu wahań również w realnej sferze gospodarki i do zmniejszenia kosztów funkcjonowania podmiotów gospodarczych (na przykład poprzez mniejsze koszty zabezpieczeń przed niekorzystnym kształtowaniem się cen aktywów finansowych lub kursów walutowych). Dzięki dobrej komunikacji same zmiany krótkoterminowych stóp procentowych banku centralnego mogą być mniejsze, gdyż rynki finansowe w odpowiedzi na zmieniające się dane ekonomiczne

¹⁰ Autorzy używają jako inflacji zarówno zmiennej opisującej zmiany cen konsumpcyjnych (CPI – Consumer Price Index), deflatora spożycia w rachunkach narodowych (PCE – Personal Consumer Expenditures) oraz deflatora PKB.

¹¹ Ang. random walk

¹² W celu walidacji długookresowych oczekiwań inflacyjnych otrzymanych z modelu autorzy porównują swoje wyniki z miarami oczekiwań inflacyjnych na podstawie ankiet i pokazują, że modelowe miary oczekiwań inflacyjnych i miary ankietowe zachowują się podobnie.

same doprowadzą do koniecznych zmian krzywej dochodowości, takich zmian które będą spójne z utrzymaniem niskiej i stabilnej inflacji. W końcu bank centralny angażuje w analizę gospodarki znacznie większe zasoby niż większość prywatnych podmiotów i ma przewagę informacyjną nad innymi podmiotami. Gdy bank centralny podzieli się swoją wiedzą z publicznością, wówczas przedsiębiorcy mając więcej informacji mogą podejmować lepsze decyzje inwestycyjne, co poprawia alokację zasobów w gospodarce¹³.

Dobra komunikacja może pełnić szczególnie ważną rolę w krajach, które mają krótką historię niskiej i stabilnej inflacji. W takich warunkach oczekiwania inflacyjne są słabo zakotwiczone¹⁴ i mogą szybko zmieniać się wraz ze zmieniającą się bieżącą inflacją, co w połączeniu z istniejącymi w takich gospodarkach mechanizmami indeksacyjnymi czyni stabilizację inflacji bardzo dużym wyzwaniem dla banku centralnego. Wówczas odpowiednia komunikacja banku centralnego, wyjaśniająca dlaczego inflacja przejściowo odchyliła się od celu inflacyjnego i nakierowana na realizację długoterminowego celu inflacyjnego może sprzyjać stabilizacji inflacji oraz zmniejszyć wahania tempa wzrostu gospodarczego.

Z tych i wielu innych powodów współczesna polityka pieniężna jest przede wszystkim polityką zarządzania oczekiwaniami (rynków finansowych, osób fizycznych, przedsiębiorstw) co do przyszłej inflacji czy przyszłych stóp procentowych. Dlatego polityka powinna być zrozumiała, przewidywalna¹⁵, czy nawet nudna, bo tylko wtedy można mówić o skutecznym zarządzaniu oczekiwaniami (w tym oczekiwaniami inflacyjnymi) i budowaniu wiarygodności polityki pieniężnej. Pojawiła się bardzo bogata literatura, która bada jakość komunikacji banku centralnego i jej wpływ na rynek finansowy¹⁶, gdzie dobra polityka pieniężna jest rozumiana jako takie sterowanie oczekiwaniami rynków finansowych, że decyzje o stopach procentowych – poza sytuacjami wyjątkowymi czy kryzysowymi – nie stanowią zaskoczenia dla rynku.

¹³ W literaturze podnosi się również argumenty, wskazujące, że nadmierne poleganie przez podmioty prywatne na sygnałach płynących z banku centralnego może prowadzić do zmniejszenia własnego zaangażowania w analizę procesów gospodarczych, wtedy z kolei dane i informacje płynące z sektora prywatnego w mniejszym stopniu zawierałyby informacje o oczekiwaniach sektora prywatnego, a w większym stopniu byłyby odbiciem poglądów samego banku centralnego.

¹⁴ Co może wynikać z „pamięci” o niedawnej wysokiej inflacji, z niedojrzałości instytucjonalnej lub z ciągle wysokiego zakresu mechanizmu indeksacji kontraktów w gospodarce.

¹⁵ Co nie oznacza, że zawsze wiadomo, jaka decyzja zapadnie na kolejnych posiedzeniach ciał decyzyjnych banku centralnego, ponieważ mogą pojawić się nieoczekiwane dane i informacje zmieniające perspektywy inflacji. Natomiast powinien być znany „schemat decyzyjny” banku centralnego, co pozwala na właściwe kształtowanie oczekiwań dotyczących przyszłych decyzji w zależności od napływających danych i informacji.

¹⁶ Zob. na przykład szereg artykułów które ukażą się w specjalnym wydaniu European Journal of Political Economy na początku przyszłego, w tym Rozkrut et al. (2006), praca analizująca komunikację banków centralnych Czech, Polski i Węgier. Wcześniejsze wersje większości artykułów były prezentowane na konferencji NBP Central Bank Transparency and Communication: Implications for Monetary Policy, konferencja, 2-3 czerwca 2005 i są dostępne na stronie www.nbp.pl

Dobre zarządzanie oczekiwaniami pozwala na zwiększenie skuteczności i elastyczności polityki pieniężnej. Jest to szczególnie ważne w sytuacjach, gdy oczekiwania sektora prywatnego dotyczące przyszłej polityki pieniężnej i sytuacji gospodarczej różnią się istotnie od oczekiwań i przewidywań banku centralnego. W literaturze szeroko omawia się przykład decyzji Federalnego Komitetu Otwartego Rynku w 2003 roku¹⁷, kiedy latem amerykański bank centralny zmienił sposób komunikowania się z rynkiem. W tym okresie postępowało ożywienie gospodarcze i pomimo niskiej inflacji rynki finansowe oczekiwały że tak jak w poprzednich okresach ekspansji gospodarczej Rezerwa Federalna rozpocznie cykl podwyżek stóp procentowych. W efekcie długoterminowe stopy procentowe zaczęły szybko rosnąć. Rezerwa Federalna miała inne prognozy gospodarcze niż rynki finansowe¹⁸ i oczekiwała, że na skutek wysokiej ujemnej luki PKB i dzięki silnemu wzrostowi wydajności pracy niska inflacja – najniższa od wielu dekad – utrzyma się jeszcze przez jakiś czas, a zbyt szybki wzrost stóp długoterminowych procentowych mógł zwiększyć ryzyko deflacji, której bank centralny nie mógłby przeciwdziałać, gdyż stopy procentowe były na historycznie niskim poziomie 1 procent. Dlatego Rezerwa Federalna planowała, że jej decyzje będą inne niż w poprzednich okresach. Bank miał dwa sposoby skorygowania efektu wyższych niż uznawał za pożądane długoterminowych stóp procentowych, albo utrzymać krótkie stopy procentowe na bardzo niskim poziomie przez dłuższy czas, albo skorygować oczekiwania rynków finansowych poprzez odpowiednią komunikację. Pierwszy wariant był obciążony ryzykiem, gdyż gdyby pojawił się negatywny wstrząs obniżający tempo wzrostu gospodarczego i obniżający inflację lub nawet powodujący deflację, wówczas bank miałby „związane ręce” i nie mógłby obniżyć stóp procentowych w celu stymulowania popytu wewnętrznego. Dlatego wybrano drugi wariant, dając rynkom sygnał, że stopy procentowe zostaną utrzymane na niskim poziomie przez dłuższy czas¹⁹, a następnie gdy rozpoczęto podwyżki stóp procentowych, aby uniknąć silnego wzrostu długoterminowych stóp procentowych komunikat zmodyfikowano informując rynki, że podwyżki będą stopniowe²⁰.

Kohn (2005) oceniając politykę Rezerwy Federalnej między 2003 a 2005 rokiem, czyli w okresie w którym doszło do zmiany sposobu komunikacji na bardziej zorientowany na przyszłość stwierdził, że dzięki komunikacji banku centralnego terminowe stopy procentowe

¹⁷ Zob. m.in. Kohn (2005), Woodford (2005).

¹⁸ Zob. Kohn (2005)

¹⁹ W komunikacie Federalnego Komitetu Otwartego Rynku pojawiło się stwierdzenie że „policy accomodation can be maintained for a considerable period”

²⁰ W komunikacie zawarto stwierdzenie „policy accomodation can be removed at a pace that is likely to be measured”

lepiej odzwierciedlały faktyczną przyszłą ścieżkę stóp procentowych banku centralnego, polityka była skuteczna i bank centralny ani razu nie miał „związanych rąk”. Również Międzynarodowy Fundusz Walutowy w swoim raporcie z 2003 roku w ramach konsultacji na podstawie artykułu IV pisał:

„Pomimo faktu, iż polityka pieniężna agresywnie zareagowała na spowolnienie gospodarcze, dalsze poluzowanie polityki pieniężnej może być konieczne jeżeli ożywienie nie nabierze tempa. W sytuacji w której inflacja obniżyła się do poziomów najniższych w powojennej historii a stopy procentowe są blisko dolnego, zerowego ograniczenia, właściwa polityka pieniężna powinna polegać na gotowości do wczesnego działania na rzecz zdrowego ożywienia gospodarczego. Pomimo, że ryzyko deflacji w Stanach Zjednoczonych wydaje się umiarkowane, pozytywnie oceniamy silne sygnały wysyłane przez Komitet Otwartego Rynku Rezerwy Federalnej, że jest gotów działać i wykorzystać szeroki zestaw instrumentów polityki pieniężnej gdyby presja deflacyjna się nasiliła. „

Jak widać zarówno ex ante jak i ex post decyzje i sposób komunikacji polityki pieniężnej przez Rezerwę Federalną były oceniane pozytywnie, chociaż w części poświęconej globalnym nierównowagom jak i w kolejnych rozdziałach tej części książki pokazano, że niezamierzonym efektem ograniczenia ryzyka deflacji w Stanach Zjednoczonych jest obserwowany w ostatnich latach silny wzrost cen nieruchomości i pogłębienie ujemnych oszczędności gospodarstw domowych w Stanach Zjednoczonych. Ten punkt widzenia został potwierdzony pod koniec 2006 roku w nieco zaskakującym wystąpieniu prezesa Rezerwy Federalnej w Dallas, Richarda Fischera, który komentując politykę pieniężną w 2003 roku stwierdził, że:

„W retrospekcji, realna stopa procentowa była zbyt niska niż wydaje się właściwe i była utrzymana zbyt długo na niskim poziomie, co wynikało po części ze złej jakości danych ekonomicznych. Złe dane prowadziły do decyzji, które zwiększyły aktywność spekulacyjną na rynku nieruchomości i na innych rynkach. Dzisiaj każdy, kto nie jest z byłej planety Pluton wie, że na rynku nieruchomości ma miejsce silna korekta, która wiąże się z realnymi kosztami dla milionów właścicieli domów. To komplikuje zadanie banku centralnego, jakim jest osiągnięcie naszego celu monetarnego i stworzenie warunków dla trwałego bezinflacyjnego wzrostu”.

Na podstawie analizy okresu zmiany sposobu komunikacji Rezerwy Federalnej od sierpnia 2003 roku w pracy Woodford (2005) przedstawiono jak powinna być prowadzona polityka pieniężna, szczególnie w sytuacji gdy konieczny do prowadzenia polityki stabilizowania produkcji wokół jej poziomu potencjalnego poziom nominalnych stóp procentowych zbliża się do zera. Autor najpierw uzasadnia, że polityka pieniężna banku centralnego powinna być „zależna od przeszłości”²¹ i że komunikacja powinna to odzwierciedlać. W szczególności autor przypomina symulacje modelowe²² pokazujące różne reakcje banku centralnego na wstrząs przejściowo obniżający naturalną stopę procentową do ujemnych wartości (na przykład krach na rynkach finansowych). W takiej sytuacji bank centralny może albo realizować politykę stabilności cen, albo – co jest optymalne – zapowiedzieć, że będzie dążył w krótkim okresie do zwiększenia inflacji powyżej poziomu uznanego za stabilność cen, a wkrótce potem ponownie powróci do realizowania polityki stabilności cen. Kluczowe dla realizacji optymalnej – względem funkcji straty banku centralnego – strategii jest wiarygodność tej zapowiedzi. Jeżeli sektor prywatny nie uwierzy w tą zapowiedź i będzie przekonany że bank centralny wkrótce po wzroście inflacji natychmiast powróci do polityki stabilnych cen, wówczas oczekiwania na dalszy spadek cen się utrwalą i może pojawić się bardzo kosztowna spirala deflacyjna, gdyż w sytuacji gdy naturalna stopa procentowa jest ujemna, bank centralny będzie utrzymywał nominalną stopę procentową na poziomie zero, co przy spadających cenach będzie oznaczało rosnącą dodatnią realną stopę procentową i pogłębienie dekonjunktury. Dlatego aby sektor prywatny uznał w przyszłości zapowiedź banku za wiarygodną, bank centralny po zwiększeniu inflacji powyżej poziomu stabilności cen musi ją utrzymać na podwyższonym poziomie przez jakiś czas, mimo że obecny stan gospodarki pozwoliłby na szybsze uzyskanie stabilnych cen. Innymi słowy bank centralny zachowuje się nieoptymalnie biorąc pod uwagę obecny stan gospodarki, ale właśnie wiarygodne zobowiązanie do takiego zachowania w przeszłości pozwala szybko zniwelować efekty wstrząsu, przywrócić z niewielkim opóźnieniem stabilność cen i uniknąć wysokich kosztów przedłużonej recesji. Dlatego właśnie polityka pieniężna, a w szczególności komunikacja banku centralnego powinna być „zależna od przeszłości”. To oznacza, że po pierwsze, bank centralny powinien informować otoczenie zewnętrzne w jaki sposób obecna ocena ex ante sytuacji gospodarczej różni się od oceny ex ante w przeszłości i w konsekwencji jaka będzie różniła się prowadzona polityka pieniężna; i, po drugie, bank

²¹ Woodford używa terminu „history dependent communication”

²² Zob Eggertsson, Woodford (2003)

centralny powinien realizować przyjęte w przeszłości zobowiązanie nawet jeżeli bieżący stan gospodarki będzie uzasadniał prowadzenie innej polityki pieniężnej.

2.2. Od „wieży z kości słoniowej” do transparentnej instytucji

Chyba największe zmiany w polityce pieniężnej miały miejsce w zakresie przejrzystości, czy jak się przyjęło mówić, transparentności banków centralnych. W 1987 roku Wiliam Greiner napisał książkę o Rezerwie Federalnej pod znamienym tytułem „Sekrety świątyni”, w której opisuje jak tajemniczość banku centralnego była uznawana za jedno ze źródeł skutecznej polityki pieniężnej. Przed 1994 rokiem Rezerwa Federalna nawet nie ogłaszała podjętej decyzji o stopach procentowych i rynki finansowe same musiały zgadnąć jaki jest nowy poziom stóp na podstawie operacji prowadzonych przez dealing room Rezerwy Federalnej w Nowym Jorku²³. Nie publikowano również żadnych regularnych prognoz sytuacji gospodarczej. Na przykładzie Banku Rezerwy Federalnej można prześledzić jakie etapy w zwiększaniu przejrzystości przechodził bank centralny²⁴:

- sierpień 1989: zmiany w stopie procentowej banku centralnego muszą być wielokrotnością 25 pb;
- luty 1994: po raz pierwszy po spotkaniu Komitetu Otwartego Rynku Rezerwy Federalnej ogłoszono jaką decyzję dotyczącą stóp procentowych podjął bank centralny;
- sierpień 1997: publicznie ogłoszono, że polityka pieniężna jest prowadzona i formułowana poprzez określanie poziomu stóp procentowych;
- maj 1999: komunikat prasowy po posiedzeniu Komitetu Otwartego Rynku Rezerwy Federalnej zawiera nastawienie²⁵, czyli określenie czy bardziej prawdopodobne jest wzrost czy spadek stóp procentowych banku centralnego;
- grudzień 1999: w komunikacie prasowym po posiedzeniu nastawienie zostaje zastąpione bilansem ryzyk;

²³ Zob. m.in. Woodford (2005).

²⁴ Zob. Poole (2005).

²⁵ Ang bias. Warto przypomnieć, że Rada Polityki Pieniężnej ogłaszała nastawienie w polityce pieniężnej od 1999 roku do końca 2005 roku. Ciekawa jest historia powstania nastawienia. Podczas jednej z konferencji prasowych po posiedzeniu RPP, która odbywała się po znaczącej podwyżce stóp procentowych autor książki zapytał się, czy po tej decyzji Rada utrzymuje nastawienie restrykcyjne w polityce pieniężnej, czyli czy bardziej prawdopodobne są dalsze podwyżki stóp procentowych. Wówczas dr Bogusław Grabowski odpowiedział, że tak można wnioskować, i w ten sposób, nieformalnie pojawiło się nastawienie w polskiej polityce pieniężnej.

- styczeń 2002: wyniki głosowania oraz zdania odrębne są zamieszczane w komunikacie po posiedzeniu, poprzednio ta informacja była dostępna dopiero po 6-8 tygodniach;
- sierpień 2003: wprowadzenie do komunikatu języka zorientowanego na przyszłość, który określał, prawdopodobny kierunek zmian stóp na następnych posiedzeniach;
- styczeń 2005: streszczenie z posiedzenia Komitetu Otwartego Rynku (tzw. minutes) przyspieszone z 6-8 tygodni do trzech tygodni, czyli przed następnym posiedzeniem Komitetu.

W porównaniu z aurą tajemniczości w polityce pieniężnej w latach 1980-tych i pierwszej połowie lat 90-tych, obecnie skala dostępnej informacji o polityce pieniężnej jest tak duża, że niektórzy rozpoczęli dyskusję nad granicą zwiększania transparentności²⁶.

W czerwcu 2005 roku Narodowy Bank Polski zorganizował międzynarodową konferencję poświęconą transparentności i komunikacji w bankach centralnych²⁷. Konkluzja z tej konferencji oraz rysujący się konsensus w literaturze tematu wskazuje na pozytywny wpływ transparentności banku centralnego na skuteczność polityki pieniężnej. Na przykład w pracy Sibert (2006) pokazano, że transparentne banki centralne osiągają niższą inflację bez ograniczania stabilizacyjnego charakteru polityki pieniężnej, co prowadzi do większego bogactwa społeczeństwa niż w sytuacji nieprzejrzystej polityki pieniężnej. Z kolei artykuł Eijffinger, Geraats, Cruijsen (2006) analizuje politykę pieniężną i transparentność w ośmiu głównych bankach centralnych i konkluduje, że wzrost przejrzystości pozwala osiągnąć te same cele stabilizacyjne przy stopach procentowych niższych niż w przypadku braku odpowiedniej transparentności. Natomiast w pracy Cruijsen, Demertzis (2005) pokazano, że wzrost transparentności pozwala lepiej zakotwiczyć oczekiwania inflacyjne.

Obecny stan dyskusji nad przejrzystością banków centralnych wskazuje jednoznacznie, że przejrzystość jest wskazana i pożądana, i że dotyczy to zarówno mechanizmów decyzyjnych w polityce pieniężnej (na przykład publikowanie prognoz, skrótów dyskusji ciał decyzyjnych czyli tzw. minutes) jak i innej działalności banku centralnego (inwestycje, zatrudnienie,

²⁶ Zob. Amato, Morris, Shin (2003), Mishkin (2004).

²⁷ Central Bank Transparency and Communication: Implications for Monetary Policy, konferencja zorganizowana przez Narodowy Bank Polski, 2-3 czerwca 2005. Najlepsze artykuły z tej konferencji, które przejdą przez proces recenzji zostaną opublikowane w European Journal of Political Economy w pierwszym kwartale 2007 roku.

wynagrodzenia, informacje o innych realizowanych działaniach). Natomiast brak jest konsensusu w takich aspektach, jak publikowanie funkcji straty banku centralnego²⁸, publikowanie prognoz luki PKB, czy publikowanie prawdopodobnej ścieżki przyszłych stóp procentowych, chociaż zdaniem autora banki centralne Norwegii i Nowej Zelandii, które takie ścieżki publikują znajdują niedługo więcej naśladowców

2.3. Od konserwatywnego bankiera Rogoff'a do świetnego komunikatora

W znanym artykule Rogoff (1985) została przedstawiona hipoteza, że społeczeństwo może osiągnąć większe korzyści, jeżeli na bankiera centralnego wybierze osobę, która nie podziela społecznych preferencji wobec inflacji i zatrudnienia, tylko wykazuje większą niż przeciętna awersję wobec inflacji. Rogoff proponuje rozwiązanie znanego problemu obciążenia inflacyjnego, który w uproszczeniu mówi, że jeżeli bankier centralny minimalizuje przedstawioną w równaniu XXX społeczną funkcję straty²⁹, to wówczas może pojawić się problem niespójności decyzji w czasie i systematycznie wysoka inflacja³⁰.

$$\Lambda = (n - \bar{n}')^2 + \chi(\pi - \bar{\pi})^2; \text{ (XXX)}$$

gdzie:

$n - \bar{n}'$ oznacza różnicę między bieżącym poziomem zatrudnienia i społecznie preferowanym poziomem zatrudnienia;

$\pi - \bar{\pi}$ oznacza różnicę między bieżącą inflacją a społecznie preferowaną inflacją.

Instytucjonalnym rozwiązaniem tego problemu proponowanym przez Rogoff'a jest wybór takiego bankiera centralnego, który przykłada większą wagę dla odchyień inflacji od preferowanego poziomu w swojej funkcji straty niż w społecznej funkcji straty, co ilustruje równanie YYY, dzięki czemu zostaje ograniczona inflacja płacowa, która mogłaby się

²⁸ Jednym z największych zwolenników publikowania funkcji straty przez bank centralny jest Lars Svensson, który w szeregu swoich artykułów pokazuje, że nawet w sytuacji gdy o stopach procentowych decyduje ciało kolegialne, można w prosty sposób otrzymać funkcję straty ciała kolegialnego, zob. Svensson (2006). Przeciwnikiem tak dalego posuniętej transparentności jest Frederick Mishkin, zob. Mishkin (2004)

²⁹ Dla uproszczenia pominięto subskrypt czasu

³⁰ Zob. Kydland, Prescott (1977) lub Barro, Gordon (1983). W artykule pokazano, że nawet bank który postępuje zgodnie z preferencjami społecznymi z okresu na okres, może prowadzić sub-optymalną politykę pieniężną, dlatego że optymalność decyzji decydentów może się zmieniać z okresu na okres, zaś otoczenie zewnętrzne próbuje przewidzieć te decyzje na kilka okresów naprzód. W szczególności w sytuacji negatywnego wstrząsu na rynku pracy obniżającym zatrudnienie w danym okresie, w kolejnym okresie optymalne dla banku centralnego może być zwiększenie inflacji, w celu ograniczenia płac realnych i zwiększenia zatrudnienia, jednak pracujący mogą antycypować takie zachowanie banku i wcześniej zwiększyć żądania płacowe, w rezultacie będzie większą inflacją oraz niezmiennym poziomem płac realnych i zatrudnienia. Innymi słowy taka polityka banku centralnego cechuje się obciążeniem inflacyjnym.

pojawić w wyniku zaburzeń na rynku pracy w sytuacji, gdyby oczekiwania wzrostu inflacji w całości przenosiły się na wzrost płac.

$$\Lambda = (n - \bar{n}')^2 + (\chi + \varepsilon)(\pi - \bar{\pi})^2, \varepsilon > 0; (YYY)$$

Ten artykuł był istotnym wkładem do debaty o funkcji straty banku centralnego, chociaż wtedy jeszcze nie używano tej terminologii, sam Rogoff używa terminologii funkcja celu (ang. *objective function*). Przykładem konserwatywnego bankiera centralnego w sensie Rogoff'a był Paul Volcker, szef Rezerwy Federalnej od sierpnia 1979 do sierpnia 1987. Na przykład w pracy Blinder, Reis (2005) oszacowano regułę Taylora³¹ dla tego okresu i okazało się, że znak przy stopie bezrobocia jest niewłaściwy, tzn. wzrostom bezrobocia w okresie gdy politykę pieniężną prowadził Paul Volcker towarzyszyły wzrosty, a nie spadki, stóp procentowych.

Szereg artykułów przedstawia inne rozwiązania problemu niespójności czasowej i obciążenia inflacyjnego. Na przykład Walsh (1995a) i Persson, Tabellini (1994) pokazują, że bankier centralny, który w swojej funkcji straty ma dodatkowy liniowy koszt odchylenia inflacji od celu osiąga lepsze wyniki niż konserwatywny bankier Rogoff'a, gdyż eliminuje obciążenie inflacyjne i jednocześnie unika kosztu w postaci wyższej zmienności produkcji, który był udziałem konserwatywnego bankiera Rogoff'a. Autorzy proponują uzależnienie wynagrodzenia bankiera centralnego od osiągniętego poziomu inflacji i zatrudnienia, chociaż dostrzegają trudności z praktycznym wdrożeniem takiego kontraktu³².

W ocenie autora bardzo ważną kontrybucją do dyskusji o obciążeniu inflacyjnym i zmianach instytucjonalnych, które to obciążenie eliminują jest praca Svensson (1997). W artykule została przedstawiona analiza polityki pieniężnej opartej na bezpośrednim celu inflacyjnym³³ i porównanie w jakim stopniu taka polityka pieniężna eliminuje problemy obciążenia inflacyjnego oraz jak radzi sobie ze słabościami poprzednich rozwiązań instytucjonalnych czyli z nadmierną zmiennością produkcji i zatrudnienia. Svensson formalizuje politykę bezpośredniego celu inflacyjnego (BCI) jako mechanizm zobowiązania się banku centralnego do określonego działania, który ma następujące trzy cechy:

³¹ Zob. Taylor (1993).

³² Mimo tych trudności ustawa o banku centralnym Nowej Zelandii przyjęta w 1989, która weszła w życie w 1 lutego 1990 roku zawierała swoisty kontrakt, który przewidywał możliwość zwolnienia prezesa banku centralnego jeżeli jego działalność na rzecz osiągnięcia celu inflacyjnego będzie oceniona jako nieadekwatna. Zob Walsh (1995b).

³³ W okresie pisania tego artykułu, czyli w 1995 roku takie kraje jak Nowa Zelandia, Kanada, Wielka Brytania, Szwecja i Finlandia już prowadziły politykę pieniężną opartą na bezpośrednim celu inflacyjnym.

- Rząd (parlament) określa funkcję straty banku centralnego, która może się różnić od społecznej funkcji straty;
- Bank centralny ma taki poziom niezależności, który pozwala minimalizować wyznaczoną przez rząd funkcję straty bez ingerencji rządu ani innych podmiotów;
- Bank centralny ponosi odpowiedzialność za minimalizację funkcji straty.

Takie określenie oznacza, że bank centralny posiada niezależność operacyjną, ale nie posiada niezależności celu, gdyż cel jest określany przez rząd lub parlament.

Svensson używa notacji (społecznej) funkcji straty, która obecnie jest standardowa, więc warto ją przytoczyć: $L_t = \frac{1}{2}[(\pi_t - \pi^*)^2 + \lambda(y_t - y^*)^2]$, gdzie π^* jest preferowaną stopą inflacji, a y^* preferowanym poziomem produkcji lub bezrobocia, zaś $\lambda > 0$, jest wagą która pokazuje relatywną ważność obu preferencji³⁴. Zgodnie z przyjętymi założeniami π^* , y^* i λ w funkcji straty społeczeństwa i funkcji straty banku centralnego mogą się różnić. π^* w funkcji straty banku centralnego jest tożsame z celem inflacyjnym realizowanym przez bank. Autor pokazuje, że najlepsze wyniki w sensie minimalizacji międzyokresowej funkcji straty osiąga ten bank centralny, który realizuje cel inflacyjny równy preferowanej społecznie inflacji minus obciążenie inflacyjne, czyli konserwatywny bankier w sensie celu dominuje nad konserwatywnym bankierem w sensie wag, jakim był bankier Rogoff'a³⁵.

Zarówno Blinder (1997) jak i Svensson (1997) pokazują, że problem obciążenia inflacyjnego pojawia się gdy bank centralny stara się obniżyć stopę bezrobocia poniżej jej naturalnego poziomu, podczas gdy to inne polityki, a nie polityka pieniężna powinny być wykorzystane do jednoczesnego obniżenia bieżącego i naturalnego poziomu bezrobocia. Ponieważ banki realizujące politykę bezpośredniego celu inflacyjnego w funkcji straty mają odchylenia rzeczywistego PKB od jego poziomu potencjalnego, a zatem od poziomu odpowiadającego naturalnej stopie bezrobocia, to strategia BCI, o ile tylko bank centralny ma zapewnioną niezależność, powinna w znacznym stopniu eliminować obciążenie inflacyjne.

³⁴ W pracy King (1995) bankier centralny który ma zerową lambdę jest określany mianem *inflation nutter*, co można przetłumaczyć jako bankier obsesyjnie obawiający się inflacji. Soderlind (2004) pokazuje z kolei, że gdyby Bank Rezerw Federalnych obsesyjnie obawiał się inflacji, wówczas recesja w latach 1970 i 80-tych byłaby bardzo długa i głęboka (stopy procentowe byłyby od 3 do 6 punktów procentowych wyższe).

³⁵ W modelach międzyokresowych, które zakładają, że produkcja zmienia się stopniowo z okresu na okres (pojawia się czynnik autoregresyjny w funkcji zagregowanej podaży) najlepszy wynik daje połączenie cech konserwatywności celu i konserwatywności wag.

Kwestia niezależności i obciążenia inflacyjnego jest analizowana w pracy Mishkin, Westelius (2006). Autorzy przedstawiają nową wersję modelu Barro-Gordona, w której obciążenie inflacyjne nie pojawia się w wyniku niespójnych w czasie preferencji banku centralnego, tylko na skutek presji politycznej ze strony rządu. W artykule zostało pokazane, że wraz ze wzrostem niezależności banku redukuje się obciążenie inflacyjne oraz obniża się zmienność inflacji. Autorzy przedstawiają model, który uzasadnia wykorzystanie przedziału jako celu inflacyjnego, szerokość przedziału powinna być dostosowana do skali wstrząsów w danej gospodarce, tak żeby większość czasu inflacja pozostawała wewnątrz przedziału. W szczególności dolna granica przedziału inflacyjnego przeciwdziała obciążeniu deflacyjnemu, które według pracy Eggertson (2004) może się pojawić w pewnych sytuacjach. Mishkin i Westelius rekomendują delegowanie polityki pieniężnej do niezależnego banku centralnego, przyjęcie przedziału jako celu inflacyjnego, oraz prowadzenie polityki pieniężnej o wysokim stopniu transparentności, uzupełnionej o dobrą komunikację.

Konserwatywni bankierzy (w sensie celu i wag) byli potrzebni kiedy walkę z inflacją należało prowadzić przy użyciu „młota i pięści”, tak jak czynił to Paul Volcker, obniżając inflację w Stanach Zjednoczonych po okresie szoków naftowych lat 80-tych. Jednak w okresie ostatnich dwudziestu lat inflacja w większości krajów obniżyła się do niskiego lub bardzo niskiego poziomu³⁶, zaś przyjmowana przez coraz więcej banków centralnych strategia bezpośredniego celu inflacyjnego wymaga zupełnie innej polityki pieniężnej. Można nawet postawić hipotezę, że konserwatywny bankier Rogoff'a nie nadaje się do prowadzenia polityki pieniężnej w ramach bezpośredniego celu inflacyjnego, gdyż przykładą zbyt małą wagę do zmienności produkcji w funkcji straty banku centralnego, czyli prowadzi politykę pieniężną określaną jako restrykcyjna polityka bezpośredniego celu inflacyjnego (RBCI), w odróżnieniu od powszechnie stosowanej elastycznej polityki bezpośredniego celu inflacyjnego (EBCI). Polityka RBCI może być społecznie akceptowana w okresie dezinflacji z wysokich do średnich poziomów inflacji i być może z poziomów średnich do niskich, gdyż wzrost społecznego dobrobytu z tego tytułu może być istotnie większy niż koszt związany z większą zmiennością produkcji. Jednak w sytuacji gdy celem banku centralnego jest stabilizacja inflacji na niskim poziomie, polityka RBCI nie będzie społecznie akceptowalna gdyż prowadzi do większych wartości społecznej funkcji straty niż polityka EBCI.

³⁶ Szersze omówienie przyczyn spadku inflacji znajduje się w rozdziale 3 tej części książki.

Polityka BCI oznacza, że niezależny bank centralny w sensie niezależności operacyjnej ustalania stóp procentowych prowadzi taką politykę pieniężną, żeby w dłuższym okresie inflacja pozostawała na poziomie bliskim publicznie ogłoszonego celu inflacyjnego, który może być ustalony przez rząd, wspólnie przez rząd i bank centralny lub niezależnie przez bank centralny (jak w przypadku NBP, mówi się wtedy o niezależności celu banku centralnego). Cel inflacyjny powinien być ustalony na poziomie spójnym z maksymalizacją bogactwa danego narodu w długim okresie³⁷. To zadanie nie jest łatwe i czasami podobne kraje wybierają inne cele inflacyjne, na przykład Centralny Bank Czech i Centralny Bank Słowacji przyjęły cel inflacyjny w wysokości 3 procent, a Narodowy Bank Polski przyjął cel w wysokości 2.5 procent.

Jeżeli jednak założymy, że przyjęty cel inflacyjny maksymalizuje bogactwo kraju w dłuższym okresie, czyli jest zgodny z preferencjami obywateli, to konserwatywny bankier Rogoff'a, który mógłby mieć preferencje dla niższego celu inflacyjnego będzie realizował suboptymalną politykę pieniężną, która ograniczy tempo wzrostu gospodarczego poniżej możliwego do osiągnięcia. Nie chodzi tutaj bynajmniej o dyskusję nad kształtem krzywej Phillipsa w długim okresie, tylko o fakt, że przyjęcie i realizacja zbyt niskiego celu inflacyjnego może utrudniać relatywne zmiany cen w gospodarce i utrudniać symetryczne reakcje polityki pieniężnej na zagrożenia inflacyjne i deflacyjne. Ponadto, jeżeli oficjalnie przyjęty cel inflacyjny wynosiłby na przykład 3 procent, a konserwatywny bankier centralny realizowałby inny cel inflacyjny, na przykład pomiędzy 0 a 3 procent, to wówczas pojawiłaby się rażąca niespójność między słowami a czynami banku centralnego, co uniemożliwiłoby efektywne zarządzanie oczekiwaniami rynków finansowych. Kto zatem jest potrzebny zamiast konserwatywnego bankiera Rogoff'a? Niewątpliwie potrzebny jest świetny komunikator, chociaż praktyczne znaczenie tego sformułowania może być niezgodne z intuicją, co ilustruje dyskusja przedstawiona w rozdziale 2.3.1.

Dyskusja o niespójności decyzji w czasie, o wynikającym z niej obciążeniu inflacyjnym i o sposobach korekty tego obciążenia dla jednych jest już zakończona³⁸, natomiast inni na nowo powracają do tej dyskusji, pokazując na bazie zmodyfikowanych modeli, że konserwatywny bankier Rogoff'a może być pożyteczny w niektórych sytuacjach. W artykule Adam, Billi (2006) autorzy przedstawiają model, w którym zarówno polityka pieniężna jak i polityka

³⁷ W szczególności cel inflacyjny powinien uwzględniać tzw. efekt Samuelsona-Balassy w krajach rozwijających się, chociaż kolejne badania pokazują, że skala tego efektu się zmniejsza. Ustalenie zbyt niskiego celu inflacyjnego może przyczyniać się do nominalnej aprecjacji kursu walutowego, co może mieć różnorakie negatywne skutki.

³⁸ Zob. Blinder (2006)

fiskalna jest endogeniczna, czyli jej parametry są określane w ramach modelu, w odróżnieniu od poprzednich modeli, gdzie polityka fiskalna była egzogeniczna, czyli jej kształt był niezależny od wartości zmiennych używanych w modelu. Obie polityki są podatne na niespójność czasową, co prowadzi od obciążenia inflacyjnego i obciążenia fiskalnego (zbyt dużych wydatków) w sytuacji w pełni dyskrecjonalnej polityki fiskalnej i monetarnej. Gdy władze fiskalne zdecydują się na wydatki wyższe niż optymalne, wówczas optymalne dla polityki pieniężnej jest zwiększyć inflację, gdyż to obniża obciążenie fiskalne. Autorzy pokazują, że w zależności od tego czy optymalny poziom inflacji neutralizujący obciążenie fiskalne jest powyżej czy poniżej poziomu inflacji wynikającego z obciążenia inflacyjnego, to potrzebny jest albo liberalny albo konserwatywny bankier centralny. W przeprowadzonych symulacjach, uwzględniających szereg modeli i typowe zakresy parametrów obciążenie inflacyjne jest większe niż poziom inflacji eliminujący obciążenie fiskalne, więc autorzy konkludują, że konserwatywny bankier centralny jest potrzebny.

Jak widać dyskusja na temat tego jakie powinny być preferencje idealnego bankiera centralnego cały czas trwa, dla niektórych bankier centralny powinien realizować społeczne preferencje dotyczące wzrostu gospodarczego i inflacji i być świetnym komunikatorem, dla innych powinien mieć pewne cechy konserwatywnego bankiera Rogoff'a. Zdaniem autora zdecydowana większość prac wskazuje na koniec ery konserwatywnego bankiera Rogoff'a, gdyż mechanizmy zwiększania efektywności w globalnej gospodarce opisane w pierwszej części książki będą działały w kierunku trzymania globalnej inflacji na niskim poziomie. Następną dekadą w polityce pieniężnej będzie dekadą coraz lepszej komunikacji i coraz większej transparentności banków centralnych. W kolejnym podrozdziale zostanie pokazane, że kwestia co i jak bank centralny powinien komunikować otoczeniu zewnętrznemu wcale nie jest prostą sprawą.

2.3.1. Świetnie rozumiane mówienie nie wprost³⁹, wobec niezrozumiałego prostego języka

Bez wątplenia największy z bankierów centralnych Alan Greenspan w swoim wystąpieniu przez Kongresem Stanów Zjednoczonych w 1987 roku wyraził się następująco:

³⁹ Mówienie nie wprost jest autorskim tłumaczeniem autora z angielskiego „mumbling”. Inne tłumaczenia „owijanie w bawełnę”, „bełkot” czy „mamrotanie” chociaż są bardziej dosłowne to brzmią zbyt potocznie w języku polskim w odniesieniu do komunikacji w polityce pieniężnej i nie oddają dobrze istoty problemu.

„ ... od kiedy zostałem bankierem centralnym, nauczyłem się mówić nie wprost w sposób wielce niespójny. Jeżeli wyda się Państwu że to co mówiłem jest jasne i przejrzyste, to prawdopodobnie zupełnie mnie nie zrozumieliście”.

Z kolei Michael Moskow, prezes Banku Rezerwy Federalnej w Chicago 7 grudnia 2002 roku powiedział, że „*Fed speak, to taki język, który pozwala na mówienie bez żadnej treści*”.

Osiemnaście lat prezesury Alan Greenspana to okres wielu przemówień i wystąpień charakteryzujących się wyjątkowo kwiecistym i zawiłym językiem. Prezes Rezerwy Federalnej wprowadził do powszechnego użytku wiele zwrotów takich jak „*irrational exuberance*”, „*soft patch*”, „*signs of froth*”, „*measured pace*” czy „*conundrum*”. Sam Alan Greenspan określał swój styl mówienia jako „konstruktywna wieloznaczność”⁴⁰. Analiza stylu wypowiedzi Greenspana na podstawie indeksu Flesch określającego łatwość czytania tekstu (0 – praktycznie niemożliwy do przeczytania i zrozumienia, 100 – bardzo łatwy) pokazała, że w 2005 roku jego wystąpienia osiągnęły poziom 20, czyli gdzieś pomiędzy tekstami prawnymi z Harvard Law Review i tekstem standardowej polisy ubezpieczeniowej samochodu. Mimo takiego stylu wypowiedzi poza nielicznymi wyjątkami⁴¹ polityka pieniężna Greenspana była uznana za zrozumiałą i przewidywalną, szczególnie w drugiej połowie osiemnastoletniej kariery jako szefa Rezerwy Federalnej, co zostało osiągnięte również poprzez radykalne zwiększenie transparentności. Natomiast po przejęciu pałeczki szefa Rezerwy Federalnej przez Bena Bernanke, wybitnego ekonomisty i praktyka w dziedzinie polityki pieniężnej, jego wypowiedzi, które miały zdecydowanie mniej zawiłą formę często były interpretowane przez rynki niezgodnie z intencjami, tak że prezes Bernanke musiał publicznie wyjaśniać co miał na myśli. Czy zatem mówienie prostym, zrozumiałym językiem jest w przypadku bankierów centralnych niewskazane i trzeba mówić nie wprost, zawile i w sposób który poddaje się wielu interpretacjom?

Autorka pracy Geraats (2005) uważa, że tak jest w istocie i pokazuje, że bank centralny powinien w sposób bardzo czytelny komunikować otoczeniu kwestie związane z celem inflacyjnym, natomiast powinien w sposób dwuznaczny wypowiadać się na temat sytuacji gospodarczej (n.p. na temat luki PKB) i na temat wstrząsów podażowych. Wśród wielu argumentów autorka stwierdza, że ponieważ rynki finansowe silnie reagują na jednoznaczne

⁴⁰ Ang. Constructive ambiguity.

⁴¹ Do historii przeszło wystąpienie Alana Greenspana w Ekonomicznym Klubie Nowego Jorku w 1995 roku, gdy następnego dnia New York Times ogłosił, że pojawił się wątpliwości odnośnie do obniżki stóp procentowych, zaś Washington Post napisał, że Greenspan potwierdza obniżkę stóp procentowych. Następnego dnia ani giełda ani rynek obligacji nie zareagowały, a wszystkich pogodził Houston Chronicle, który stwierdził że „Greenspan czyni wszystko perfekcyjnie mętnym”.

sygnały wysyłane przez banki centralne, a jednocześnie istnieje duża niepewność odnośnie do kształtowania się sytuacji gospodarczej i ewentualnych wstrząsów, to nieprzejrzyste i wieloznaczne mówienie nie wprost ogranicza zmienność na rynkach finansowych.

W podobnym duchu wypowiada się jeden z gubernatorów Rezerwy Federalnej Donald Kohn. W swoim wystąpieniu⁴² na temat komunikacji banku centralnego stwierdza, że wraz ze wzrostem społecznej akceptacji dla niezależności banku centralnego, wzrosły również oczekiwania, że bank centralny będzie bardziej transparentny i będzie lepiej tłumaczył i uzasadniał prowadzoną politykę pieniężną. Dlatego Kohn stawia pytanie, dlaczego tendencja do wzrostu transparentności w bankach centralnych jest słabsza niż można by się spodziewać. Po pierwsze, jeżeli komunikacja banku centralnego jest źle rozumiana, lub rynki finansowe przywiązują do niej zbyt dużą wagę relatywnie do innych źródeł i rodzajów informacji, może to prowadzić do zaburzenia tej roli rynków, która prowadzi do efektywnej alokacji zasobów. Po drugie komunikacja banku centralnego wpływa na decyzje gospodarcze, w szczególności bank centralny nie może poprzez swoją komunikację doprowadzić do sytuacji, że bank przejmie część ryzyka związanego z gospodarowaniem od podmiotów gospodarczych⁴³. Ponadto transparentność nie powinna wpływać na dyskusję ciał podejmujących decyzje z zakresu polityki pieniężnej, gdyż mogłoby się zdarzyć, że zamiast merytorycznej wymiany zdań ma miejsce szereg wypowiedzi do protokołu, na podstawie którego tworzy się publikowane streszczenia dyskusji, czyli tzw. minutes.

Kohn podsumowuje, że bank centralny podejmuje decyzje na podstawie dokładnej analizy kosztów i korzyści, ucząc się na doświadczeniu własnym i innych banków centralnych. Od trendu poprawy komunikacji i zwiększenia transparentności nie ma odwrotu, ale wszelkie decyzje muszą być wyważone.

Warto przytoczyć także te opinie, które postulują większą otwartość i mówienie wprost o planach dotyczących stóp procentowych. Na przykład w pracy Svensson (2006) jako pozytywny przykład przedstawiono banki centralne Nowej Zelandii i Norwegii, które publikują wykresy wachlarzowe przyszłych stóp procentowych. Svensson stwierdza, że Rezerwa Federalna mogłaby znacznie skuteczniej zarządzać oczekiwaniami inflacyjnymi

⁴² Zob. Kohn (2005)

⁴³ Pomimo, że Donald Kohn wprost się do tego nie odwołał czynił aluzję do tzw. put'a Greenspana (ang. Greenspan put). Put Greenspan'a odpowiada takiej sytuacji, w której rynek finansowy grozi załamaniem, ale Rezerwa Federalna na to nie pozwala poprzez silne obniżki stóp procentowych. To może prowadzić do sytuacji, w której uczestnicy rynków finansowych podejmują zbyt wysokie ryzyko, gdyż mniej obawiają się pogorszenia koniunktury w oczekiwaniu, że Rezerwa Federalna wybawi ich z kłopotu. Czytelników zainteresowanych opcjami typu call i put odsyłam do książki Sławiński (2006).

gdyby publikowała taki wykres wachlarzowy, zamiast posługiwać się zakodowanym językiem w komunikatach.

2.3.2. Lepiej mówić czego się nie wie, niż mówić co się wie

W życiu codziennym funkcjonuje powiedzenie, że „głupi mówi co wie, a mądry wie co mówi.”. Bankierzy centralni zachowują się w sposób, który uzasadnia inne powiedzenie, że *„dobry bankier centralny mówi czego nie wie, zły bankier centralny mówi co wie”*. Spróbujmy się zastanowić dlaczego tak jest.

- Po pierwsze, jeżeli bank centralny posiada jakąś precyzyjną wiedzę na temat gospodarki, to ta wiedza prawdopodobnie już została uwzględniona w podjętych decyzjach, a dla rynków finansowych ważniejsze są nie już podjęte decyzje, tylko odgadnięcie przyszłych decyzji;
- Po drugie, ważniejsze od podania konkretnych wielkości lub terminów zmian stóp procentowych dla rynków jest poznanie sposobu myślenia banku centralnego, gdyż krzywa dochodowości nie odzwierciedla jednej czy dwóch najbliższych decyzji (które w dodatku są i tak obciążone niepewnością związaną z nieprzewidywalnymi wstrząsami), ale oczekiwaną przez rynek całą ścieżkę stop procentowych w kolejnych latach;
- Po trzecie, mówienie czego się nie wie daje bankowi centralnemu możliwość kształtowania oczekiwań w taki sposób, że nadchodzące nowe informacje powodują takie ruchy krzywej dochodowości, które wykonują część pracy za bank centralny. Na przykład jeżeli bank centralny nie wie czy nastąpi silny spadek koniunktury na rynku nieruchomości, który może w czarnym scenariuszu spowodować deflację, to chciałby żeby w sytuacji gdy pojawią się dane sugerujące wzrost prawdopodobieństwa takiego scenariusza rynki finansowe same silnie obniżyły terminowe stopy procentowe, tak aby przeciwdziałać recesji i deflacji. Taki efekt można osiągnąć odpowiednią komunikacją, która n.p. wskazuje, że nadchodzące dane będą dla banku centralnego wskazówką pozwalającą lepiej ocenić prawdopodobieństwo scenariusza silnego spowolnienia wzrostu gospodarczego;
- Po czwarte, nawet jeżeli mamy dane opisujące obecny stan gospodarki, to w przyszłości mogą pojawić się istotne rewizje tych danych zmieniające ocenę sytuacji,

w przeszłości w przypadku największych gospodarek obserwowane takie rewizje danych, które powodowały nawet zmianę znaku szacowanej luki PKB.

Bankierzy centralni często wypowiadają się na temat perspektyw inflacji, pokażmy zatem na przykładzie takich wypowiedzi, dlaczego należy komunikować czego się nie wie.

Po pierwsze, nawet jeżeli coś wiadomo na 99 procent, to czasami sekwencja wydarzeń może potoczyć się zgodnie z najmniej prawdopodobnym 1-procentowym scenariuszem. Na przykład jeżeli kilka wewnętrznych prognoz banku centralnego wskazuje, że inflacja w najbliższych miesiącach pozostanie niezmieniona, to zły bankier centralny komunikuje to światu, mówiąc, że *„według prognoz banku centralnego inflacja w najbliższych miesiącach pozostanie niezmieniona”*. Jeżeli jednak zdarzy się nieprzewidziany wstrząs, na przykład na rynku ropy lub żywności i inflacja nieoczekiwanie wzrośnie lub spadnie, to okaże się że taka zapowiedź była błędna. Po drugie taka informacja stwarza wrażenie, że bank centralny w pełni kontroluje inflację, podczas gdy ze statystycznego punktu widzenia inflacja jest procesem losowym, na który wpływa nie tylko polityka pieniężna – do tego ze znacznym opóźnieniem – ale również różne nieprzewidywalne wydarzenia, takie jak susza, czy zmiany cen surowców. Po trzecie, taka wypowiedź stwarza wrażenie, że bank centralny prowadzi politykę pieniężną kierując się krótkookresowymi prognozami inflacji, co może prowadzić do dużej zmienności inflacji i PKB.

Zatem jak komunikuje się z rynkiem dobry bankier centralny, który chce przekazać sygnał, że oczekuje stabilizacji inflacji w najbliższych miesiącach. Właściwa komunikacja, byłaby zgodna z powiedzeniem że bankier mówi czego nie wie, czyli *„zakładając brak nieoczekiwanych wstrząsów, można ocenić, że dosyć prawdopodobny jest scenariusz w którym inflacja w najbliższych miesiącach pozostanie na zbliżonym do obecnego poziomie. Jednakże, ocena perspektyw inflacji i wzrostu gospodarczego w perspektywie średniookresowej będzie zależała od szeregu czynników, w tym od sytuacji na rynku pracy i utrzymania trendu globalnej aktywności gospodarczej”*.

Dlaczego taka forma komunikacji jest właściwa? Z kilku powodów. Po pierwsze, bankier „zostawia miejsce” na pewną fluktuację inflacji w najbliższych miesiącach, jednocześnie dając rynkom do zrozumienia że zmiany nie będą wielkie o ile nie pojawią się nieoczekiwane wstrząsy. Po drugie, taka wypowiedź pokazuje, że znacznie ważniejsze od perspektyw inflacji w krótkim okresie, są perspektywy średniookresowe, zaś wśród czynników na które bank centralny szczególnie zwraca uwagę ważne jest lokalny rynek pracy i globalna aktywność gospodarcza. Użycie słowa „utrzymanie” dodatkowo zawiera informację, że bank centralny

ocenia, iż mogą zacząć materializować się czynniki które obniżą światowy wzrost gospodarczy poniżej obecnych oczekiwań. Przedstawione powyżej argumenty dotyczące mówienia nie wprost i dobrej praktyki mówienia tego, czego się nie wie można dodatkowo zilustrować przykładami cytatów które stanowią zdaniem autora dobrą praktykę komunikacji, i takimi których należy unikać.

Tabela XXX. Przykładów zwrotów pożądaných i niewskazanych w wypowiedziach bankierów centralnych.

Zwroty pożądané	Zwroty niewskazane
<p>„Trudno ocenić czy obserwowany od kilku miesięcy trend na rynku ... jest trwały, ...”</p> <p>„O ile nie pojawią się nieoczekiwane wstrząsy ...”</p> <p>„Lepsza ocena skali i okresu utrzymania stóp procentowych poniżej średniej z ostatnich kilku lat będzie możliwa gdy pojawią się nowe dane ...”*</p> <p>„Dostępne prognozy wskazują, że w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej inflacja pozostanie w pobliżu celu, jednak zmiany zachodzące w strukturze gospodarki nie zawsze można odpowiednio uwzględnić w modelach ekonomicznych, szczególnie dotyczy to takich zjawisk jak ...”</p> <p>„W przeszłości, w podobnych sytuacjach bank centralny zaostrzał politykę pieniężną, jednak fakt iż obecnie oczekiwania inflacyjne pozostają na niskim poziomie zgodnym z celem inflacyjnym a skala wykorzystania mocy produkcyjnych pozostaje umiarkowana, pozwala na utrzymanie stóp procentowych na niezmiennym poziomie i na lepszą ocenę perspektyw inflacji w świetle napływających danych”**</p>	<p>„Inflacja w miesiącu wyniesie ... procent”</p> <p>„Stopy procentowe nie ulegną zmianie do końca roku”</p> <p>„Cykl obniżek stóp procentowych się zakończył”</p> <p>„Podnosząc stopy procentowe bank chciał dać sygnał związkom zawodowym, że nieuzasadnione podwyżki płac”</p> <p>„Moim zdaniem w październiku należy podnieść stopy procentowe”.</p> <p>„Ukształtowała się taka większość w Radzie, która nie dostrzega narastających ryzyk inflacyjnych”.</p>

* ta wypowiedź zwraca uwagę rynek finansowy, że w ocenie banku centralnego obecny poziom stóp procentowych znajduje się poniżej poziomu neutralnego

** ta wypowiedź pokazuje że ważne jest utrzymanie oczekiwań inflacyjnych na poziomie zgodnym z celem. Ponadto jest to przykład prowadzenia polityki pieniężnej w sposób zależny od historii, który zapobiega powstaniu niekorzystnych nierównowag, zob. opis w rozdziale 2.1. w tej części książki oraz artykuł Woodford (2005).

Autor bynajmniej nie sugeruje, że bankier centralny powinien celowo unikać używania precyzyjnego języka. Wręcz przeciwnie, bankier centralny powinien precyzyjnie dobrać zwroty których używa, natomiast ta precyzja powinna odpowiadać celom które chce osiągnąć

oraz być adekwatna do skali niepewności dotyczącej przyszłego biegu wydarzeń. Na przykład wykresy wachlarzowe opisujące prawdopodobne poziomy stóp procentowych w przyszłości, prezentowane przez banki centralne Norwegii i Nowej Zelandii nie przedstawiają konkretnego poziomu stóp, tylko pewien przedział w ramach którego stopy procentowe powinny się znaleźć zgodnie z intencjami banku centralnego. Ale nawet w takim przypadku nie można wykluczyć, że pojawią się wstrząsy które będą wymagały takich zmian stóp procentowych, że wykroczą one poza opublikowany przedział. Prezentowane przez autora podejście, że należy mówić „czego się nie wie” oznacza, że należy komunikować otoczeniu możliwość pojawienia się takich nieoczekiwanych wstrząsów, a nie należy zwiększać szerokości publikowanego wachlarza, żeby objąć nim możliwe wstrząsy. Innymi słowy mówienie „czego się nie wie”, jednocześnie umożliwia przekazywanie bardziej precyzyjnej informacji o tym „co się wie”.

2.3.3. Regularne wystąpienia

Kiedyś wystąpienia bankierów centralnych były rzadkie i „spadały jak grom z jasnego nieba”. Te czasy należą do zamierzchłej przeszłości, teraz bankierzy centralni publicznie ogłaszają grafik swoich wystąpień, bez znaczenia czy jest to wystąpienie w Parlamencie czy wykład na wyższej uczelni lub „przemówienie do kotleta” podczas kolacji z przedstawicielami biznesu⁴⁴. Dobra praktyka nakazuje powieszenie tekstu wystąpienia na stronie internetowej banku w momencie jego wygłoszenia, tak żeby dostęp do przekazywanych informacji nie był tylko dla osób obecnych na seminarium lub konferencji, ale również dla innych uczestników rynków finansowych, niezależnie od natychmiastowych raportów agencji serwisowych, które wychwytyują co ważniejsze wątki z wystąpienia i natychmiast przekazują do domeny publicznej. Wystąpienia bankierów centralnych na całym świecie można liczyć w tysiącach rocznie. Na przykład Bank Rozliczeń Międzynarodowych, który monitoruje wystąpienia

⁴⁴ Wobec obecnego stopnia transparentności polityki pieniężnej może wydawać się nieprawdopodobne, że jeszcze w latach 80-tych Rezerwa Federalna broniła swojej tajemniczości i prawa do nie ujawniania informacji w następstwie uchwalenia ustawy o wolności informacji, argumentując, że ujawnienie informacji, na przykład takich jak poziom stóp procentowych, może prowadzić do złego zrozumienia i może powodować nieodpowiednie reakcje rynków finansowych. Rezerwa Federalna była w swej tajemniczości skuteczna, czego przykładem jest wygrany proces sądowy (choć dopiero w trzeciej instancji) z Davidem Merrillem, studentem Wydziału Prawa Uniwersytetu Georgetown o żądanie ujawnienia poziomu stóp procentowych. Merrill zażądał w marcu 1975 roku informacji o decyzjach podjętych przez Rezerwę Federalną w poprzednich miesiącach, a po odmownej decyzji w maju skierował sprawę do sądu, stwierdzając że Rezerwa Federalna złamała ustawę o swobodzie dostępu do informacji. Bank centralny wygrał proces i nie ujawnił poziomu stóp argumentując, między innymi, że zwiększyłyby to koszt obsługi długu publicznego, zob. Goodfriend (1985). Od tamtej pory minęło raptem 30 lat!

bankierów centralnych na swojej stronie www.bis.org udostępnia wystąpienia, które miały miejsce w ostatnich trzech miesiącach. Na początku lipca było około 200 wystąpień i nie wszystkie wystąpienia zostały uwzględnione, na przykład nie ma tam wystąpień w językach innych niż angielski.

Tematyka wystąpień bankierów centralnych jest bardzo różnorodna i dotyczy nie tylko perspektyw inflacji i polityki pieniężnej, ale także innych funkcji które realizuje bank centralny. Tabela poniżej pokazuje wybrane wystąpienia ze wspomnianej strony www.bis.org wraz z tematyką, dostępne w dniu 17 lipca 2006 (kilka przykładowych wystąpień na około 200 dostępnych)⁴⁵.

Tabela XXX. Wybrane wystąpienia bankierów centralnych

Data	Kto	Tematyka
14 lipca 2006	C.Noyer, prezes Banku Francji	Systemy finansowe i wzrost gospodarczy
14 lipca 2006	L.Papdemous, wiceprezes EBC	Stabilność cen, stabilność i efektywność finansowa i polityka pieniężna
14 lipca 2006	G.Stevens, wiceprezes Banku Rezerwy Australii	Prowadzenie polityki pieniężnej
14 lipca 2006	K.Rybinski, wiceprezes NBP	Globalny rynek pracy i jego granice, przyczyny i skutki powstania homo sapiens globalus
12 lipca 2006	Z.A.Ghani, wiceprezes Centralnego Banku Malezji	Badania o rozwój sektora usług finansowych w Malezji
12 lipca 2006	D.Kohn, członek Rady Gubernatorów Rezerwy Federalnej USA	Refleksje na temat globalizacji i polityk
7 lipca 2006	P.Jenkins, wiceprezes Banku Kanady	Co polityka pieniężna może a czego nie może osiągnąć
7 lipca 2006	S.Schmidt-Bies, członek Rady Gubernatorów Rezerwy Federalnej USA	Wyzwania związane z wdrożeniem rekomendacji Bazylea II
6 lipca 2006	A.Bollard, prezes Banku Rezerwy Nowej Zelandii	System finansowy który sprawdza się w Nowej Zelandii

Źródło: www.bis.org

Wystąpienia bankierów centralnych realizują różne cele. W przypadku wystąpień poświęconych bieżącej sytuacji gospodarczej mają one za cel między innymi oddziaływanie na oczekiwania rynków finansowych dotyczące przyszłych zmian w polityce pieniężnej, lub pokazanie kluczowych czynników od których te zmiany będą zależały. Inne wystąpienia pokazują zaangażowanie banków centralnych w różne działania, jak na przykład budowa

⁴⁵ Na stronie www.bis.org umieszczane są przemówienia bankierów centralnych w języku angielskim, tabela XXX prezentuje tłumaczenie autora na język polski.

systemu płatności wysokowotowych TARGET2 dla strefy euro czy wdrożenie bazylejskiej umowy kapitałowej. Banki centralne podkreślają również jak ważne są reformy strukturalne w kontekście pojawienia się globalnych nierównowag. W końcu są też wystąpienia, które mają charakter okolicznościowy lub edukacyjny.

W przypadku Narodowego Banku Polskiego dobra praktyka publikowania wystąpień na stronie internetowej została zapoczątkowana przez autora tej książki, wraz z umieszczeniem na stronie www.nbp.pl → publikacje → wykłady i odczyty, pierwszego wystąpienia p.t. „Globalizacja, szanse, zagrożenia i wnioski dla polityki gospodarczej” w marcu 2006 roku.

2.4. Podsumowanie

W tej bardzo skrótowej prezentacji przedstawiono te cechy nowoczesnej polityki pieniężnej, które autor subiektywnie ocenia za najważniejsze, czyli przewidywalność, dobre zarządzanie oczekiwaniami otoczenia zewnętrznego, transparentność i dobra komunikacja z otoczeniem zewnętrznym, między innymi poprzez mówienie tego czego się nie wie. Przy czym pominięto wiele wątków dyskusji, na przykład takie jak niezależność banków centralnych⁴⁶, czy stopniowe przechodzenie coraz większej liczby banków centralnych na strategię bezpośredniego celu inflacyjnego⁴⁷. Czytelników chcących zapoznać się głębiej z tymi zagadnieniami autor odsyła do kompendium wiedzy o współczesnej polityce pieniężnej, czyli do książki Wojtyna (2004). Jednak przed rozpoczęciem analizy zagadnień, które stanowią właściwy temat tej części książki warto zastanowić się przez chwilę jak może wyglądać polityka pieniężna za 10-20 lat, gdyż już obecnie widać pewne trendy, które pozwalają przewidzieć kształt przyszłej polityki pieniężnej.

Po pierwsze globalizacja będzie dalej szybko postępowała o ile nie napotka na politycznie motywowane bariery protekcjonizmu, zaś ten postęp będzie oznaczał między innymi poszerzanie się wspólnych obszarów walutowych. Jest wysoce prawdopodobne, że w kolejnych latach dojdzie do poszerzenia strefy euro, powstanie wspólna waluta w rejonie zatoki perskiej w 2010 roku (choć pojawiają się sygnały o możliwym opóźnieniu)⁴⁸, ale

⁴⁶ Zob. na przykład najnowszy artykuł przeglądowy Cukierman (2006)

⁴⁷ Zob. na przykład Battini et al. (2006).

⁴⁸ Nowa waluta zostanie wprowadzona w ramach Gulf Cooperation Council powołanego do życia w 1981 roku, który tworzą Bahrajn, Kuwejt, Oman, Arabia Saudyjska i Zjednoczone Emiraty Arabskie. Według Gulf Research Center w Dubaju „... nowa waluta GCC może odegrać prominentną rolę. Nowa waluta ma prowadzić do rozwoju gospodarek regionu, ale również ma odegrać ważną rolę międzynarodową, między innymi prowadzić do przerwania związku walut regionu z dolarem amerykańskim, ma służyć jako waluta w której

również będą toczyły się prace nad poszerzeniem grupy krajów używających dolara amerykańskiego czy prace nad powstaniem wspólnej waluty azjatyckiej, którą roboczo można nazwać „asian”, chociaż w literaturze spotyka się takie nazwy jak ACU (asian currency unit) czy AMU (asian monetarny unit)⁴⁹. Zatem w przyszłości prawdopodobnie będzie mniej banków centralnych prowadzących niezależną politykę pieniężną, a decyzje tych banków będą dotyczyły większych obszarów gospodarczych.

To z kolei będzie oznaczało, że małe banki centralne w coraz większym stopniu będą musiały uwzględniać politykę pieniężną dużych banków centralnych w swoich własnych decyzjach.

Banki centralne w coraz większym stopniu będą sygnalizowały przyszłe decyzje o stopach procentowych, podążając śladem banków centralnych Norwegii i Nowej Zelandii, na przykład publikując wykresy wachlarzowe przyszłych ścieżek stóp procentowych, lub przedziały najbardziej prawdopodobnych stóp procentowych w przyszłości.

Pieniądz prawdopodobnie powróci na jakiś czas do modeli używanych w bankach centralnych, ale raczej nie zadomowi się tam na dłużej, gdyż gwałtowny rozwój pieniądza elektronicznego i innowacje w dziedzinie płatności obejmujące społeczeństwo *homo sapiens globalus* spowodują, że klasyczne miary pieniądza będą niewiele mówiły o perspektywach inflacji w średnim terminie, również dlatego że popyt na pieniądz pozostanie niestabilny. Jednak w najbliższych latach moda na pieniądz w bankowości centralnej powróci, o czym świadczy fakt że tym zagadnieniem zajmują się bardzo wpływowi ekonomiści, jak Robert Lucas czy Mervin King oraz fakt, że EBC przywiązuje bardzo dużą rolę do roli agregatów pieniężnych w prowadzeniu polityki monetarnej⁵⁰. Najnowsze wyniki badań potwierdzają, że związek z krajowymi miarami pieniądza i inflacją występuje tylko w bardzo długich okresach, 8-30 lat lub przekraczających 30 lat, zaś tego związku nie ma lub jest bardzo niestabilny w okresach krótszych, odpowiadających częstotliwości cykli koniunkturalnych⁵¹. To oznacza że posługiwanie się miarami pieniądza w polityce pieniężnej nakierowanej na stabilizację inflacji w średnim okresie jest obarczone sporym ryzykiem. Natomiast pieniądz prawdopodobnie zniknie z modeli po tym, gdy okaże się, że lokalne miary podaży pieniądza tracą na znaczeniu w globalnej gospodarce i jedyne nadające się do ekonomicznej

będzie fakturowany handel ropą i jej pochodnymi, ma funkcjonować jako waluta Islamska i służyć jako waluta rezerwowa, która będzie generować istotne przychody z tytułu renty emisyjnej”.

⁴⁹ Zob. na przykład prace Ogawa, Shimizu (2005), Cowen et al. (2006).

⁵⁰ Zob. wystąpienia King (2006b) i Lucas (2006) podczas konferencji EBC na cześć Otmara Issinga, wystąpienie King (2006c) oraz artykuł Trichet (2006).

⁵¹ Zob. Benati (2006).

interpretacji statystyki monetarne będą kompilowane przez instytucje ponadnarodowe, takie jak Bank Rozliczeń Międzynarodowych⁵².

Inne zmiany w polityce pieniężnej których prawdopodobnie będziemy świadkami w kolejnych dekadach będą miały ścisły związek z tematami poruszonymi w kolejnych rozdziałach. Jednego można być pewnym, tak jak polityka pieniężna początku XXI wieku bardzo różni się od polityki pieniężnej przełomu lat 80-tych i 90-tych, tak samo kolejne dekady przyniosą szereg daleko idących zmian.

Najlepszym sposobem przejścia od zmian, które zaszły w polityce pieniężnej do opisu zmian które będą zachodziły w kolejnych latach jest przedstawienie listy pytań, które sformułował niedawno jeden z najwybitniejszych teoretyków i praktyków polityki pieniężnej, Alan Binder, w swoim artykule p.t. „Polityka pieniężna dzisiaj: szesnaście pytań i mniej więcej dwanaście odpowiedzi”.

Tabela XXX. Szesnaście pytań Alana Blinera odnośnie do przyszłości polityki pieniężnej

1. Jaka jest właściwa funkcja celu polityki pieniężnej?
2. Jak transparentny powinien być bank centralny?
3. Czy bank centralny powinien prowadzić strategię bezpośredniego celu inflacyjnego?
4. Czy decyzje w polityce pieniężnej powinny być podejmowane przez jednostkę czy przez komitety, a jeśli przez komitet to jakiego typu?
5. Czy bank centralny powinien być nadzorcą banków komercyjnych?
6. Czy bankierzy centralni słusznie unikają częstych zmian kierunku polityki pieniężnej?
7. Czy obserwowane stopniowe zmiany stóp procentowych są słuszną strategią?
8. Czy fine-tuning jest możliwy, a jeśli tak, to czy banki centralne powinny stosować fine-tuning w polityce pieniężnej?
9. Czy banki centralne powinny wyprzedzać rynki finansowe, czy podążać za rynkami finansowymi?
10. Czy banki centralne prowadzące politykę płynnego kursu walutowego powinny interweniować na rynku walutowym?
11. Czy banki centralne powinny używać instrumentów pochodnych w prowadzeniu polityki pieniężnej?
12. Dlaczego rynkowe terminowe stopy procentowe tak słabo przewidują przyszłe stopy procentowe banku centralnego? Jak wpływa to na mechanizm transmisji w polityce pieniężnej poprzez krzywą dochodowości?
13. Dlaczego dysparytet stóp procentowych jest bardzo słabą prognozą dla zmian kursów

⁵² O początku tego trendu świadczą wyniki szeregu prac, pokazujące, że powoli tracą na znaczeniu preferencje kraju pochodzenia, (ang. home bias), stopniowo zanika także zagadka Feldstein'a-Horioki, omówiona szerzej w części drugiej niniejszej książki.

walutowych? W teorii podniesienie stóp procentowych przez bank centralny prowadzi do natychmiastowej aprecjacji waluty danego kraju i do jej stopniowej deprecjacji, w praktyce tak się nie dzieje? Jak to wpływa na mechanizm transmisji i na możliwość stabilizowania inflacji przez bank centralny?

14. Jak banki centralne powinny postępować w przypadku bąbli na rynku aktywów?

15. Jak banki centralne powinny postępować w sytuacji w której może wystąpić zagrożenie deflacją i problem niemożności obniżenia realnych stóp procentowych na skutek zerowego dolnego ograniczenia na poziom nominalnych stóp procentowych?

16. Czy największe banki centralne świata odpowiadają poza krajową gospodarką również za stan globalnej gospodarki?

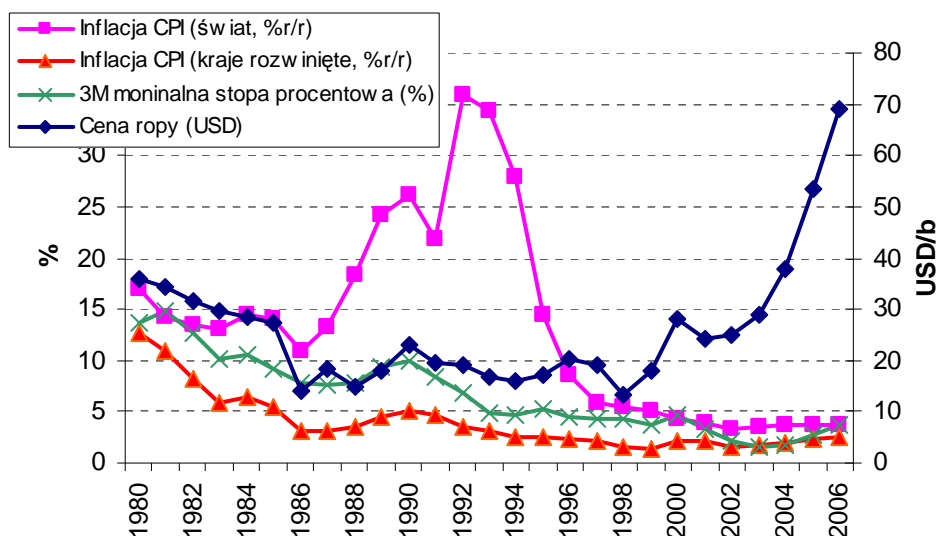
Źródło: Blinder (2006).

Czytelników poszukujących odpowiedzi na dwanaście spośród szesnastu postawionych pytań autor odsyła do artykułu Blinder (2006). Punkt widzenia autora na niektóre pytania został przedstawiony w rozdziale 2 tej części książki, natomiast w rozdziałach 4 i 5 tej części książki zostaną przedstawione najważniejsze wyniki badań dotyczące dwóch pytań które łączą globalizację i politykę pieniężną, czyli kwestii ściśle związanych z pytaniami numer 14 i 16 na liście Blindera.

3. Wpływ globalizacji na inflację i politykę pieniężną.

Poniższy wykres przedstawia średnią arytmetyczną stóp inflacji i nominalnych stóp procentowych w krajach OECD na przestrzeni ostatnich 30 lat na lewej osi, i cenę ropy naftowej na prawej osi. Ten wykres nieodparcie nasuwa jedno pytanie. Jakie czynniki zadecydowały o tym, że pomimo bardzo niskich stóp procentowych (nominalnych i realnych) i pomimo silnego wzrostu cen ropy naftowej, inflacja utrzymuje się na niskim poziomie.

Wykres XXX. Inflacja i nominalne krótkoterminowe stopy procentowe w krajach OECD oraz cena baryłki ropy naftowej brent (zmiana %r/r).



Źródło: Baza World Economic Outlook MFW, OECD.

Jest wiele możliwych odpowiedzi na to pytanie, z których każda wyjaśnia pewną część tego zjawiska. Jednak w świetle dotychczasowych badań wydaje się, że istnieją dwa czynniki, które łącznie dobrze wyjaśniają „zagadkę” opisywaną przez powyższy wykres. Te czynniki to globalizacja i dobra polityka pieniężna. O ile zrozumienie mechanizmów, kanałów wpływu globalizacji na inflację i ich relatywnej siły w poszczególnych krajach wymaga dalszych badań, nie ulega wątpliwości, że globalizacja odegrała kluczową rolę na przestrzeni ostatnich dwudziestu lat, które określa się jako „wielkie uspokojenie”⁵³, czyli spadek poziomu inflacji i obniżenie się zmienności inflacji oraz zmienności wzrostu gospodarczego⁵⁴. Ilustruje to wypowiedź byłego prezesa Rezerwy Federalnej Alana Greenspana z 2005 roku⁵⁵:

„Na przestrzeni minionych dwóch dekad, inflacja obniżyła się znacząco, w praktyce na całym świecie, podobnie obniżyła się zmienność aktywności gospodarczej. Jakkolwiek pełne zrozumienie tych procesów nie jest obecnie możliwe, globalizacja i innowacje wydają się kluczowym elementem każdego z paradygmatów, będącego w stanie wyjaśnić wydarzenia minionych dziesięciu lat”.

Oczywiście nie każdy zgadza się z taką diagnozą, czego przykładem jest wystąpienie prezesa Banku Anglii Mervina Kinga z października 2006 roku, które konkluduje, że inflacja jest

⁵³ Ang. Great moderation.

⁵⁴ Frankel (2006) zauważa, że inflacja była równie niska w latach 50-tych XX wieku, pomimo że poziom globalizacji był wielokrotnie niższy.

⁵⁵ Zob. Greenspan (2005a).

zjawiskiem krajowym i jest pod wpływem ilości pieniądza w gospodarce, którą, nieprecyzyjnie i z opóźnieniem, kontroluje bank centralny. Omówienie roli pieniądza w polityce pieniężnej wykracza poza ramy tej książki, warto jednak zaznaczyć, że po okresie prawie zupełnego zaniechania wykorzystywania agregatów pieniężnych do prognozowania i analizowania inflacji⁵⁶, moda na pieniądz w polityce pieniężnej znowu powraca, po części w związku ze stabilnością finansową omawianą w rozdziale 4 tej części książki. Krytycy tezy, że globalizacja ma wpływ na inflację przedstawiają następujące argumenty:

- Inflacja jest zjawiskiem nominalnym, a globalizacja dotyczy sfery realnej;
- Wzrost globalizacji, na przykład wzrost otwartości gospodarek, wpływa na poziom PKB i poziom cen, a nie na ich tempo zmian;
- Globalizacja wpływa na ceny relatywne, mniej pieniędzy wydanych na dane tańsze importowane dobro oznacza, że więcej pieniędzy może być wydane na inne dobro, bez jednoznacznego wpływu na ogólny poziom cen;
- Nie można jednoznacznie określić czy globalizacja wpływa stabilizująco czy destabilizująco na gospodarki poszczególnych krajów, czyli czy przyczyniła się do „wielkiego uspokojenia”. Po pierwsze, w dobie globalizacji efekt zarażania kryzysami jest wyjątkowo silny, czego dowodem jest efekt domina w krajach azjatyckich w 1997 roku czy upadek funduszu arbitrażowego LTCM po kryzysie rosyjskim. Ale jednocześnie globalizacja pozwala na lepszą dywersyfikację ryzyka na rynkach finansowych. Po drugie, jeżeli faktycznie rola cen importowych w kształtowaniu inflacji rośnie, co pokazuje wiele modeli, to te ceny są często bardziej zmienne od krajowych komponentów inflacji bazowej, co powinno prowadzić do większej, a nie mniejszej zmienności inflacji. Z drugiej strony większa otwartość gospodarki oznacza, że na przykład nadwyżka popytu nad możliwościami produkcyjnymi gospodarki może być łatwiej niż w przeszłości zaspokajana importem, co ogranicza wahania cykliczne koniunktury i ogranicza zmienność produkcji.

Zagadnienia te będą omówione w dalszej części książki, spróbujmy jednak najpierw pogrupować poszczególne wątki.

W literaturze omawiającej wpływ globalizacji na inflację można wyróżnić dwa nurty:

⁵⁶ Frankel (2006) zauważa, że ze względu na niestabilny popyt na pieniądz litera M, oznaczająca podaż pieniądza w ogóle zniknęła z wielu modeli monetarnych.

- prace analizujące poszczególne kraje, rynki, zjawiska lub mechanizmy jak na przykład wpływ globalizacji na kształtowanie się płac czy obniżenie się wpływu zmian kursu walutowego na inflację. Z nowszych prac na ten ostatni temat można wymienić n.p. Sekine (2006), Campa, Goldberg (2006), Corsetti, Dedola, Leduc (2005), Bacchetta, van Wincoop (2002). Szczegółowe omówienie prac tych nurtów wykracza poza zakres niniejszej książki, warto jednak wspomnieć, że dyskusja dotycząca obniżenia wrażliwości inflacji na zmiany kursów walutowych wskazuje na kilka mechanizmów, na przykład na spadek kosztów transportu i na „śmierć odległości”, zmianę marż dystrybucyjnych⁵⁷ czy na sztywność cen;
- artykuły badające czy inflacja jest zjawiskiem globalnym oraz analizujące zmianę relatywnej siły wpływu czynników krajowych i zagranicznych na krajową inflację, np. Cicarrelli, Mojon (2005), Mumtaz, Surico (2006), Borio, Filardo (2005), Chmielewski, Kot (2006);

Poniżej zostanie omówiona synteza dyskusji dotyczącej roli procesu globalizacji w obniżeniu inflacji, następnie zostaną przedstawione pozostałe wątki. Autor podziela opinię Alana Greenspana przytoczoną powyżej, to właśnie globalizacja w największym stopniu przyczyniła się do obniżenia globalnej inflacji w minionych dwóch dekadach⁵⁸. Globalizacja jest często używana jako „słowo wytrych”, które ma tłumaczyć jakieś zjawisko ekonomiczne w sytuacji gdy inne czynniki, które – pomimo tego że mechanizmy ich działania w obrębie danego kraju lub obszaru gospodarczego dobrze rozumiemy – nie potrafią tych zjawisk gospodarczych wyjaśnić. Najogólniej przez globalizację rozumiemy zwiększoną mobilność czynników produkcji, przy czym zwiększona mobilność oznacza „szybciej, dalej, taniej” co często określa się mianem „śmierci odległości”⁵⁹. Mobilność dotyczy kapitału (globalne rynki

⁵⁷ Zmiany marż dystrybucyjnych mogą mieć istotne znaczenie ze względu na ich skalę. W pracy Feenstra (1998) jest przykład lalki Barbie produkowanej w Chinach po koszcie 2 dolarów, podczas gdy jej cena w Stanach Zjednoczonych wynosiła 10 dolarów, z czego 7 dolarów obejmowały koszty transportu i marże dystrybucyjne. Według pracy Campa, Goldberg (2006) marże dystrybucyjne wynoszą średnio około 20%, a mogą sięgać nawet 70-90% ceny. Udział marż dystrybucyjnych w produkcji danego kraju waha się pomiędzy 15 a 25%, zaś dla Stanów Zjednoczonych wynosi 24%.

⁵⁸ Nie wszyscy zgadzają się z taką hierarchią czynników obniżających globalną inflację, na przykład w publikacji MFW (2006) przedstawia się stanowisko, że w dłuższym okresie inflacja jest determinowana przez politykę pieniężną, zatem na przestrzeni ostatnich dwudziestu lat to właśnie lepsza polityka pieniężna, w tym również większa niezależność banków centralnych, przyczyniły się do obniżenia i ustabilizowania inflacji na niskim poziomie. Zdaniem autora dobra polityka pieniężna jest też po części efektem globalizacji dobrej wiedzy i dobrych praktyk. Dwadzieścia lat temu banki były bardzo tajemnicze i nieprzejrzyste, więc nie można było łatwo ocenić i zrozumieć jak dany bank centralny prowadzi politykę pieniężną, co jest a co nie jest dobrą praktyką. Teraz proces uczenia się wzajemnie od siebie pomiędzy bankami centralnymi przebiega bardzo szybko i efektywnie.

⁵⁹ W literaturze dotyczącej globalizacji na razie nie mówi się o „śmierci czasu”, ale w niektórych pracach dotyczących procesu innowacji w Indiach i Chinach podnosi się kwestie „pośpiechu”, czyli fakt, że obecnie

finansowe), siły roboczej (globalny rynek pracy) wiedzy, lub szerzej kapitału intelektualnego (globalny rynek kapitału intelektualnego) oraz oczywiście surowców i półproduktów (globalny sourcing). Tak rozumiana globalizacja oddziałuje na inflację w danym kraju na wiele różnych sposobów, zaś poszczególne mechanizmy były przedmiotem analiz wielu prac teoretycznych i empirycznych⁶⁰.

Jedną z pierwszych prac które zwróciły uwagę na znaczący wpływ globalizacji na obniżenie inflacji był artykuł Tootell (1998), który analizował zależność pomiędzy wykorzystaniem globalnych mocy wytwórczych a inflacją w Stanach Zjednoczonych oraz Rogoff (2003), w którym między innymi oceniano możliwość wystąpienia deflacji w wyniku oddziaływania sił globalizacyjnych. Analizę możliwości wystąpienia deflacji w perspektywie historycznej przedstawia artykuł Bordo, Filardo (2005). Opis różnych kanałów oddziaływania globalizacji na inflację zawiera praca NBP (2006). Wpływ globalizacji na inflację był również przedmiotem wystąpień wielu bankierów centralnych, na przykład: Kohn (2005), Rybiński (2006a), Fischer (2006), Yellen (2006) i wielu innych. Próbę syntezy dotychczasowych badań nad wpływem globalizacji na inflację przedstawiają Międzynarodowy Fundusz Walutowy w trzecim rozdziale swojej publikacji World Economic Outlook z kwietnia 2006 roku p.t. „Jak globalizacja wpłynęła na inflację?”⁶¹ oraz artykuł Frankel (2006). Bardzo dobrym podsumowaniem zmian w procesie inflacji, dokumentującym spadek jej poziomu i uporczywości jest praca Mellick, Galati (2006).

3.1. W jaki sposób globalizacja wpływa na inflację?

W tym rozdziale zostanie przedstawiona synteza dyskusji o wpływie globalizacji na inflację, przy czym już na wstępie trzeba zaznaczyć, że dyskusja cały czas się toczy i wiele wątków jest otwartych. Przypomnijmy, że przez globalizację rozumiemy zwiększoną mobilność czynników produkcji, czyli pracy, kapitału i wiedzy.

3.1.1. Co jest typowe w dobie globalizacji: inflacja czy deflacja?

Sposób patrzenia na ryzyka inflacji i deflacji przez wiele osób jest obciążony, gdyż w pamięci mamy niedawny okres hiperinflacji a następnie wysokiej inflacji w Polsce, oraz dwa epizody

tworzenie innowacji zajmuje znacznie mniej czasu niż kiedyś na skutek wzrostu konkurencyjności i zwiększenia liczby osób „produkujących innowacje”.

⁶⁰ Wiele artykułów omawianych w pierwszej części niniejszej książki również pośrednio odnosi się do wpływu globalizacji na ceny. Tutaj przedstawione będą te wyniki badań, których bezpośrednim celem była analiza wpływ globalizacji na inflację.

⁶¹ Zob. publikację MFW (2006).

kryzysów naftowych lat 1970-tych i 80-tych, które w powiązaniu z błędami w polityce pieniężnej doprowadziły do wysokiej inflacji, którą następnie trzeba było obniżać przez drastyczne podwyżki stóp procentowych Tymczasem analiza historii gospodarczej świata ostatnich 200 lat pokazuje, że w głównych gospodarkach świata raczej przeważały okresy deflacji i bardzo niskiej inflacji, oraz że te okresy deflacji występowały wtedy gdy dokonywał się postęp w globalizacji i postęp w dziedzinie upowszechnienia nowych technologii⁶².

Najpełniejszą analizę historii deflacji przedstawia praca Bordo, Filardo (2005) która dokumentuje kilkadziesiąt przypadków deflacji w latach 1837-2004, klasyfikując okresy deflacji na dobre, złe i paskudne⁶³, czyli takie którym spadkowi poziomu cen towarzyszyły okresy wzrostu PKB, niewielkiego spadku PKB lub okresy głębokich, długotrwałych recesji.

Przypomnijmy pokrótce historię deflacji w gospodarce światowej, za Bordo, Filardo (2005):

- Okres złotej waluty charakteryzują naprzemienne fale inflacji i deflacji. W latach od 1820 do 1840 dominowały spadki cen, potem w następstwie odkrycia złóż złota w Kalifornii i Australii ceny rosły od końca lat 1840 do wczesnych lat 1870, potem była deflacja w latach 1873-1896 i inflacja w latach 1897-1914 w wyniku odkrycia złota w południowej Afryce i na Alasce. W XX wieku mieliśmy również wiele epizodów deflacji. Przyjrzyjmy się niektórym epizodom deflacji bardziej szczegółowo:
- Deflacja lat 1837-1843 rozpoczęła się od kryzysu finansowego w Londynie i w Stanach Zjednoczonych. Jako przyczyny można wymienić serie złych zbiorów w Anglii co zmuszało do dużego importu zbóż i radykalnie zmniejszyło rezerwy złota Banku Anglii, oraz „wojnę banków” w przypadku Stanów Zjednoczonych. Poziom cen obniżył się w trakcie tego okresu o około 2-6 procent w różnych krajach, o narratywne opisy z tego okresu wskazują, że był to okres poważnej recesji. Była to zatem zła deflacja.
- Okres 1873-1896 to z kolei przykład dobrej deflacji. Gdy ceny w wielu krajach spadały w skali około 2 procent rocznie, towarzyszył temu wzrost PKB w tempie około 2-3 procent rocznie. Przyczyny dobrej deflacji upatruje się w silnym wzroście wydajności produkcji w wyniku drugiej rewolucji industrialnej oraz silnego rozwoju sieci kolejowej, co radykalnie zmniejszyło barierę odległości. Ponadto szereg krajów dołączyło do standardu złota – Belgia, Niemcy, Holandia, Skandynawia i Francja. Jak widać ten okres w pewnym sensie przypomina zmiany zachodzące na przełomie XX i XXI wieku, czyli silny wzrost

⁶² Zob. Rogoff (2003) i Bordo, Filardo (2005).

⁶³ Ang. Good, bad and ugly.

wydajności pracy, włączenie się krajów byłego bloku sowieckiego, Chin i Indii do globalnego rynku pracy i „śmierć odległości”. Ten okres charakteryzuje także wzrost dysparytetu dochodów, pracujący w zawodach sprzed drugiej rewolucji industrialnej jak na przykład rolnicy doświadczyli spadku dochodów, gdyż nie objął ich wzrost wydajności. Prowadziło to do szeregu protestów i nastrojów anty-globalizacyjnych. To również przypomina obecny okres globalizacji, w którym stopa zwrotu z wiedzy i kapitału silnie wzrosła, natomiast pracownicy słabo wykształceni w niektórych krajach doświadczają spadku realnej siły nabywczej swoich dochodów, czemu towarzyszą nastroje anty-globalizacyjne.

- W latach 1919-1921 wystąpiła zła, a w przypadku kilku krajów paskudna deflacja. PKB w Stanach Zjednoczonych w tym czasie obniżyło się o 18 procent, w Wielkiej Brytanii o 29 procent, w Niemczech o 20 procent, w Kanadzie o 24 procent. Jako przyczynę deflacji i recesji wymienia się złą politykę pieniężną Rezerwy Federalnej, Banku Anglii i Banku Francji i innych, które walczyły z inflacją okresu I wojny światowej i starały się przywrócić przedwojenny parytet złota.
- Lata 1921 – 1929 to okres dobrej deflacji, gdyż w tym okresie spadkowi cen o około 1-2 procent rocznie towarzyszył szybki wzrost PKB w większości krajów, na krótko przerwany dwoma płytkimi recesjami. U podstaw sukcesu okresu „ryczących lat 20-tych” stały nowe technologie – samochody, telefony, radio, lodówki etc., wzrost obrotów handlowych i wzrost obrotów kapitałowych, szczególnie inwestycji amerykańskich w Europie i w Ameryce Łacińskiej;
- W latach 1929-1933 miała miejsce dobrze opisana w literaturze Wielka Recesja i oczywiście towarzyszyła jej paskudna deflacja;
- W latach 1937-38 i 1948-49 wystąpiła zła deflacja, podczas której polityka pieniężna napotkała na dolne ograniczenie zerowe, tzn. nie można było stymulować popytu obniżkami stóp procentowych bo były one już na bardzo niskim poziomie, w Stanach Zjednoczonych w granicach 0.03 - 0.5 procent. W pierwszym epizodzie PKB w Stanach Zjednoczonych spadł o 18 procent, stopa bezrobocia wyniosła 20 procent a deflacja sięgnęła 5 procent. Jako przyczynę tego stanu rzeczy upatruje się między innymi decyzję Rezerwy Federalnej o podwojeniu wymaganych rezerw obowiązkowych, co radykalnie obniżyło realną bazę pieniężną.

- Po okresie II wojny światowej i w latach 50-tych w szeregu krajów okresowo wystąpiła deflacja. Współczesne okresy deflacji wystąpiły w Japonii, w Hong Kongu, w Chinach, w Singapurze i na Tajwanie. Zagrożenie deflacyjne, które nie przerodziło się w deflację miało miejsce w Stanach Zjednoczonych w 2003 roku (zagrożenie dobrą deflacją) oraz w Austrii i Niemczech, gdzie wystąpiło zagrożenie złą deflacją, chociaż nie było takiego zagrożenia w przypadku całej strefy euro. Umiarkowane zagrożenia deflacyjne występowały również w Szwecji i Szwajcarii. Również Polska otarła się dwukrotnie o deflację, gdy roczna stopa inflacji spadła do 0.3 procent w kwietniu 2003 i 0.4 procent w marcu 2006 roku. Zdaniem autora w pierwszym przypadku możemy mówić o zagrożeniu złą deflacją, w drugim przypadku o możliwości wystąpienia dobrej deflacji, która jednak nie wystąpiła, gdyż pojawiła się susza i wzrosły ceny żywności. Warto przypomnieć, że w obu okresach szereg miar inflacji bazowej i inflacja cen producenta były ujemne, czyli wiele indeksów cen wykazywało deflację.

Przestawione przykłady pokazują, że okresy deflacji są przynajmniej tak samo typowe w nowoczesnej historii gospodarczej jak okresy inflacji, zaś łącznie okresy deflacji i bardzo niskiej inflacji występowały częściej niż okresy wysokiej lub podwyższonej presji inflacyjnej. Nie wszystkie okresy deflacji są takie same, w zależności od zagrożenia dobrą lub złą deflacją potrzebne są różne reakcje polityki pieniężnej, na przykład polityka stymulowania popytu jest niezbędna w sytuacji paskudnej deflacji, nawet z wykorzystaniem innych instrumentów niż obniżki stóp procentowych, które mogą oprzeć się o dolne ograniczenie zerowe, co oznacza że w warunkach głębokiej deflacji zerowej nominalnej stopie procentowej będzie towarzyszyła wysoka realna stopa procentowa. Inną cechą wspólną tych okresów są błędy popełnione w polityce pieniężnej, które w niektórych przypadkach wywołały złą deflację, a w niektórych brak odpowiedniej reakcji prowadził do pogłębienia się i przedłużenia deflacji i recesji wywołanej przez inne czynniki. Warto zatem przyjrzeć się jak zmieniła się polityka pieniężna i czy obecnie występuje istotne ryzyko tak poważnych błędów jak w przeszłości.

3.1.2. Rozprzestrzenianie się dobrych praktyk prowadzenia polityki pieniężnej

Niezależność banków centralnych i dobre praktyki prowadzenia polityki pieniężnej (niektóre z nich zostały omówione w rozdziale drugim tej części książki) stały się standardem w XXI wieku. Wiele krajów zaczęło prowadzić politykę pieniężną w oparciu o bezpośredni cel inflacyjny – BCI – pierwszy był bank centralny Nowej Zelandii w 1990 roku, następne banki

centralne Kanady, Wielkiej Brytanii, Szwecji i Australii w ostatnich latach dołączyły takie kraje jak Filipiny, Indonezja, Rumunia czy Ghana. Według danych zebranych w artykule Battini et al. (2006) wśród krajów uprzemysłowionych już praktycznie nie ma strategii polityki pieniężnej nakierowanej na cel kursowy, najwięcej krajów ma reżim kursu płynnego kierowanego i wiele celów polityki pieniężnej, chociaż ta klasyfikacja może ulec zmianie w świetle dyskusji w Stanach Zjednoczonych i Japonii na temat wprowadzenia strategii BCI. Wśród krajów rozwijających się dominuje polityka kursu sztywnego, ale w coraz większej liczbie krajów wprowadza się strategię BCI, zaś badania MFW pokazują, że najbliższych 3-5 latach kolejnych 20 krajów rozwijających się zacznie realizować strategię BCI. Kraje realizujące tę strategię mają przeciętnie niższą inflację, niższą zmienność inflacji i PKB oraz niższą zmienność luki popytowej, a ponadto charakteryzują się mniejszą podatnością na zaburzenia na rynkach finansowych niż kraje prowadzące inną strategię polityki pieniężnej.

Od kilku lat trwa debata wśród ekonomistów i bankierów centralnych dotycząca roli polityki pieniężnej w okresie „wielkiego uspokojenia”. Na przykład w pracy Mumtaz, Surico (2006) badającej czy inflacja jest zjawiskiem globalnym lata 1992-2004 wyróżniono jako okres synchronizacji polityki pieniężnej, która była możliwa na skutek wprowadzenia instytucjonalnej niezależności banków centralnych oraz akceptacji faktu, że niska i stabilna inflacja jest warunkiem niezbędnym dla utrzymania wzrostu gospodarczego w długim okresie. Obszerna dyskusja tego wątku znajduje się w pracach Stock, Watson (2004), Bernanke (2004), Blinder, Reis (2005), Sims, Zha (2005), Rogoff (2006) i w wielu innych wcześniejszych pracach. Na przykład Stock i Watson pokazują, że o ile polityka pieniężna odegrała istotną rolę w obniżeniu inflacji i obniżeniu zmienności inflacji po roku 1984, o tyle jej wpływ na ograniczenie zmienności produkcji był znikomy, efekty te są potwierdzone w niezależnych szacunkach trzech różnych modeli dla Stanów Zjednoczonych i jednego dla strefy euro. Autorzy szacują dwie reguły Taylora⁶⁴ dla polityki pieniężnej, przez 1979 rokiem i po 1984 roku, które różnią się istotnie skalą reakcji stóp procentowych na wzrost inflacji, znacznie większy współczynnik przy odchyleniach inflacji od celu występuje po 1984 roku. Następnie autorzy symulują jak wyglądałyby gospodarki Stanów Zjednoczonych i strefy euro, gdyby polityka pieniężna po 1984 roku była prowadzona zgodnie z regułami polityki pieniężnej Taylora przez 1979 rokiem. W dwóch modelach zmienność produkcji nieznacznie rośnie w takim kontrfaktycznym scenariuszu, a w dwóch modelach nieznacznie spada. Zatem autorzy odrzucają hipotezę o istotnym wpływie polityki pieniężnej i następnie testują inne

⁶⁴ Zob. Taylor (1993). Reguła Taylora modeluje zachowanie polityki pieniężnej, która reaguje na odchylenia inflacji od celu inflacyjnego i na odchylenia produktu od produktu potencjalnego.

hipotezy, które mogą wyjaśnić „wielkie uspokojenie”. Hipoteza o wzroście udziału usług w PKB wyjaśnia tylko niewielką część spadku zmienności PKB, podobnie ma się rzecz z hipotezą o lepszych metodach zarządzania zapasami. Autorzy wskazują, że znaczny rozwój rynku pożyczek mieszkaniowych mógł mieć znaczący wpływ na obniżenie zmienności sektora budownictwa, ale udział tego sektora w PKB jest zbyt mały by w całości wyjaśnić hipotezę „wielkiego uspokojenia”. Autorzy konkludują, że prawdopodobnie skala wstrząsów, zarówno idiosynkratycznych w poszczególnych krajach, jak i globalnych była mniejsza po 1984 roku. Czyli czynnikiem który wyjaśnia gro spadku zmienności produkcji po 1984 roku jest szczęście. Z tą tezą polemizuje Bernanke (2004), krytykując podejście Stocka i Watsona wskazuje, że autorzy nie dostrzegają, że to właśnie zmiana polityki pieniężnej mogła mieć wpływ na skalę tego, co jest określane jako wstrząsy, w konsekwencji Bernanke argumentuje że dobra polityka pieniężna miała istotny wkład w „wielkie uspokojenie”. Jednak zarówno Blinder, Reis (2005) jak i Sims, Zha (2006) wskazują, że amplituda wstrząsów w czasie gdy szefem Rezerwy Federalnej był Alan Greenspan była mniejsza niż przedtem, co oznacza że to właśnie szczęście, czyli spadek amplitudy wstrząsów było głównym czynnikiem powodującym spadek zmienności produkcji. Z kolei Rogoff (2006) ponownie staje po stronie dobrej polityki pieniężnej analizując w odróżnieniu od poprzednich badań roczne, a nie kwartalne zmienności produkcji i cen aktywów. O ile zmienność cen aktywów malała znacznie wolniej niż zmienność produkcji, to fakt iż znacząco spadła zmienność oprocentowania obligacji długoterminowych wskazuje – zdaniem Rogoff’a – że polityka pieniężna odegrała istotną rolę z procesie „wielkiego uspokojenia”. Z kolei opracowanie MFW(2006a) wskazuje, że większa wiarygodność polityki pieniężnej pozwoliła na obniżenie uporczywości inflacji, czyli na zmniejszenie współczynnika przy opóźnionej inflacji w krzywej Phillipsa. To z kolei zmniejszyło skalę przenoszenia się wstrząsów na inflację. Autorzy pracy Cecchetti et al. (2005) co prawda nie pokazują przyczynowości, ale dokonana analiza korelacji sugeruje, że mniejsza zmienność produkcji jest dodatnio skorelowana z poprawą metod zarządzania zapasami, z rozwojem rynku finansowego, z przyjęciem strategii bezpośredniego celu inflacyjnego i z niezależnością banku centralnego.

Jak widać debata cały czas trwa i póki co nie ma jednoznacznych wniosków, jednak pewne tezy można sformułować. W minionych dwudziestu latach niezależność banków centralnych oraz fakt, iż celem ich działania jest stabilizacja inflacji na niskim poziomie stały się

powszechnie akceptowalne⁶⁵. Przyjęto także szereg dobrych praktyk w polityce pieniężnej opisywanych w rozdziale drugim. Wydaje się, że te czynniki wspierane przez globalizację łącznie pozwoliły na obniżenie inflacji do niskiego poziomu i częściowo przyczyniło się do obniżenia zmienności produkcji, chociaż w tym przypadku zapewne większą rolę odegrało szczęście, czyli mniejsza amplituda wstrząsów niż w latach 1970-tych i 80-tych.

3.1.3. Globalny rynek pracy, wpływ na płace

Globalizacja może wpływać na procesy inflacyjne również na skutek oddziaływania różnych mechanizmów rynku pracy. Na przykład jeżeli pracownicy mają jakieś oczekiwania dotyczące tego jak w przyszłości powinny rosnać ich realne dochody, to spadek cen wielu towarów importowanych na skutek wzrostu importu z krajów o niskich kosztach wytwarzania powoduje spadek oczekiwań wzrostu płac, co ogranicza wzrost jednostkowych kosztów pracy i inflacji. Ponadto, pierwsza część niniejszej książki przedstawia argumenty wskazujące na powstanie globalnego rynku pracy. Na tym rynku, podobnie jak na innych rynkach dokonuje się arbitraż. Przypomnijmy, wcale nie musi odbywać się handel danym towarem pomiędzy krajami, żeby jego cena była zbliżona w obu krajach, wystarczy groźba, że jeżeli w jednym kraju cena wzrośnie to arbitrażyści natychmiast uruchomią import tańszego dobra z innego kraju. Podobne mechanizmy z pewnością funkcjonują na globalnym rynku pracy, tylko są jeszcze słabo rozpoznane. Na przykład pracownicy w danej fabryce w kraju o wysokich

⁶⁵ W artykule Cukierman (2005) i w wielu innych pokazano, że im większy stopień niezależności banku centralnego tym niższa inflacja, oraz im większa zależność polityczna prezesa banku centralnego i częstsze zmiany na tym stanowisku, tym niższe inwestycje i tym niższe potencjalne tempo wzrostu gospodarczego. W opracowaniu MFW (2006a) pokazano, że częste zmiany na stanowisku prezesa banku centralnego zmniejszają szanse danego kraju na osiągnięcie niskiej inflacji. W tym kontekście ataki na niezależność Narodowego Banku Polskiego w ostatnich kilku latach wyrażone w kilku próbach zmiany ustawy o NBP są niechlubnym wyjątkiem od tej powszechnej reguły akceptowania niezależności banku centralnego. Te epizody z pewnością wymagają badań i wyjaśnienia. Jedną z przyczyn po stronie NBP była prawdopodobnie nadmiernie restrykcyjna polityka pieniężna w latach 2000-2002, z dwucyfrowymi realnymi stopami procentowymi przez większość 2001 roku, która w pewnym okresie przyczyniła się do ograniczenia inflacji i wzrostu PKB do poziomu zbliżonego do zera, czyli generowała wysoką wartość społecznej funkcji straty. Jednak mogły przyczynić się do tego inne czynniki. Jonas, Mishkin (2005) sugerują, że NBP poprzez utrzymywanie zbyt restrykcyjnej polityki pieniężnej starał się wymusić reformy fiskalne na rządzie. Jeszcze inną diagnozę w odniesieniu do Europejskiego Banku Centralnego przedstawia Buitier (2006), lecz diagnoza ta może mieć znaczenie i dla NBP. Buitier uważa, że EBC zbyt często wypowiada się w sprawach które nie dotyczą prowadzenia polityki pieniężnej ani stabilności systemu finansowego, i że takie działania mogą w przyszłości – w czarnym scenariuszu – skutkować zmianami w statucie EBC ograniczające jego niezależność. W konsekwencji Buitier rekomenduje, żeby banki centralne skupiły się na prowadzeniu dobrej polityki pieniężnej i na stabilności systemu finansowego. Niestety w Polsce „konflikt” między rządem a bankiem centralnym jest wpisany do ustawy o NBP, gdyż Rada Polityki Pieniężnej publikuje na mocy ustawy swoją opinię o budżecie, zaś krytyczna opinia (innych nie było od powstania RPP w 1998 roku) z definicji może prowadzić do konfliktu na linii rząd – bank centralny. Jednym z wniosków w rozdziale 6 tej części książki mówi o konieczności zniesienia tego obowiązku. Przy czym wskazana jest koordynacja polityki pieniężnej i fiskalnej w celu uzyskania właściwego *policy-mix*, zaś niewskazane jest wzajemne, medialne recenzowanie.

kosztach wytwarzania mogą odstąpić od żądań podwyżek płac nie dlatego że już przeniesiono część miejsc pracy z tego zakładu do krajów o niskich kosztach wytwarzania, tylko dlatego, że istnieje bardzo realna groźba, że tak się stanie jeżeli płace wzrosną. Zresztą często obserwuje się, że płace nominalne nie maleją, ale wydłuża się czas pracy lub ogranicza inne świadczenia pracownicze, co powoduje obniżenie jednostkowych kosztów pracy.

Warto zwrócić uwagę na jeszcze jeden aspekt. Globalizacja powinna prowadzić do wzrostu konkurencyjności (na przykład więcej konkurencyjnych towarów importowanych na danym rynku) co powinno prowadzić do spadku marż. Natomiast w ostatnich latach zyski firm są rekordowe w wielu krajach, zaś udział zysków firm w PKB osiągnął historyczne maksima, podczas gdy udział płac w PKB spada od wielu lat. To może oznaczać, że spadek cen wywołany większą presją konkurencyjną jest z nawiązką kompensowany wzrostem wydajności i obniżeniem jednostkowych kosztów pracy, czyli być może wzrost konkurencji (czy potencjalnej konkurencji wywołanej możliwością arbitrażu, czyli groźba przeniesienia produkcji) na globalnym rynku pracy jest większy, niż wzrost konkurencji na globalnym rynku produktów i usług. Wydaje się że na globalnym rynku pracy arbitraż działa silniej niż faktyczne przepływy, gdyż pomimo wzrostu skali migracji i inwestycji bezpośrednich w ostatnich latach⁶⁶, ciągle łatwiej jest przemieszczać się towarom niż osobom czy miejscom pracy.

W 2006 roku pojawiły się problemy ze znalezieniem wystarczającej liczby wykwalifikowanych osób, które zaspokoiłyby popyt na pracowników w kilku sektorach w Chinach i Indiach, jednak problemy te mają najprawdopodobniej charakter krótkotrwały, gdyż silny wzrost stopy zwrotu z edukacji w tych krajach powinien doprowadzić do wzrostu podaży wykwalifikowanych pracowników. Ponadto, efekt globalizacji będzie stopniowo rozszerzał się na nowe sektory, na przykład w najbliższych latach można oczekiwać wzrostu udziału producentów chińskich (czy raczej ulokowanych w Chinach) w światowej produkcji motoryzacyjnej.

Zagadnienia związane z globalnym rynkiem pracy zostały bardzo szeroko omówione w części pierwszej książki.

3.1.4. Nowy pogląd, czyli spłaszczenie krzywej Phillipsa

⁶⁶ Według raportu UNCTAD (2006) w 2005 roku do krajów rozwijających się napłynęła największa w historii liczba inwestycji bezpośrednich w wysokości 334 miliardów dolarów.

Terminu „nowy pogląd”⁶⁷ po raz pierwszy użyła prezydent Banku Rezerwy Federalnej w San Francisco Janet Yellen:

„Zwolennicy nowego poglądu twierdzą, że globalizacja zmieniła dynamikę inflacji, zmieniła związki między bieżącą inflacją, przeszłą inflacją, krajowym bezrobociem i wstrząsami podażowymi, czyli zmieniła krzywą Phillipsa. W szczególności nowy pogląd oznacza, że globalizacja osłabiła tradycyjne połączenie pomiędzy stopniem wykorzystania krajowych mocy wytwórczych a inflacją. Jeżeli ceny są determinowane w coraz większym stopniu na globalnych rynkach, to wówczas firmy mają mniej możliwości aby przerzucać koszty na klientów, wszystko jedno czy koszty rosną w wyniku wzrostu płac, energii czy materiałów. Wręcz przeciwnie, firmy muszą zrobić wszystko żeby kontrolować koszty, podnosić wydajność i absorbować wahania jednostkowych kosztów produkcji poprzez wahania marż”.

Wiele prac potwierdza⁶⁸ efekty o którym mówiła Janet Yellen. Na przykład według szacunków krzywej Phillipsa (płacowej i cenowej) przeprowadzonych w pracy MFW(2006a) dla szeregu krajów rozwiniętych, w ostatnich dwóch dekadach istotnie spadł wpływ krajowej luki PKB na inflację. W ostatnich dwudziestu latach wzrost produkcji ponad trend o 2 punkty procentowe na okres jednego roku powodował wzrost inflacji o 0.4 procent w kolejnym roku, natomiast w poprzednich dekadach ten efekt wynosił 0.6 punktu procentowego. Obecnie po trzech latach od wystąpienia wstrząsu popytowego efekt dla inflacji zupełnie zanika, gdy przed dwudziestu laty jeszcze około połowa wpływu na inflację musiałaby się uwidocznic.

W pracy Mumtaz, Surico (2006) pokazano, że podobne wnioski zachodzą również w przypadku inflacji globalnej, gdzie poprzez spadku uporczywości czynnika globalnego wstrząsy słabiej się utrwalają w globalnej inflacji. W pracy Borio, Filario (2006) udokumentowano na szerokiej próbie krajów, że krajowa luka PKB w większości analizowanych krajów już od pewnego czasu nie wpływa na inflację, za to rośnie rola globalnej luki PKB⁶⁹.

W zasadzie wyniki badań w pracy Benati (2006) dla Wielkiej Brytanii kwestionują nazwę „nowy pogląd”. W świetle tych badań wysoka uporczywość inflacji i stroma krzywa Phillipsa w tym kraju i w latach 1972-1991 była wyjątkiem od reguły, gdyż w poprzednich okresach

⁶⁷ Ang. „new view”, zob. Yellen (2006).

⁶⁸ Borio, Filario (2005), MFW (2006a), Ciccarelli, Mojon (2006), Mumtaz, Surico (2006), Chmielewski, Kot (2006).

⁶⁹ Wątek globalnej inflacji i globalnej luki PKB jest omówiony szczegółowo poniżej w podrozdziale 3.2.

krzywa Phillipsa była płaska a uporczywość inflacji niska. Zatem zgodnie ze stanem faktycznym „nowy pogląd” powinien dotyczyć stromej krzywej Phillipsa w latach 1970-tych i 80-tych, co było dość wyjątkowym okresem w świetle danych za ostatnie 200 lat, zaś teraz powraca „stary pogląd”.

Dlaczego mówi się o płaskiej krzywej Phillipsa? Ponieważ towar importowany jest łatwiejszym substytutem towaru krajowego, większy niż poprzednio wzrost popytu (spadek bezrobocia) jest potrzebny żeby wywołać wzrost cen, co na wykresie na którym bezrobocie jest na osi poziomej a inflacja na pionowej objawia się w postaci krzywej, która jest bardziej płaska niż krzywa Phillipsa z okresu lat siedemdziesiątych i osiemdziesiątych.

Nie wszyscy zgadzają się z tym poglądem, na przykład autorzy prac Romer (1993) i Rogoff (2003) uważają, że globalizacja doprowadziła do wystromienia krzywej Phillipsa. Dzięki reformom takim jak deregulacja, prywatyzacja, zmniejszenie sztywności na rynku pracy przez spadek roli związków zawodowych, w gospodarce zostały ograniczone sztywności i frykcje, co powoduje, że czas dochodzenia do długiego okresu się skrócił i krótkookresowa krzywa Phillipsa bardziej przypomina długookresową krzywą Phillipsa.

W pracy Frankel (2006) zwrócono uwagę, że niezależnie od tego czy ekonomiści uważają, że krzywa Phillipsa się spłaszczyła czy wystromiła, obie grupy uważają, że prowadzi to do obniżenia inflacji. obrońcy stromej krzywej Romer (1993) – Rogoff (2003) dostrzegają problem, że jeżeli krzywa jest bardziej stroma to ta sama dawka ekspansji monetarnej mało zmieni produkcję, ale za to doprowadzi do istotnie wyższej inflacji. Ale ponieważ bankierzy centralni to wykształceni i odcytani ekonomiści, więc zdają sobie z tego sprawę i powstrzymują się od takiego bezsensownego działania. Z kolei Kowalscy zaludniający kraje w który funkcjonują inteligentni bankierzy centralni również są inteligentni, obserwują działania bankierów centralnych i po pewnym czasie rozumieją, że banki centralne nie będą sztucznie zwiększały inflacji żeby zwiększyć na krótko wzrost gospodarczy. W wyniku tego oczekiwania inflacyjne Kowalskich zostają obniżone, a w równowadze bardziej otwarte i konkurencyjne gospodarki będą miały mniejsze obciążenie inflacyjne w sensie Barro-Gordon (1983). Zgodnie z tym poglądem wzrost poziomu globalizacji powoduje trwały spadek inflacji.

Ekonomiści „nowego poglądu” opowiadają mniej skomplikowaną historię, po prostu przy płaskiej krzywej Phillipsa dana ekspansja lub kontrakcja monetarna powoduje mniejsze zmiany inflacyjne niż poprzednio.

W artykule Frankel (2006) podjęto próbę pogodzenia obu poglądów dotyczących zmian krzywej Phillipsa w wyniku globalizacji. Poszczególne firmy operują na coraz bardziej konkurencyjnych rynkach, mają coraz mniejsze możliwości wykorzystywania zmian popytu do podwyżek cen⁷⁰ bo natychmiast pojawiają się konkurenci, innymi słowy popyt na ich produkty stał się wrażliwy na zmiany cen, czyli krzywe popytu na produkty poszczególnych firm stały się bardziej płaskie. Jednak krzywa zagregowanego popytu nie stała się bardziej płaska tylko bardziej stroma, bliska pionowej, ponieważ polityka pieniężna musi dużo silniej zadziałać niż poprzednio żeby odchylić produkcję od produkcji potencjalnej.

Jeżeli jednak od początku do końca rację mają ekonomiści „nowego poglądu”, to wówczas faktycznie odchylenia inflacji od celu inflacyjnego, przy porównywalnych do przeszłych wahaniach produkcji, mogą być mniejsze niż obserwowane w przeszłości. To z kolei może osłabić czujność banków centralnych, i jeżeli już znaczne odchylenie się pojawi, to wówczas powrót inflacji do celu może wymagać znacznie głębszego ujemnego rozwarcia luki PKB niż poprzednio. Innymi słowy stopa poświęcenia⁷¹ zmieniła się na niekorzyść.

Ewentualne spłaszczenie krzywej Phillipsa wprowadza również inne komplikacje do prowadzenia polityki pieniężnej. Według artykułu Roberts (2005) ponieważ zmiany bezrobocia mają mniejszy wpływ na inflację niż poprzednio, nie można oszacować wystarczająco dokładnie poziomu naturalnej stopy bezrobocia. To z kolei oznacza, że banki centralne powinny znacznie więcej czasu poświęcić na bezpośrednie monitorowanie sytuacji na rynku pracy.

3.1.5. Wpływ handlu międzynarodowego na inflację

Mówiąc o wpływie globalizacji na inflację wiele osób ma na myśli najczęściej kanał handlu międzynarodowego. Pomiędzy rokiem 1986 a 2006 udział handlu międzynarodowego w globalnym PKB wzrósł z 15 do 27 procent⁷². Po koniec 2006 roku wielkość eksportu Chin w poszczególnych miesiącach przekroczyła wielkość eksportu Stanów Zjednoczonych. Według raportu Komisji Europejskiej stopień restrykcji w przepływie kapitału pomiędzy krajami spadł do najniższego poziomu w historii, do niższego niż w złotym okresie globalizacji na przełomie XIX i XX wieku, natomiast inwestycje zagraniczne osiągnęły 80 procent światowego PKB, czterokrotnie więcej niż sto lat temu. Wiele z tych inwestycji

⁷⁰ Ang. falling pricing power

⁷¹ Ang. sacrifice ratio.

⁷² Zob. Fisher (2006)

zagranicznych jest lokowanych w innych krajach aby poprawić efektywność produkcji, obniżyć koszty i zdobyć nowe rynki eksportowe.

W jaki sposób wzrost handlu obniża inflację? Po pierwsze tańsze towary importowane sprzedawane na rynku krajowym są częścią indeksu cen towarów i usług konsumpcyjnych, potocznie określanym jako CPI, więc bezpośrednio obniżają inflację. Przykładem jest radykalny spadek cen towarów tekstylnych i obuwia po włączeniu się Chin do globalnej gospodarki. Po drugie, producenci krajowi, którzy muszą konkurować z tańszym importem są zmuszeni do ograniczania kosztów, zwiększenia wydajności i często do obniżenia swoich własnych cen, żeby nie stracić rynku na rzecz towarów importowanych. Ten proces również prowadzi do obniżenia inflacji, tym razem inflacji towarów produkowanych w kraju. Po trzecie, część inwestycji zagranicznych w wielu krajach stanowią inwestycje globalnych sieci dystrybucji, hurtowych i detalicznych. Te sieci kierują się zasadą jak najniższej ceny dla swojego klienta i zmuszają swoich dostawców do obniżania cen i zwiększania wydajności, na przykład poprzez zwiększanie importu do swoich sieci towarów z krajów o niskich kosztach wytwarzania⁷³. Najskuteczniejszą siecią w tym względzie jest największy światowy detalista Wal-Mart, mówi się nawet o efekcie Wal-Mart'a, tzn. w regionach gdzie powstają sklepy tej sieci istotnie spadają ceny i płace⁷⁴. W pracy Basker, Hoang Van (2005) oszacowano wpływ Wal-Mart'a na ceny ubrań w 23 lokalizacjach miejskich na przestrzeni 19 lat. Okazało się, że zmienna opisująca udział Wal-Mart'a znacząco i w sposób statystycznie istotny obniża inflację cen ubrań, a ponadto wraz ze wzrostem udziału Wal-Mart'a w rynku znacząco rośnie wrażliwość cen ubrań na indeks cen importu ogółem. Oba wyniki potwierdzają, że duże sieci handlowe wywierają silną presję na obniżenie kosztów przez swoich dostawców i że silnie zwiększają import z krajów o niskich kosztach wytwarzania.

W badaniu dla przemysłu przetwórczego w krajach UE (w latach 1988-2000) stwierdzono, że wzrost otwartości tego sektora (wzrost importu) spowodował obniżenie jego cen o 2.3 procent, wzrost wydajności o 11 procent i spadek marż o 1.6 procent. W sumie, może to wyjaśniać spadek inflacji o 0.14 procent rocznie w tym okresie⁷⁵. Przedstawione wyniki prac

⁷³ Według pracy Basker, Hoang Van (2005) w ciągu minionych 25 lat import Stanów Zjednoczonych z Chin wzrósł 30-krotnie, a import Wal-Mart'a z Chin wzrósł 90-krotnie. W 2004 roku import Wal-Mart'a z Chin stanowił 10% importu ogółem Stanów Zjednoczonych z Chin.

⁷⁴ Furman (2005) oszacował, że tylko w 2004 roku dzięki polityce cenowej Wal-Mart'a amerykańskie gospodarstwa domowe zaoszczędziły 263 mld dolarów, zaś spadki płac wyniosły w sektorze sprzedaży detalicznej wyniosły 4.7 mld dolarów w 2000 roku. Basker (2005) pokazuje szacunki innych instytucji i swoje wskazujące, że przeciętnie ceny w miastach gdzie są sklepy Wal-Mart'a są niższe o 13-15 procent w porównaniu z cenami w miastach gdzie nie ma sklepów tej sieci.

⁷⁵ Zob. Chen et al. (2004).

wskazują, że perspektywy mikroekonomii widać istotne zmiany strukturalne, w tym rosnącą rolę handlu, których efektem jest niższa inflacja.

Jednak te efekty na poziomie mikroekonomicznym nie są na razie pozytywnie weryfikowane na poziomie całej gospodarki. Na przykład w artykule Kamin et al. (2004) na podstawie analizy danych z lat 1992-2002 oceniono, że rosnący import z Chin obniżył ceny towarów importowanych w Stanach Zjednoczonych średnio o 0.8 procent rocznie, co oznacza obniżenie inflacji CPI o około 0.1 procent rocznie, czyli niewiele.

Podobnie analizy w opracowaniu MFW(2006a) pokazują, że spadek cen importu o 1 procent w największych rozwiniętych gospodarkach świata obniża inflację CPI o mniej niż 0.1 procenta po roku, a po trzech latach ten wpływ całkowicie wygasa. W tej pracy oszacowano, że w latach 1998-1999, po kryzysie azjatyckim spadek cen importowych obniżył inflację w krajach rozwiniętych o około ½ punktu procentowego, w 2002 roku o około ¼ punktu procentowego, zaś skumulowany wpływ cen importu na inflację w latach 2003-2005 był neutralny. W efekcie autorzy opracowania konkludują, że wpływ cen importu na inflację jest niewielki i krótkotrwały, czyli innymi słowy, że ten kanał obniżania inflacji przez globalizację działa słabo i ma wyłącznie efekty krótkookresowe.

Również artykuł Feyzioglu, Willard (2006) wskazuje na bardzo słaby wpływ inflacji w Chinach na inflację w Stanach Zjednoczonych, a wręcz przeciwnie silniejszy i bardziej długotrwały jest wpływ inflacji w Stanach Zjednoczonych na inflację w Chinach, co według autorów jest zgodne z teorią, że to dostawca waluty rezerwowej eksportuje inflację do innych krajów. Natomiast istnieje statystycznie istotny związek między inflacją poszczególnych grup towarów w Chinach i w Stanach Zjednoczonych (takie jak ceny żywności czy elementy wyposażenia gospodarstwa domowego).

W pracy Mumtaz, Surico (2006) – omawianej w rozdziale 3.2. poniżej – pokazano, że jeżeli rozdzielimy inflację w danym kraju na komponent krajowy i światowy, to wówczas krajowa część inflacji obniża się wraz z bardziej restrykcyjną polityką pieniężną, oraz wraz z otwartością na wymianę handlową, jednak R^2 tych równań nie było zbyt wysokie.

Ten nurt analizy można podsumować następująco. Jeżeli banki centralne nie zmieniają swojego celu inflacyjnego i prowadzą politykę pieniężną nakierowaną na osiągnięcie niskiej i stabilnej inflacji (co w większości krajów rozwiniętych oznacza cel na poziomie 2 lub 2.5 procent, a w krajach rozwijających się pomiędzy 2 a 7 procent, w zależności od

zaawansowania kraju w procesie dezinflacji)⁷⁶, wówczas spadek cen towarów importowanych oznacza, że konsumenci zaoszczędzone w ten sposób pieniądze mogą przeznaczyć na zakup innych dóbr lub usług, zatem tani import nie ma wpływu na inflację (kontrolowaną przez banki centralne), zmieniają się tylko ceny relatywne towarów importowanych oraz towarów i usług krajowych.

Autor niniejszej książki pozostaje sceptyczny względem prezentowanych wyników i wniosków tego nurtu literatury z kilku powodów. Gwałtowny wzrost znaczenia eksportu z krajów o niskich kosztach wytwarzania jest relatywnie nowym zjawiskiem, i jeżeli tylko nie pojawią się nowe bariery protekcjonistyczne należy oczekiwać dalszego silnego wzrostu udziału Chin (i innych krajów o niskich kosztach wytwarzania, na przykład Wietnamu po wejściu do WTO) w światowym handlu. Świadczy o tym olbrzymie zainteresowanie firm z całego świata inwestycjami w Chinach i Indiach⁷⁷, które po części są nakierowane na zdobycie chińskiego i indyjskiego rynku, ale w znacznym stopniu również celem tych inwestycji jest poprawa konkurencyjności i jakości oferowanych produktów na globalnym rynku. Ponadto, wyniki wielu badań prezentowane w pierwszej części niniejszej książki pokazują, że globalizacja wkroczyła także do sfery usług, a to oznacza że wspomniane powyżej zmiany cen relatywnych (spadające ceny importowanych towarów i rosnące ceny usług mogą zostać zaburzone przez rosnący handel usługami w dziedzinie IT, obsługi procesów biznesowych, usług edukacyjnych, zdrowotnych i wielu innych) co może prowadzić również do spadku cen usług⁷⁸. Analiza zmian cen producenta w opracowaniu MFW(2006a) pokazuje, że ceny w przemyśle przetwórczym w gospodarkach rozwiniętych na przestrzeni ostatnich dwudziestu lat obniżały się o około 1 procent rocznie szybciej (lub rosły o 1 procent wolniej) niż indeks cen producentów – PPI – ogółem, i nie widać istotnej jakościowej zmiany w ostatnim okresie, co może wskazywać na ograniczony wpływ globalizacji i większą rolę innych czynników. Natomiast w przypadku cen usług biznesowych⁷⁹ widać wyraźny trend spadkowy dopiero w ostatnich latach. O ile w latach 1987 – 1994 ceny usług biznesowych rosły w tempie przeciętnie około 1 procent wyższym niż inflacja PPI, w tyle w latach 1995-2004 ta różnica zmalała prawie do zera. Autorzy

⁷⁶ Zob. Batini (2006)

⁷⁷ W rankingu AT Kearney za 2005 rok Chiny i Indie zajmują dwa pierwsze miejsca w ranking atrakcyjności inwestycji zagranicznych, przed Stanami Zjednoczonymi, Wielką Brytanią i Polską.

⁷⁸ Jeżeli spadkiem cen towarów na skutek oddziaływania różnych mechanizmów globalizacji będzie towarzyszył również spadek cen coraz większej ilości usług poddanych globalizacji, to wówczas może uruchomić się następujący mechanizm obniżania inflacji: niższe ceny dóbr i usług oznaczają możliwość zaspokojenia oczekiwanej realnej konsumpcji gospodarstw domowych przy niższych wynagrodzeniach (lub niższych wzrostach wynagrodzeń), to obniża jednostkowe koszty pracy do obniżenia inflację.

⁷⁹ Przemysł przetwórczy i usługi biznesowe stanowią łącznie około 70 procent typowej rozwiniętej gospodarki.

opracowania MFW (2006a) stawiają hipotezę, że przyczyną tego stanu rzeczy mogła być deregulacja w niektórych sektorach usług biznesowych, w tym w telekomunikacji oraz lepszy i bardziej precyzyjny pomiar cen w tym sektorze⁸⁰. To są argumenty XX wieku z tzw. listy konsensusu waszyngtońskiego, do której Międzynarodowy Fundusz Walutowy jest bardzo przywiązany. Jednak zadaniem autora tej książki bardzo istotną rolę w procesie obniżenia relatywnych cen usług biznesowych odegrał proces outsourcingu i offshoringu tych usług, który nasilił się w pierwszych latach XXI wieku. A pracy w MFW(2006a) stwierdza się, że gdyby poziom otwartości w sektorze usług biznesowych osiągnął poziom obserwowany w przetwórstwie (co oznaczałoby czterokrotny wzrost handlu w usługach biznesowych) wówczas spadek cen producenta w tym sektorze mógłby wynieść nawet około 20 procent, oczywiście rozłożony na wiele lat⁸¹. Ponadto wzrost otwartości gospodarek tłumaczy spadek inflacji w przetwórstwie w około 40 procentach w ostatnich 10 latach, podczas gdy w poprzednich 10 latach tłumaczył tylko w 25 procentach. Ponieważ „materiał dowodowy” zebrany w pierwszej części książki wskazuje, że globalizacja usług będzie postępować, jest to dodatkowy argument wskazujący na to, że „wiatr od rufy” będzie sprzyjał bankom centralnym w najbliższych dekadach. Ten wniosek wpierają również wyniki pracy Borio, Filardo (2006), gdzie pokazano, w przypadku relacji między inflacją cen usług a luką PKB, globalna luka PKB ma większe znaczenie niż krajowa luka PKB⁸².

Ponadto jak przedstawiono w artykule Frankel (2006) wpływ handlu na inflację nie ogranicza się tylko do wpływu ilościowego, tzn. ile i jakich towarów importowanych zostało sprzedanych na danym rynku. Na inflację wpływa również potencjalna możliwość zaistnienia handlu danymi dobrami lub usługami na skutek arbitrażu cenowego. Wyobraźmy sobie kraj, w którym firmy krajowe w danym roku produkują dokładnie tyle paliw ile jest potrzebne w gospodarce, więc handel zagraniczny paliwami w tym kraju wynosi zero. Jednocześnie ten kraj może być idealnie zintegrowany ze światowymi rynkami paliw, gdyż arbitraż cenowy (z dokładnością do kosztów transportu) utrzymuje ceny paliw w tym kraju na poziomie

⁸⁰ Warto przywołać artykuł Gordon (2006), który nie odbił się większym echem w mediach, a powinien. Autor ponownie przeanalizował raport Boskina z 1996 roku, który konkludował że nie ujęcie poprawy jakości w mechanizmach liczenia inflacji zawyża inflację o 1.1 procent w ujęciu rocznym. Gordon pokazuje, po uwzględnieniu szeregu zmian – między innymi nie dawaniu odpowiednio dużej wagi nowym produktom – o których teraz wiemy inflacja wtedy została zawyżona o 1.2-1.3 procent, oraz że to obciążenie obecnie wynosi prawdopodobnie powyżej jednego procenta. Podobne zarzuty były formułowane w polskiej prasie pod adresem GUSu, który wykazywał że ceny usług telekomunikacyjnych nie zmieniały się w czasie, podczas gdy każdy Polak widział, że na skutek silnej konkurencji i promocji ceny istotnie się obniżały.

⁸¹ Pojawiają się nawet komentarze, że podział towarów i usług na takie które są lub nie są przedmiotem obrotu międzynarodowego jest przestarzały, że nowy podział dzieli procesy biznesowe (usługi i towary) na „internetowalne” i „nieinternetowalne”.

⁸² Artykuł ten szczegółowo omówiono w rozdziale 3.2.

światowym, a jakakolwiek próba podniesienia cen skutkowałaby pojawieniem się arbitrażu cenowego w postaci tańszego importu paliw. Oczywiście łatwiej jest mierzyć ilościowe efekty wpływu handlu międzynarodowego na ceny, ponieważ są dostępne szeregi czasowe danych, natomiast bardzo trudno jest zmierzyć siłę oddziaływania międzynarodowego arbitrażu cenowego, czyli wpływu potencjalnego handlu międzynarodowego na inflację⁸³.

Wydaje się że faktyczna i potencjalna wymiana handlowa będzie w dalszym ciągu ograniczała presję inflacyjną na świecie. Nie oznacza to jednak, że praca bankiera centralnego stanie się łatwiejsza, wręcz przeciwnie, dylematy opisane w rozdziale 4 tej części książki powodują, że polityka pieniężna po okresie „wielkiego uspokojenia” weszła w okres „wzmoczonej czujności”⁸⁴.

3.1.6. Globalizacja jako silny pozytywny wstrząs zwiększający efektywność firm

Zadaniem autora niniejszej książki efekty oddziaływania globalizacji na inflację poprzez kanał handlu międzynarodowego mogą być małe w porównaniu z wpływem globalizacji na obniżenie inflacji poprzez wzrost efektywności procesów biznesowych w zakresie produkcji i usług oraz wpływem globalizacji wiedzy na proces tworzenia innowacji.

Wstępne wyniki pozwalające na ilościową ocenę relatywnej siły poszczególnych kanałów oddziaływania przedstawia opracowanie MFW (2006a). W modelu, który ma odpowiedzieć na pytanie skąd się biorą różnice w inflacji w przemyśle przetwórczym i usługach biznesowych względem ogólnej inflacji PPI poddano analizie 22 sektory w 10 krajach rozwiniętych w latach 1987-2003. W tym okresie wzrost otwartości gospodarek wyjaśniał w około 30 procentach mniejszą inflację w przetwórstwie, w 40 procentach zjawisko to było wyjaśnione przez wzrost wydajności pracy. Rola rosnącej otwartości gospodarki była znacznie większa w przypadku przemysłów o niskim zaawansowaniu technologicznym, zaś rola rosnącej wydajności pracy była zdecydowanie większa w przemysłach wysokich technologii, co jest zgodne z intuicją. W usługach biznesowych największe relatywne spadki cen miały miejsce w przypadku usług pocztowych i telekomunikacyjnych, gdzie wzrost

⁸³ Oczywiście autor nie postuluje, że działa prawo jednej ceny, gdyż jest bogata literatura pokazująca, że to prawo nie działa nawet w odniesieniu do wąsko zdefiniowanych grup towarów. Składa się na to szereg czynników, na przykład różne poziomy sztywności cen w różnych krajach, oczekiwania firm że zmiany cen importu wynikające ze zmian kursowych są przejściowe więc firmy akceptują wahania marż bez zmian cen, natomiast spadek cen importu wynikający z pojawienia się chińskiej produkcji może skłaniać do obniżek, istnieją różnice w preferencjach konsumentów, etc.

⁸⁴ Jest to polski odpowiednik stwierdzenia którego używa regularnie prezes EBC, Jean-Claude Trichet czyli „vigilance”.

wydajności pracy miał procentowo około dwukrotnie większy wpływ niż wzrost otwartości gospodarek, podobne zjawisko, choć w mniejszej skali zaobserwowano w usługach finansowych. Zatem widać, że w szeregu sektorów wzrost wydajności pracy ma podobny lub większy wpływ na obniżenie inflacji, niż wzrost wymiany międzynarodowej, chociaż w większości szacunków absolutny wpływ na różne miary inflacji każdego z czynników nie przekracza 0.5 procenta rocznie.

Szereg prac analizujących poszczególne rynki i zależności, a nawet konkretne przykłady biznesowe pokazujące jak globalizacja prowadzi do wzrostu wydajności i jednoczesnego spadku cen zostało przedstawionych w pierwszej części niniejszej książki. Warto zwrócić uwagę, że większość tych przykładów dotyczy ostatnich kilku lat, dlatego ciągle jeszcze brakuje wystarczająco długich szeregów czasowych, żeby można było wykryć te zależności w zagregowanych danych⁸⁵.

W pierwszej części książki obszernie omówiono jak kluczowa dla wzrostu gospodarczego jest zdolność do tworzenia innowacji, a przez to również do zwiększania wydajności i obniżania jednostkowych kosztów pracy. W znanych pracach Grossman, Helpman (1991a i 1991b) pokazano, że nawet jednorazowy wzrost otwartości gospodarek może prowadzić do trwałego (lub długotrwałego) wzrostu trendu wydajności. Mechanizm – opisany w modelu endogenicznych innowacji i endogenicznego wzrostu – który to wyzwała polega na tym, że firmy które mają coraz więcej kontaktów z podmiotami z innych krajów szybciej absorbują zmiany technologiczne, zmiany w dziedzinie zarządzania, mogą wykorzystać lokalne centra wiedzy oraz kontakty z klientami i kooperantami na różnych rynkach. Uzyskany w ten sposób szybszy wzrost wydajności pozwala na obniżenie inflacji w skali całego kraju i jest to efekt długotrwały.

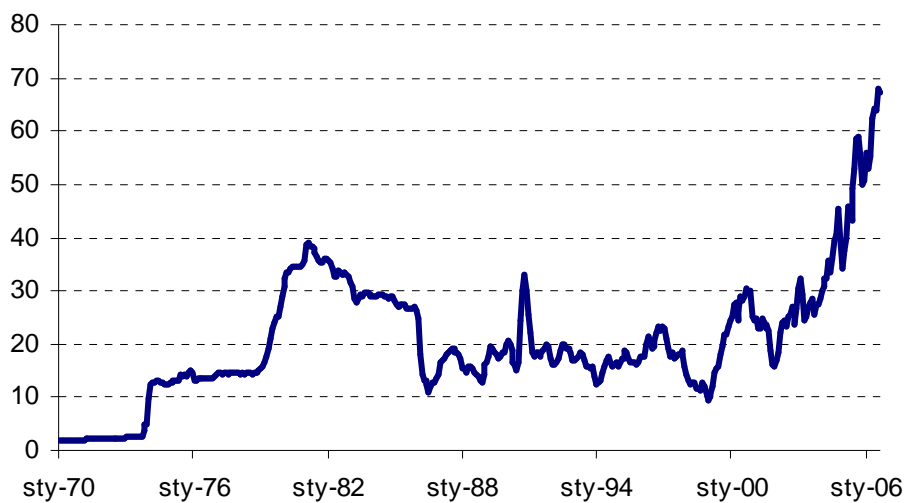
⁸⁵ Podobnie miała się rzecz ze wzrostem wydajności pracy na skutek olbrzymiego upowszechniania się komputerów w latach 90-tych. W pewnym momencie laureat Nagrody Nobla Paul Samuelson powiedział nawet – co jest często cytowane – że komputery widać wszędzie poza danymi o wydajności pracy. W grudniu 1995 roku podczas posiedzenia Komitetu Otwartego Rynku Alan Greenspan sformułował hipotezę o zmianie trendu wydajności pracy w Stanach Zjednoczonych i konieczności odpowiedniego dostosowania polityki pieniężnej, czyli braku podwyżek stóp procentowych pomimo obniżenia się stopy bezrobocia poniżej poziomów które uznawano za stopę neutralną (zapowiedź tych zmian, iście wizjonerska, znalazła się w artykule Alana Greenspana w Wall Street Journal we wrześniu 1988 roku, co opisuje artykuł Friedman (2005)). Natomiast jak pokazano w pracy Blinder, Reis (2005) modele mogły „wychwycić” tę zmianę strukturalną – czyli wzrost trendu wydajności pracy – dopiero na początku obecnego stulecia.

3.1.8. Ceny surowców a globalizacja – mity i fakty.

Przypomnijmy, że przez globalizację rozumiemy zwiększoną mobilność czynników produkcji: kapitału, osób i wiedzy. Jednym w efektów globalizacji jest szybszy globalny wzrost gospodarczy na skutek silnego wzrostu produktywności, „wielkiego podwojenia”⁸⁶ podaży pracy i powstania globalnego rynku pracy. Wiele prac argumentuje, że jednym ze skutków globalizacji jest również silny wzrost cen surowców, zob. wykresy XXX i YYY, jako pochodna szybszego wzrostu gospodarczego.

Oczywiście globalizacja przyczyniła się do powstania jednego globalnego rynku niektórych surowców – jak na przykład ropa naftowa – i często wydarzenia na rynkach lokalnych mają globalne skutki, ceny rosną lub spadają na całym świecie.

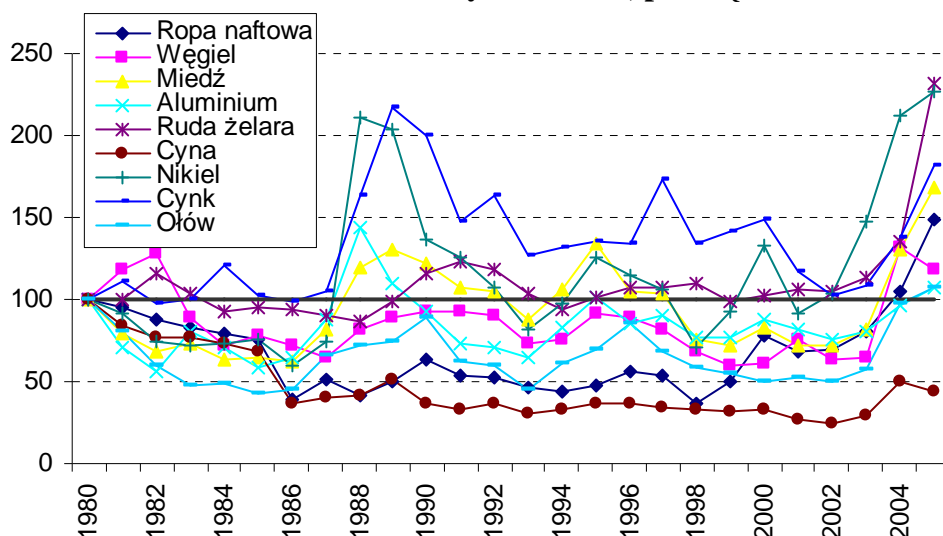
Wykres XXX. Nominalna cena baryłki ropy naftowej od stycznia 1970 - do sierpnia 2006, średnia miesięczna.



Źródło: Departament Energii Stanów Zjednoczonych

⁸⁶ Zob. Freeman (2005).

Wykres YYY. Nominalne średnioroczne ceny surowców, przeciętna w 1980 roku = 100



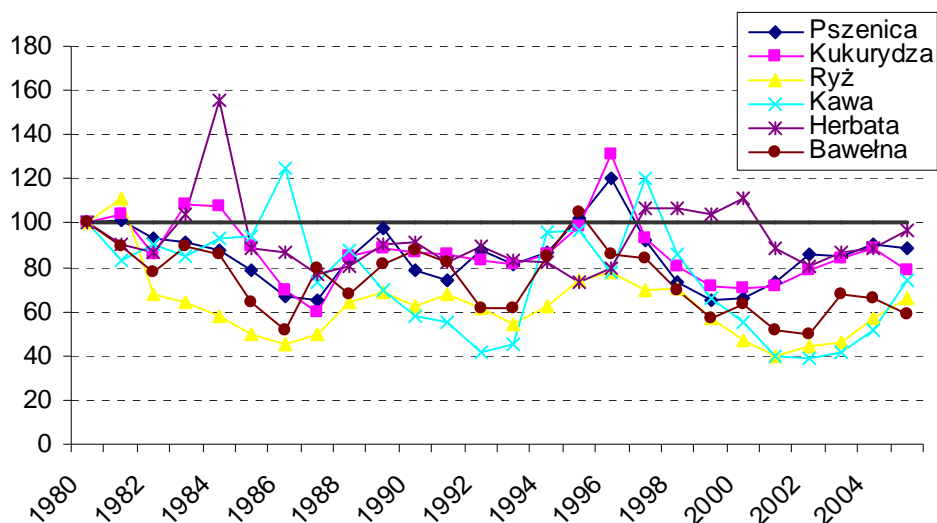
Źródło: Międzynarodowy Fundusz Walutowy.

Wydaje się, że diagnoza „globalizacja powoduje wzrost cen surowców”, chociaż jest zgodna z niektórymi faktami, bo w okresie globalizacji istotnie wystąpił wzrost cen metali i paliw, to jednak jest niepoprawna, gdyż sugeruje złe implikacje dla polityki gospodarczej, na przykład, że należy ograniczyć tempo procesu globalizacji bo może prowadzić do dalszego wzrostu cen surowców i do wzrostu inflacji, podczas gdy to właśnie zahamowanie procesu otwierania się gospodarek i wzrost protekcjonizmu może być najsilniejszym impulsem proinflacyjnym. Oczywiście scenariusza wzrostu inflacji pomimo postępującej globalizacji nie można wykluczyć, a nawet w publikacji MFW (2006b) scenariusz dalszego utrzymywania się podwyższonej globalnej presji inflacyjnej w 2007 roku jest scenariuszem bazowym.

Warto przy tym zwrócić uwagę, że pomimo opisywanych w pierwszej części książki tendencji demograficznych prowadzących do szybkiego wzrostu ludności, ceny nieprzetworzonej żywności i bawełny od wielu dekad obniżają się lub utrzymują bez zmian, zaś wykres ZZZ poniżej pokazuje, że żadna z cen w 2005 roku nie była nominalnie wyższa niż w 1980 roku, co oznacza silny spadek realny⁸⁷ cen tych surowców.

⁸⁷ Relatywnie do wskaźnika cen towarów cen i usług konsumpcyjnych.

Wykres ZZZ. Nominalne średnioroczne ceny nieprzetworzonej żywności i bawełny, 1980=100.



Źródło: Międzynarodowy Fundusz Walutowy.

Zdaniem autora poprawna diagnoza zjawiska rosnących cen surowców (paliw i metali) jest następująca. W wyniku postępującego procesu globalizacji od szeregu lat globalna gospodarka rośnie w bardzo szybkim tempie. Dotyczy to w szczególności gospodarki Chin, która nie tylko od szeregu lat rośnie w tempie około 10 procent rocznie, ale również gwałtownie się modernizuje. To powoduje silny wzrost popytu na surowce⁸⁸: ropę, cement, metale. Taki wzrost popytu napotkał na barierę podażową, która wynika na przykład z niskich inwestycji w sektorze naftowym w ostatniej dekadzie ze względu na relatywnie niską cenę ropy naftowej. Aby ocenić na ile ta bariera podażowa może stać się hamulcem dla globalnego wzrostu gospodarczego i impulsem do wzrostu inflacji należy ocenić dwa aspekty, bezpośrednio związane z globalizacją rynków finansowych i globalizacją wiedzy :

- Czy inwestycje w sektorze surowcowym istotnie wzrosły?
- Czy mogą pojawić się innowacje, które ograniczą popyt na surowce?

⁸⁸ Szczegółowe omówienie zagadnień siły i struktury wzrostu popytu na surowce wykracza poza zakres niniejszej książki, bardzo obszerne omówienie można znaleźć w pracy MFW (2006b). Gospodarka Chin w ostatnich latach jest „odpowiedzialna” za istotny procent (często ponad połowę) wzrostu popytu na poszczególne surowce. W ostatnich latach dynamika wzrostu chińskiego popytu na ropę naftową jest niższa niż wynikałoby to z dynamiki wzrostu gospodarczego, co oznacza że dzięki wdrażanym innowacjom spada zużycie paliw na jednostkę wytworzonego produktu. Oddzielną kwestią, która wymaga dalszych badań jest rola jaką odegrała polityka bardzo niskich stóp procentowych we wzroście cen surowców, gdyż według niektórych ekonomistów to niskie stopy procentowe przyczyniły się do narastania bąbli na rynkach aktywów, co sztucznie napędziło konsumpcję i import z takich krajów jak Chiny.

Oczywiście głębsza analiza tych kwestii wymaga odrębnego obszernego opracowania, co wykracza poza zakres tej książki. Warto jednak zwrócić uwagę, że w raporcie o inwestycjach zagranicznych opublikowanym przez UNCTAD w październiku 2006 roku, podkreśla się „dramatyczny” wzrost zagranicznych inwestycji bezpośrednich w przemysłach wydobywczych, w znacznym stopniu w wydobywaniu ropy naftowej. Liczba ponadnarodowych transakcji fuzji i przejęć w przemyśle wydobywczym wzrosła ponad sześciokrotnie w 2005 roku, a udział tych transakcji w globalnym rynku przejęć i fuzji zbliżył się do rekordowych poziomów, ostatnio notowanych w latach 1987-88.

Raport stwierdza, że napływ bezpośrednich inwestycji zagranicznych do sektora wydobywczego jest głównym czynnikiem wyjaśniającym globalny wzrost inwestycji zagranicznych w 2005 roku. Tak duży napływ inwestycji do tego sektora oznacza, że należy spodziewać się w średnim terminie znaczącego zwiększenia podaży surowców, co powinno prowadzić do stabilizacji lub do spadku cen. Zdaniem autora zupełnie niewiarygodne są szacunki mówiące, że niedługo skończą się zapasy niektórych surowców, gdyż na przykład rezerwy ropy są nieustannie przeszacowywane w górę i nikt nie wie ile jeszcze nieodkrytych złóż ropy znajduje się na Ziemi⁸⁹. Trzeba też pamiętać o istniejących znacznych złożach, których eksploatacja była nieopłacalna gdy cena baryłki ropy wynosiła 20-30 dolarów, ale stała się opłacalna gdy ceny przekroczyły 50 dolarów, na przykład kanadyjskie piaski roponośne. W świetle tych danych można wręcz stwierdzić, że globalizacja, czyli swobodny przepływ inwestycji między krajami prowadzi do spadku cen ropy poprzez wzrost inwestycji w wydobywanie i przetwarzanie tego surowca. Oczywiście te czynniki będą działały w kierunku spadku cen ropy poprzez zwiększenie podaży surowca w średnim i długim okresie, natomiast w krótkim okresie bariery wytwórcze oraz ryzyka geopolityczne pozostają głównym czynnikiem kształtującym bilans ryzyk dla cen paliw.

Drugim ważnym czynnikiem który wiąże globalizację z cenami surowców są innowacje, które powstają w znacznie szybszym tempie niż kiedyś, na skutek globalizacji wiedzy. Oczywiście prognozowanie, czy w przyszłości pojawią się jakieś innowacje, które obniżą światowy popyt na surowce, lub zmienią strukturę tego popytu⁹⁰, jest swego rodzaju spekulacją, ale są bardzo poważne instytuty naukowe, które takimi spekulacjami się zajmują. Przykładem jest raport korporacji RAND który powstał na zlecenie Narodowej Rady

⁸⁹ W końcu 2004 roku odkryto nowe złożo w zatoce meksykańskiej, o nazwie Jack, jeżeli potwierdzą się wcześniejsze szacunki to znane rezerwy ropy Stanów Zjednoczonych mogą wzrosnąć o 50 procent w wyniku tego odkrycia, zob. World Oil magazine, wydanie z maja 2005 roku, www.worldoil.com

⁹⁰ Trudno nawet wyobrazić sobie skutki gospodarcze i polityczne odkrycia taniego nowego źródła energii które radykalnie ograniczyłoby popyt na ropę naftową i gaz.

Wywiadu Stanów Zjednoczonych⁹¹. Na przykład wśród wielu innowacji które prawdopodobnie wejdą do powszechnego użytku przed 2020 rokiem wymienia się tanie sposoby zbierania i magazynowania energii słonecznej. Wymienia się też tanie autonomiczne domy, które radykalnie obniżą zapotrzebowanie gospodarstwa domowego na energię, „zielone przetwórstwo”, rozpowszechnienie się samochodów o napędzie hybrydowym lub powstanie komercyjnych rozwiązań wykorzystujących paliwo wodorowe zamiast benzyny, chociaż w przypadku tej ostatniej innowacji pozostaje jeszcze sporo problemów do rozwiązania i zapewne w najbliższych latach większego postępu można oczekiwać w zakresie wykorzystania biopaliw.

Ponieważ tempo powstawania innowacji radykalnie przyspieszyło, między innymi na skutek radykalnego udoskonalenia sposobów komunikacji naukowców z całego świata, czyli globalizacji wiedzy, można oczekiwać, że wiele z tych innowacji znajdzie zastosowanie w codziennym życiu szybciej niż się obecnie wydaje, a niedowiarkom proponuję cofnięcie się w myślami w czasie o 15 lat, do okresu gdy nie było Internetu, telefonów komórkowych, bankomatów i przypomnienie sobie jak wtedy wyglądało życie codzienne i praca. Ile czasu zabierało nam skontaktowanie się z kimś, ile czasu zabierało nam poszukiwanie jakichś informacji. Jak wyglądałoby nasze życie codzienne i zawodowe gdyby nagle, z dnia na dzień Internet i telefonia komórkowa przestały funkcjonować. Dzisiaj student w dowolnym kraju gdzie funkcjonuje Internet, o ile tylko zna język angielski, ma bezpośredni dostęp do księgozbiorów i prac naukowych setek bibliotek i instytutów, może oglądać i słuchać wykładów na wielu uczelniach w wielu dziedzinach. Dziś mamy inne problemy niż kiedyś, nie musimy szukać informacji, tylko w olbrzymim morzu informacji musimy odnaleźć te, które są potrzebne i wiarygodne.

Ten podrozdział tylko pozornie jest odległy od tematu polityka pieniężna w globalnej gospodarce. Celem tej analizy było pokazanie, że pogląd często obecny w wielu publikacjach – że globalizacja prowadzi do wzrostu inflacji przez wzrost cen surowców – jest błędny, albo co najmniej niepełny, gdyż to właśnie globalizacja umożliwia wyzwolenie sił, które będą przeciwdziałały temu wzrostowi cen surowców w średnim i długim okresie.

⁹¹ Zob. RAND (2006).

3.1.9. Wnioski.

Na pytanie postawione w tytule tego podrozdziału – w jaki sposób globalizacja wpływa na inflację – można odpowiedzieć następująco. Debata na ten temat cały czas trwa, nie ulega wątpliwości że globalizacja obniża inflację, chociaż są różne hipotezy co do trwałości i siły tego procesu. Jeżeli tylko nie pojawią się nieoczekiwane bariery protekcyjnistyczne, to wówczas wzrost otwartości gospodarek na wymianę towarów, usług, osób i wiedzy wsparty przez zmiany technologiczne i spadek kosztów transportu i komunikacji powinien prowadzić do utrzymania się albo nawet do nasilenia się „wiatru od rufy”, który wpiera banki centralne w utrzymaniu niskiej i stabilnej inflacji.

Jednocześnie w okresach nasilającej się globalizacji – szczególnie gdy szybko rośnie wydajność pracy – można oczekiwać okresów dobrej deflacji, co może postawić przed wieloma bankami centralnymi trudne pytanie, jaki cel inflacyjny jest właściwy i czy prowadzenie polityki pieniężnej nakierowanej na stabilność cen, bez żadnych dodatkowych celów jest właściwe. O tym traktuje rozdział czwarty, ale najpierw przedstawimy wyniki badań analizujących, czy inflacja jest globalna, czy krajowa.

3.2. Czy inflacja jest zjawiskiem globalnym, czy krajowym?

Szereg prac naukowych które powstały na przestrzeni ostatnich dwóch lat wskazuje, iż inflacja staje się coraz bardziej zjawiskiem globalnym, czyli że istnieją pewne czynniki które powodują, że można zaobserwować wspólne tendencje w procesach inflacyjnych w wielu krajach. W pracy Ciccarelli, Mojon (2005) pod znamienym tytułem „Globalna inflacja” przedstawiono analizę procesów inflacyjnych w 22 krajach OECD w latach 1960-2004. Autorzy analizują kilka miar średniej inflacji w tych 22 krajach (między innymi oficjalne dane OECD, zwykłą średnią arytmetyczną, oraz pierwszy czynnik z analizy głównych składowych) i relacje między tymi miarami (określanymi jako inflacja globalna) a miarami inflacji w poszczególnych krajach. Wnioski są następujące:

- globalny cykl koniunkturalny wyjaśnia tylko około jedną-trzecią zmienności produkcji przemysłowej w krajach OECD, podczas gdy globalna inflacja wyjaśnia prawie 70 procent zmienności inflacji krajowej;
- globalna inflacja nie wyjaśnia poziomu inflacji krajowej, gdyż w próbie są kraje które przez cały czas miały niską i relatywnie stabilną inflację, jak Niemcy, oraz kraje które miały okresy wysokiej i zmiennej inflacji i okres niskiej stabilnej inflacji jak np.

Wielka Brytania. Natomiast pomimo różnicy w poziomach, jeżeli inflacja globalna rośnie/spada, to rosną/spadają również inflacje krajowe, i korelacja zmian inflacji każdym kraju ze zmianą inflacji globalnej jest wysoka;

- jeżeli inflacja krajowa „wyłamuje się” z trendu wyznaczonego przez inflację globalną, to odchylenie to ma charakter krótkotrwały i przeciętnie po dwóch latach jest niwelowane, innymi słowy istnieje bardzo silny mechanizm korekty błędem, który powoduje, że inflacja globalna jest atraktorem dla inflacji krajowych;
- modele prognozujące inflację krajową z wykorzystaniem inflacji globalnej charakteryzują się mniejszym błędem prognozy od wszystkich modeli wzorcowych⁹² powszechnie używanych do porównań prognoz zmiennych makroekonomicznych; konsekwentnie autorzy proponują, żeby to właśnie ich model globalnej inflacji stał się nowym wzorcem w prognozowaniu inflacji, z którym należy porównywać prognozy z krajowych modeli inflacji;
- autorzy przeprowadzają analizę czynników które wpływają na globalną inflację, stosując podobne jak w przypadku samej inflacji techniki uśredniania globalnej produkcji, globalnych płac, globalnych stóp procentowych rynku pieniężnego i obligacji, globalnej podaży pieniądza M3, w analizie uwzględniane są również ceny ropy naftowej. Przeprowadzone obliczenia wskazują, że wyższy globalny wzrost gospodarczy i wyższe globalne płace w sposób statystycznie istotny wpływają na wzrost inflacji z opóźnieniem od jednego do czterech kwartałów, czyli w krótkim okresie. Ten wpływ zanika w okresie ośmiu kwartałów. Ponadto wpływ globalnych płac na globalną inflację jest istotny w krótkim okresie w całej próbie 1960-2004, ale staje się nieistotny w okresie 1981-2004;
- w perspektywie ośmiu kwartałów najistotniejszym czynnikiem wpływającym na wzrost/spadek globalnej inflacji, zarówno w całej próbie jak i w okresie 1981-2004 jest wzrost/spadek globalnej podaży pieniądza M3.

Warto zwrócić uwagę, że praca Cicarrelli, Mojon (2005) pokazuje, że inflacja globalna wyjaśnia znaczną część zmienności inflacji krajowych, natomiast praca nie odnosi się do związku poziomu inflacji krajowych i poziomu inflacji globalnej. Ten wątek jest analizowany w kolejnej pracy tego nurtu Mumtaz, Surico (2006). Autorzy pokazują, że „czynnik światowy” tłumaczy spadek poziomu i uporczywości krajowych inflacji, że idiosynkratyczne

⁹² Często zamiast słowa wzorcowy używa się terminu benchmarkowy, od angielskiego słowa benchmark.

czynniki krajowe wyjaśniają wzrost zmienności inflacji w końcu lat 1970-tych i początku 1980-tych, oraz że począwszy od lat 1990-tych rola czynnika światowego we wpływaniu na inflację krajową relatywnie wzrosła. Ponadto autorzy pokazują, że zmiany globalnej płynności wpływają na zmiany czynnika światowego, natomiast ceny ropy naftowej mają wpływ na czynnik światowy tylko w latach 1973-4. Z kolei polityka pieniężna jest podstawowym krajowym źródłem wpływu na krajowe inflacje, oraz że łączny wpływ czynników krajowych na krajowe inflacje słabnie wraz ze wzrostem otwartości gospodarek mierzonej udziałem handlu w PKB.

Wnioski są ciekawe i istotne statystycznie więc warto je omówić szczegółowo. Analiza przeprowadzona w pracy Mumtaz, Surico (2006) objęła trzynaście krajów a analizowane kwartalne szeregi czasowe obejmują okres 1961-2004.

Przeprowadzona analiza wskazuje, że czynniki krajowe wpływające na inflację w analizowanych krajach miały silny wpływ przede wszystkim w latach 1970-tych 1980-tych, zaś ich rola w późniejszym okresie znacznie zmalała. Od tej reguły są nieliczne wyjątki, jak na przykład wzrost roli czynnika krajowego w Wielkiej Brytanii w 1992 roku, co było związane z deprecjacją funta i jego wyjściem z Europejskiego Systemu Walutowego. Ponadto czynniki krajowe są bardzo zmienne i charakteryzują się niską uporczywością. Odmienną charakterystykę ma czynnik światowy, który do lat 1970-tych włącznie wpływał na wzrost inflacji krajowych, podczas gdy od początku lat 1990-tych wpływa na obniżenie poziomu i zmienności inflacji krajowych. Ponadto w tym okresie znacząco spadła rola czynników krajowych, zaś odchylenia poziomu inflacji powodowane przez czynniki krajowe od poziomu wyznaczonego przez czynniki globalne są nieznaczne i krótkotrwałe.

W znanej pracy Sargent (1999) przedstawiono, że uporczywość inflacji zmienia się wraz z prowadzoną polityką pieniężną. Jednak do tej pory analizy uporczywości inflacji były prowadzone indywidualnie dla poszczególnych krajów. W omawianej pracy Mumtaz, Surico (2006) po raz pierwszy pokazano, że dla większości krajów wysoka uporczywość inflacji w latach 1970-1980 wynikała z uporczywości czynnika światowego, zaś uporczywość czynników krajowych, za wyjątkiem Kanady była niska. Ponadto autorzy pokazują, że spadek uporczywości inflacji w latach 1980-1990 był wynikiem spadku uporczywości czynnika światowego, podczas gdy uporczywość czynników lokalnych nie zmieniała się istotnie na przestrzeni ostatnich kilkudziesięciu lat. Analiza wydaje się dobrze tłumaczyć historię inflacji w analizowanych krajach, gdyż wszystkie przypadki, statystycznie zidentyfikowane jako wzrost wkładu czynników krajowych do zmienności inflacji odpowiadają dobrze znanym z

literatury wydarzeniom dotyczącym krajowej polityki makroekonomicznej (zmiany polityki dochodowej, podatkowej, cenowej) lub lokalnych rynków finansowych. Autorzy konkludują ten watek badań wskazując na trzy okresy w badanej próbie:

- lata 1960-1974, w których obowiązywał system stałych kursów Bretton Woods, który był kotwicą nominalną i ograniczał wysokość i zmienność inflacji krajowych;
- lata 1974-1990, to okres poszukiwania nowej kotwicy nominalnej, charakteryzujący się wysoką inflacją i wysoką zmiennością inflacji;
- lata 1992-2004 to okres synchronizacji polityki pieniężnej, która była możliwa na skutek instytucjonalnej niezależności banków centralnych oraz akceptacji faktu, że niska i stabilna inflacja jest warunkiem niezbędnym dla utrzymania wzrostu gospodarczego w długim okresie. Ta synchronizacja przybrała różne formy, na przykład unii walutowej w Europie lub przyjęcia strategii bezpośredniego celu inflacyjnego przez banki centralne w wielu krajach.

W omawianej pracy przedstawiono również analizę czynników które tłumaczą część krajową i światową analizowanych szeregów czasowych inflacji w poszczególnych krajach. Autorzy jako zmienne objaśniające wykorzystują otwartość na wymianę handlową, wzrost PKB, aktywną politykę pieniężną⁹³ oraz podaż pieniądza.

Analiza pokazuje, że najsilniejszym czynnikiem wpływającym na krajowy komponent inflacji jest aktywna polityka pieniężna, restrykcyjna polityka obniża a ekspansywna podnosi krajowy komponent inflacji. Otwartość na wymianę handlową również obniża krajowy komponent inflacji, oraz, co jest niezgodne z intuicją, wyższy wzrost PKB również związany jest z niższą inflacją. Jednak moc wyjaśniająca tych równań mierzona R^2 jest mała relatywnie do mocy wyjaśniającej równania dla czynnika światowego. W tym przypadku aktywna globalna polityka pieniężna wpływa na globalną inflację oraz wzrost globalnej otwartości handlowej obniża globalną inflację. Jednak po dodaniu jako zmiennej objaśniającej globalnej płynności to właśnie ten czynnik najsilniej wpływa na globalną inflację w sposób zgodny z intuicją ekonomiczną, czyli wzrost globalnej płynności prowadzi do wzrostu światowego komponentu inflacji. Autorzy szacują również podobne modele, które tłumaczą część zmienności inflacji wyjaśnianej przez czynniki krajowe i światowe. Tutaj aktywna polityka pieniężna obniża rolę czynników krajowych w wyjaśnianiu zmienności inflacji. Natomiast okazuje się, że rola

⁹³ Aktywna polityka pieniężna jest modelowana jako różnica między krótkoterminową stopą procentową w danym kraju, a jej poziomem wynikającym ze standardowej reguły Taylora.

czynników światowych w wyjaśnianiu zmienności inflacji rośnie w warunkach wysokiego wzrostu gospodarczego, zaś rola czynników krajowych rośnie w warunkach niskiego wzrostu gospodarczego.

Omawiana praca poprawia nasze rozumienie mechaniki procesów inflacyjnych w globalnej gospodarce wskazując na kilka ważnych prawidłowości:

- wspólny czynnik światowy jest odpowiedzialny za spadek poziomu i uporczywości krajowych inflacji;
- od połowy lat 1990-tych czynnik światowy staje się stopniowo coraz ważniejszy w determinowaniu inflacji w poszczególnych krajach;
- globalna inflacja zmienia się wraz z globalną płynnością, natomiast ceny ropy mają mały wpływ na globalną inflację.

Kolejną często cytowaną pracą, która zwraca uwagę na rosnącą rolę czynników globalnych w kształtowaniu procesów inflacyjnych jest artykuł Borio, Filardo (2006). Autorzy powołują się na szereg czynników opisanych w pierwszej części niniejszej książki, jak na przykład znaczny wzrost podaży siły roboczej połączony z powstaniem globalnego rynku pracy, zmniejszenie ograniczeń w przepływie osób, objęcie handlem międzynarodowym usług na skutek postępu w dziedzinie ICT, czy wzrost konkurencyjności na rynkach produktów i czynników produkcji. Autorzy oceniają, że łącznie te czynniki skutkują wzrostem potencjału produkcyjnego globalnej gospodarki. W efekcie autorzy oczekują, że dwa zjawiska istotne z punktu widzenia polityki pieniężnej mają miejsce:

- (1) wzrost wrażliwości krajowych zmiennych i zależności między tymi zmiennymi na czynniki zagraniczne. Na przykład wrażliwość inflacji w danym kraju powinna być mniej wrażliwa na zmiany popytu w tym kraju lub na czynniki kosztowe, a w większym stopniu zależeć od czynników globalnych;
- (2) obniżanie się inflacji na skutek wzrostu globalnej podaży, poprzez osłabienie żądań płacowych na skutek zagrożenia relokacją do krajów o niskich kosztach wytwarzania, spadek jednostkowych kosztów produkcji na skutek lepszej organizacji produkcji. Przy innych czynnikach niezmiennych te trendy powinny obniżyć marże i zwiększyć elastyczność cenową popytu.

Autorzy testują wpływ czynników globalnych i lokalnych na inflację poprzez estymację krzywej Phillipsa poszerzonej o czynnik globalny – globalną lukę PKB. Przyjęta specyfikacja

raczej niedoszacowuje roli czynników związanych z globalizacją. Przeprowadzono analizę dla 16 krajów rozwiniętych i 12 krajów rozwijających się, zarówno estymując pojedyncze równania jak i poprzez regresje panelowe dla wszystkich krajów łącznie. Autorzy przedstawiają szereg ciekawych rezultatów:

- Rola krajowej luki popytowej w tradycyjnej krzywej Phillipsa znacząco zmalała w latach 1993-2005 w porównaniu z latami 1980-1992, co jest zgodne z wynikami innych prac⁹⁴. Ponadto inflacja stała się mniej uporczywa, co jest odzwierciedlone w obniżeniu się współczynnika przy opóźnionej zmiennej objaśnianej, czyli inflacji z poprzedniego kwartału⁹⁵;
- Zarówno w regresjach panelowych jak i w regresjach dla poszczególnych krajów globalna luka PKB jest istotnym czynnikiem wpływającym na inflację, siła oddziaływania globalnej luki PKB na inflację jest w zdecydowanej większości przypadków większa niż siła oddziaływania krajowej luki, która w wielu przypadkach stała się statystycznie nieistotna. Wyniki pozostają bez zmian po dodaniu innych zmiennych do krzywej Phillipsa, takich jak ceny importu, ceny ropy czy krajowe jednostkowe koszty pracy. W krzywej Phillipsa poszerzonej o globalną lukę PKB istotne znacznie mają ceny importu i ceny ropy naftowej, natomiast słabo istotne stają się jednostkowe koszty pracy. Próba dołączenia do równań miar globalnych kosztów pracy również wskazują na ich słabą istotność;
- Wyniki są podobne również dla inflacji usług, również w tej specyfikacji równań globalna luka PKB miała większe znaczenie niż krajowa luka PKB, co autorzy wyjaśniają faktem, iż usługi również stają się w coraz większym stopniu przedmiotem obrotu międzynarodowego.

Autorzy konkludują, że banki centralne powinny większą wagę przykładac w swojej analizie do miękkih informacji globalnych, gdyż analiza samych cen importowych może być daleko niewystarczająca. Ponadto konieczność sięgnięcia do tzw. miękkih czy jakościowych danych jest powodowana również tym, że są istotne problemy z mierzaniem krajowych luk PKB, a ten problem staje jeszcze bardziej złożony w przypadku globalnej luki PKB. Ponadto, autorzy zauważają, że rośnie ryzyko systematycznych błędów w polityce pieniężnej nakierowane na czynniki krajowe, jeżeli odpowiednio nie będą uwzględniane czynniki globalne. W końcu,

⁹⁴ Zob. Galati, Melick (2006), Stock, Watson (2005).

⁹⁵ Podobne wyniki uzyskano w pracy Benati (2006).

mniej sza rola krajowej luki PKB, czyli „spłaszczenie” krzywej Phillipsa oznacza, że banki centralne mogą mieć trudności w efektywnym kontrolowaniu inflacji w krótkim i średnim okresie jeżeli wystąpią silne wstrząsy cenowe lub będą musiały zmieniać stopy procentowe znacznie bardziej niż do tej pory. Ten problem będzie spotęgowany na skutek globalizacji rynków finansowych, która osłabia wpływ banków centralnych na długoterminowe stopy procentowe.

Oczywiście ekonomiści nie poddają się i próbują uratować starą krzywą Phillipsa, bez której prowadzenie krajowej polityki pieniężnej może być bardzo utrudnione. Ciekawym przykładem takiej próby jest artykuł Chmielewski, Kot (2006) w którym autorzy analizują zmianę mechanizmu transmisji w Polsce w latach 1997-2005. Do tego celu wykorzystują równanie inflacji w głównym modelu prognostycznym Narodowego Banku Polskiego – ECMOD⁹⁶. W tym modelu w długim okresie inflacja netto zmienia się wraz z cenami importu i jednostkowymi kosztami pracy, a w krótkim okresie zmiany inflacji netto zależą między innymi od krajowej luki PKB. Podobnie jak w innych pracach analiza dynamiczna pokazuje, że wpływ luki PKB na inflację był dodatni i statystycznie istotny do 2003 roku, a potem zbliżył się do zera i stał się statystycznie nieistotny. Następnie autorzy „wyjmują” z inflacji netto te komponenty, które ich zdaniem są poddane siłom globalizacji: ceny ubrań, obuwia, sprzętu telekomunikacyjnego i sprzętu audio/video. O ile inflacja netto stanowiła w 2005 roku w Polsce 69.2 procent koszyka, to nowa inflacja netto (można nawet pokusić się o stwierdzenie – krajowa inflacja netto) obejmuje ponad 63 procent koszyka. Istotnie, usunięte komponenty wykazywały silne spadki od kilku lat, co zdaniem autorów było właśnie wynikiem globalizacji. Szacunki przeprowadzone dla krajowej inflacji netto pokazują, że wpływ luki PKB na tę inflację jest w miarę stabilny w całej próbie i statystycznie istotny. Autorzy zastrzegają, że są to wyniki wstępne, ale jednocześnie konkludują, że krajowa luka PKB wpływa na krajową inflację netto i że banki centralne powinny rozważyć takie właśnie podejście do modelowania inflacji, traktując inflację krajową inaczej i inflację zależną od czynników zewnętrznych inaczej, przy czym wagi obu inflacji mogą się zmieniać w czasie⁹⁷.

Wnioski są bardzo ciekawe i podejście wydaje się obiecujące i zgodne z proponowanym przez autora poniżej nowym sposobem podejmowania decyzji przez banki centralne w

⁹⁶ Wcześniejsza wersja modelu jest opisana w pracy Fic et al. (2005).

⁹⁷ Jest to pierwsza w literaturze znana autorowi próba „ratowania” krzywej Phillipsa na podzbiorze inflacji, uzyskane wyniki wymagają dalszej weryfikacji na szerszej próbie krajów, w tym szczególnie dla krajów rozwiniętych, które nie były poddawane takim wstrząsom jak Polska gospodarka w ostatnich latach (wejście do Unii Europejskiej, wstrząsy polityki pieniężnej, silna aprecjacja i depresja kursu walutowego), które mogą zaburzać wyniki.

małych krajach, gdy bank powinien określić czy obserwowane odchylenie inflacji od celu wynika ze zmian inflacji globalnej czy krajowej. Jednak warto też zwrócić uwagę na problemy związane z takim podejściem do analizy procesów inflacyjnych. W części pierwszej książki zebrano bardzo wiele przykładów pokazujących, że globalizacja obejmuje coraz więcej towarów i usług, co do których jeszcze niedawno uważano, że nie są poddane wymianie międzynarodowej. Dlatego, można oczekiwać, że za kilka lat podana przez autorów miara krajowej inflacji netto również przestanie reagować na zmiany luki PKB, ponieważ globalnej konkurencji zostaną poddane nowe produkty i usługi, już obecnie przykładem mogą być ceny biletów lotniczych, ceny usług telekomunikacyjnych, ceny usług pocztowych po liberalizacji rynku UE w 2009 roku (te ceny już silnie spadają lub będą spadać). Z drugiej strony ceny niektórych usług mogą rosnąć na skutek globalizacji, bo Polska należy do krajów o niskich kosztach wytwarzania w Europie, więc może rosnąć popyt Europejczyków n.p. na usługi zdrowotne oferowane w Polsce co może prowadzić do wzrostu tych cen⁹⁸, ale nie ze względu na silny popyt krajowy, tylko właśnie w wyniku globalizacji tych usług.

Aby lepiej sobie radzić z tymi problemami banki centralne coraz częściej muszą uzupełnić analizy modelowe oparte na badaniach zależności między szeregami czasowymi o tzw. „miękką analizę”, pokazującą jakie trendy zachodzą w gospodarce, gdyż makroekonomiczne modele prognostyczne takie zmiany są w stanie wychwycić dopiero z kilkuletnim opóźnieniem⁹⁹.

3.3. Implikacje globalizacji inflacji dla polityki pieniężnej.

Wszystkie omówione powyżej prace wskazują na nowe, ważne trendy, które mają coraz większe znaczenie dla banków centralnych we wszystkich krajach. Niestety w obecnej fazie dyskursu ekonomicznego na temat globalnej inflacji można raczej postawić pytania do dotyczące prowadzenia polityki pieniężnej, niż konkretne wnioski, w szczególności:

⁹⁸ Jeżeli nie nastąpi wzrost wydajności w tym sektorze, a powinien bo rezerwy wydajności w polskiej służbie zdrowia są olbrzymie, o czym świadczą n.p. różnice pomiędzy dobrze i źle zarządzanymi szpitalami.

⁹⁹ Gdy na grudniowym posiedzeniu Komitetu Otwartego Rynku w 1995 Alan Greenspan sformułował hipotezę, że zmienił się trend wzrostu wydajności pracy, większość kolegów prezesów nie podzielała tego poglądu, nie podzielała go także ekonomiści pracujący w Rezerwie Federalnej. Jednak przewodniczący Greenspan się tym nie zraził, i na przykład twierdził że według danych sektor usług w Stanach Zjednoczonych nie miał żadnego wzrostu wydajności od dwudziestu lat, co było mało prawdopodobne, zwłaszcza biorąc pod uwagę rozpowszechnienie się komputerów. Modele ekonomiczne potwierdziły, że Greenspan miał rację dopiero pięć lat później. Zdaniem autora podobna sytuacja ma miejsce obecnie w dziedzinie usług, które w coraz większym stopniu poddane są globalnej konkurencji, ale nie widać tego jeszcze w danych. To z jednej strony hamuje wzrost płac w usługach w krajach rozwiniętych, a z drugiej strony podnosi wydajność w usługach we wszystkich krajach.

- Z jednej strony w ostatnich dwóch dekadach czynniki globalne, takie jak upowszechnienie się dobrych standardów instytucjonalnych prowadzenia polityki pieniężnej (nowa kotwica nominalna), wzrost otwartości, wzrost konkurencyjności (między innymi na skutek włączenia się do globalnej gospodarki krajów o niskich kosztach wytwarzania jak Chiny, Indie czy kraje byłego bloku sowieckiego) doprowadziły do obniżenia się zarówno poziomu jak i uporczywości globalnej inflacji, a poprzez rosnący wpływ globalnej inflacji na inflacje krajowe, te ostatnie uległy obniżeniu również na skutek działania tego czynnika. Z drugiej strony trudno obecnie ocenić, na ile obserwowany w 2006 roku wzrost globalnej presji inflacyjnej jest zjawiskiem krótkotrwałym, związanym z domykaniem się globalnej luki PKB lub z bąblami spekulacyjnymi na rynkach aktywów.
- Oczywiście bank centralny w dowolnym kraju, jeżeli tylko ma możliwość prowadzenia niezależnej polityki pieniężnej może w długoterminowej perspektywie osiągnąć taką inflację jaka wydaje mu się właściwa. Jednak jeżeli maleje rola czynników krajowych względem czynników globalnych, to może oznaczać, że w sytuacji gdy globalna inflacja rośnie lub maleje powodując odchylenie krajowej inflacji od pożądanego celu w górę lub w dół, powrót inflacji do celu będzie wymagał znaczącego zacieśnienia/złagodzenia polityki pieniężnej, gdyż polityka pieniężna małego kraju ma wpływ tylko na czynniki krajowe, których rola w determinowaniu inflacji CPI stopniowo maleje. Ponadto próba korygowania wpływu czynników globalnych krajową polityką pieniężną może prowadzić do większych wahań produkcji.
- Zasadne zatem wydaje się pytanie, czy krajowa polityka pieniężna powinna traktować zmiany w inflacji globalnej podobnie jak krajowe wstrząsy podażowe (takie jak n.p. susza) i pozwolić na okresowe odchylenie się inflacji od celu. Za taką ewentualnością przemawia natura wstrząsu, czyli fakt, że polityka pieniężna w małym kraju nie ma wpływu na globalną inflację, podobnie jak nie ma wpływu na suszę.
- Natomiast jeżeli globalna inflacja wykazuje się dużą uporczywością, czyli okresy wysokiej i niskiej inflacji są długie, to może się okazać, że odchylenia inflacji CPI od celu w wyniku zmian inflacji globalnej są znacznie bardziej długotrwałe niż odchylenia wynikające ze wstrząsów podażowych. Jeżeli zatem diagnoza banku centralnego wskazuje, że mamy do czynienia z taką właśnie sytuacją, prawdopodobnie bank powinien przeanalizować czy nie pojawia się zwiększone ryzyko utrwalenia

odchylenia w dół lub w górę na skutek oddziaływania na oczekiwania inflacyjne krajowych podmiotów. W zależności od diagnozy, właściwa może być odpowiednia reakcja polityki pieniężnej lub zmiana celu inflacyjnego (na przykład gdy oczekujemy wystąpienia dobrej deflacji).

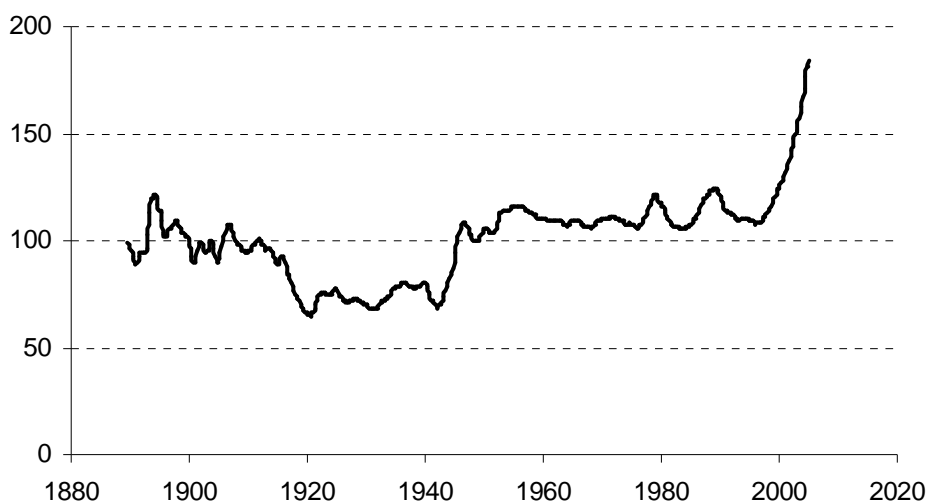
- Nie ulega wątpliwości, że w takiej sytuacji szczególnego znaczenia nabiera komunikacja banku centralnego oraz jakość badań ekonomicznych, które powinny umożliwić właściwą diagnozę sytuacji oraz odpowiednie wyjaśnienie otoczeniu zewnętrznemu dlaczego parametry polityki pieniężnej są zmieniane lub nie w rezultacie wzrostu/spadku globalnego komponentu inflacji w danym kraju.

Globalizacja inflacji prowadzi do jeszcze innego pytania, na które też nie można obecnie sformułować jednoznacznej odpowiedzi. Czy banki centralne w „dużych” krajach powinny w swoich decyzjach uwzględniać tylko czynniki krajowe, czy ich mandat powinien być szerszy i powinien uwzględniać na przykład stabilizację globalnej inflacji na niskim poziomie. To pytanie na pierwszy rzut oka wydaje się naiwne, bo jeżeli każdy z dużych banków będzie stabilizował inflację w swoim kraju na niskim poziomie, to łącznie te banki centralne będą jednocześnie stabilizowały inflację globalną na niskim poziomie. Jednak proces stabilizowania inflacji może mieć efekty dystrybucyjne, i jeżeli dany duży bank centralny prowadzi bardziej restrykcyjną politykę pieniężną, to bank centralny w innym dużym kraju może prowadzić nieco łagodniejszą politykę, tak że łączna restrykcyjność globalnej polityki pieniężnej jest odpowiednia do utrzymania globalnej inflacji na niskim stabilnym poziomie. Może się jednak zdarzyć, że jeżeli dany bank centralny bierze na siebie większy ciężar stabilizowania globalnej inflacji, to wówczas może to skutkować większą zmiennością produkcji w tym kraju.

Na przykład ekonomiści różnią się w ocenie polityki pieniężnej prowadzonej przez Rezerwę Federalną w latach 2001-2005, która w porównaniu z polityką pieniężną EBC była bardzo aktywna. Jeżeli przyjmiemy, że w jakimś stopniu decyzje o stopach procentowych podejmowane przez Rezerwę Federalną uwzględniały zmiany globalnej płynności (podaży pieniądza), której implozja w niektórych okresach mogła prowadzić do globalnej deflacji, to możemy również argumentować, że konsekwencją takiej „globalnej odpowiedzialności” jest bąbel na rynku nieruchomości (zob. wykres XXX poniżej), który z pewnością przyczynił się do powstania globalnych nierównowag i którego ewentualne pęknięcie może obniżyć tempo

wzrostu gospodarczego w Stanach Zjednoczonych znacznie poniżej poziomu potencjalnego¹⁰⁰.

Wykres XXX. Bąbel na rynku nieruchomości w Stanach Zjednoczonych. Cena mieszkania w ujęciu realnym, rok 1890 = 100.



Źródło: Shiller (2006).

W końcu pojawia się pytanie które łączy oba powyższe wątki, czy strategia banku centralnego w małym kraju powinna zależeć od oczekiwań tego banku co do polityki pieniężnej prowadzonej w dużym kraju. Na przykład, powszechnie oczekuje się, że jeżeli duży bank centralny w regionie podnosi/obniża stopy procentowe, to również banki centralne w małych sąsiednich krajach powinny podnosić/obniżać stopy procentowe, a typowa argumentacja jest taka, że brak reakcji może spowodować deprecjację/aprecjację waluty krajowej na skutek zmniejszenia/zwiększenia się dysparytetu stóp procentowych co może prowadzić do wzrostu/spadku inflacji powyżej/poniżej celu inflacyjnego¹⁰¹. Jeżeli jednak mały bank

¹⁰⁰ Oczywiście ten wątek wymaga jednocześnie głębszej dyskusji na temat efektów zewnętrznych bąbli spekulacyjnych, na przykład efektem zewnętrznym bąbla internetowego końca lat 1990-tych jest wysoki wzrost wydajności i obniżenie kosztów na skutek outsourcingu, offshoringu czy szerzej na skutek wykorzystania powstałej w okresie bąbla infrastruktury ICT do wdrożenia innowacji w dziedzinie organizacji produkcji i świadczenia usług. Szersza dyskusja tego wątku znajduje się w pierwszej części niniejszej książki. Jeszcze inna kwestia, która wymaga analizy to ocena, czy ścieżka stabilnego wzrostu gospodarczego czy raczej ścieżka wzrostu z bąblami spekulacyjnymi prowadzi w długim okresie do szybszego osiągnięcia wysokiego poziomu PKB per capita. Doświadczenia krajów azjatyckich i południowo-amerykańskich są w tej kwestii odmienne.

¹⁰¹ Przykładem takiego rozumowania jest ocena zaprezentowana we wrześniowym World Economic Outlook z 2006 roku autorstwa Międzynarodowego Funduszu Walutowego, MFW (2006b). Ramka 1.2 na stronach 22-23 przedstawia efekty zbyt późnego podniesienia stóp procentowych w typowym kraju Ameryki Łacińskiej po podniesieniu stóp przez Rezerwę Federalną, co powoduje deprecjację, wzrost inflacji i konieczność jeszcze

centralny oczekuje, że polityka pieniężna dużego banku centralnego będzie stabilizowała globalną inflację na niskim poziomie, to być może właściwą reakcją jest powstrzymanie się od zmian parametrów polityki pieniężnej, gdyż to właśnie taka polityka może minimalizować funkcję straty małego banku centralnego¹⁰².

Te pytania i dylematy w bardzo uproszczony sposób podsumowuje poniższa tabela, która ilustruje jakie zmiany w schemacie analizy procesów inflacyjnych mogą zajść w najbliższych latach. Autor podkreśla, że w tabeli nie są prezentowane tezy udokumentowane wynikami badań, lecz hipotezy, które dopiero powinny zostać zweryfikowane przez badania teoretyczne i empiryczne oraz przez praktykę prowadzenia polityki pieniężnej w małych krajach z płynnym (lub płynnym kierowanym) kursem walutowym.

Tabela XXX. Jak bank centralny w małym kraju prowadzącym politykę (sterowanego) płynnego kursu walutowego powinien reagować na zmiany stóp procentowych banku centralnego w dużym kraju lub znaczącą zmianę perspektyw inflacji w dużym kraju (opis dotyczy podwyżek stóp procentowych, w przypadku obniżek dyskusja jest symetrycznie analogiczna)¹⁰³

W przeszłości		Obecnie	
Duży bank centralny podnosi stopy procentowe w odpowiedzi na rosnącą presję inflacyjną ¹⁰⁴ w dużym kraju	Jeżeli stopy procentowe małego banku centralnego są na poziomie spójnym ze stabilnością cen w średnim okresie, wzrost stóp procentowych za granicą może powodować deprecjację kursu i w konsekwencji wzrost inflacji. Jednocześnie jeżeli dotychczasowa praktyka	Duży bank centralny podnosi stopy procentowe w odpowiedzi na rosnącą presję inflacyjną w dużym kraju	Mały bank centralny ocenia, czy wzrost stóp procentowych dużego banku centralnego wynika ze wzrostu presji inflacyjnej krajowego komponentu inflacji w dużym kraju, czy ze wzrostu globalnej presji inflacyjnej, co oznacza, że większa niż poprzednio

większej podwyżki stóp procentowych później, co z kolei prowadzi do recesji. Jednak ta analiza abstrahuje od faktu iż inflacja staje się globalna, oraz że przełożenie ze zmian kursu walutowego na inflację staje się coraz słabsze.

¹⁰² Przykładem takiej właśnie analizy jest wypowiedź członka Rady Polityki Pieniężnej Narodowego Banku Polskiego prof. Andrzeja Wojtyny, który w wywiadzie dla agencji Reuters stwierdził (tłumaczenia własne autora z języka angielskiego): "Słyszemy argumenty, że Rada [...] podniesie stopy procentowe, ponieważ inne banki centralne podnoszą stopy procentowe. Te argumenty są nieprzekonujące. [...]. Inflacja w coraz większym stopniu zależy od zewnętrznego popytu, a coraz więcej sygnałów wskazuje na nadchodzące globalne spowolnienie. Inne banki centralne podnoszą stopy procentowe, co również wykonuje część pracy dla nas [...]".

¹⁰³ W przypadku prowadzenia polityki stałego kursu walutowego kotwicą nominalną jest poziom tego kursu, więc w tym przypadku polityka pieniężna jest przede wszystkim nastawiona na stabilizację kursu i dyskusja dotycząca wpływu globalizacji inflacji na prowadzenie polityki pieniężnej musi uwzględniać przede wszystkim ten aspekt. Analiza jest uproszczona również z tego powodu, że podwyżka stóp procentowych w dużym kraju oddziałuje nie tylko na kurs walutowy małego kraju przez zmianę dysparytetu, ale również z zmianą popytu zagranicznego i terms-of-trade. Ponadto jest bardzo obszerna literatura pokazująca, że dysparytet stóp procentowych słabo prognozuje przyszłe zmiany kursów walutowych, więc nie wiadomo czy w wyniku zmiany dysparytetu stóp procentowych nastąpią opisywane przez modele teoretyczne zmiany kursu walutowego.

¹⁰⁴ Przez wzrost presji inflacyjnej rozumiem taki stan, w którym organ banku centralnego decydujący o stopach procentowych ocenia, że w średnioterminowej perspektywie inflacja może kształtować się powyżej poziomu uznanego za stabilność cen.

	<p>ukszałtowała takie oczekiwania, że mały bank powinien „podażyć” za dużym bankiem centralnym, to tymczasowy wzrost inflacji w wyniku deprecjacji kursu może prowadzić do utrwalenia się oczekiwań inflacyjnych na podwyższonym poziomie, gdyby mały bank centralny nie podniósł stóp, zatem mały bank centralny również podnosi stopy procentowe.</p>		<p>część potencjału badawczego małego banku centralnego powinna być poświęcona analizie globalnych tendencji inflacyjnych. Jeżeli globalna presja inflacyjna nie uległa zmianie, i jeżeli lokalne czynniki inflacyjne w małym kraju pozostają bez zmian to mały bank centralny nie zmienia stóp procentowych¹⁰⁵. Jeżeli natomiast wzrost presji inflacyjnej w dużym kraju jest wynikiem wzrostu globalnej presji inflacyjnej, to wówczas mały bank centralny musi ocenić, jak trwały jest ten „wstrząs cenowy” i czy może prowadzić on do efektów drugiej rundy, tzn. do wzrostu presji inflacyjnej wynikającej z czynników krajowych w małym kraju. Jeżeli odpowiedź na to pytanie jest twierdząca, to wówczas mały bank centralny również podnosi stopy procentowe.</p>
<p>Duży bank centralny nie podnosi stóp procentowych mimo że rośnie presja inflacyjna w dużym kraju, na przykład dlatego że bank centralny ocenia iż wzrost tej</p>	<p>Ponieważ inflacja w małym kraju jest determinowana w decydującym stopniu przez czynniki krajowe, które nie uległy zmianie, bank centralny w małym kraju nie zmienia stóp procentowych, o ile nie nastąpi n.p. znaczny wzrost cen importu w wyniku wzrostu cen w dużym kraju. W takiej sytuacji</p>	<p>Duży bank centralny nie podnosi stóp procentowych mimo że rośnie presja inflacyjna w dużym kraju na przykład dlatego że bank centralny ocenia iż wzrost tej presji</p>	<p>Bank centralny w małym kraju musi ocenić, czy wzrost presji inflacyjnej w dużym kraju wynika z czynników lokalnych dla dużego kraju, czy z czynników globalnych. W pierwszym przypadku nie zmienia parametrów polityki pieniężnej, gdyż fakt że duży bank centralny nie zmienia stóp świadczy o tym, że wpływ</p>

¹⁰⁵ Można oczywiście argumentować, że jeżeli rośnie inflacja krajowa w dużym kraju, to ze względu na rozmiar kraju może to mieć wpływ z opóźnieniem na wzrost inflacji globalnej, oraz że nawet wzrost lokalnej inflacji w dużym kraju, jeżeli jest nieodległy i jest ważnym partnerem handlowym małego kraju, może mieć znaczenie dla perspektyw inflacji w małym kraju.

<p>presji inflacyjnej jest przejściowy¹⁰⁶, na przykład dzięki dobremu zakotwiczeniu oczekiwań inflacyjnych</p>	<p>różnica w postępowaniu obu banków centralnych zależy od stopnia zakotwiczenia oczekiwań inflacyjnych. Jeżeli oczekiwania inflacyjne w dużym kraju są dobrze zakotwiczone a w małym słabo, to być może w takiej sytuacji konieczne będzie podwyższenie stóp procentowych w małym kraju w celu ograniczenia efektów drugiej rundy, takich jak wzrost żądań płacowych.</p>	<p>inflacyjnej jest przejściowy, na przykład dzięki dobremu zakotwiczeniu oczekiwań inflacyjnych</p>	<p>tych czynników na inflację w dużym kraju jest przejściowy. Jeżeli jednak wzrost presji inflacyjnej w dużym kraju wynika ze wzrostu inflacji globalnej, to nawet jeżeli ten wzrost inflacji jest przejściowy w dużym kraju, słabiej zakotwiczone oczekiwania inflacyjne lub lepszy stan popytu krajowego w małym kraju mogą prowadzić do pojawienia się efektów drugiej rundy w tym kraju mimo, że nie wystąpią one w dużym kraju. Wtedy mały bank centralny może podnieść stopy procentowe</p>
<p>Duży bank centralny podnosi stopy procentowe mimo, że nie ma oznak rosnącej presji inflacyjnej w dużym kraju.</p>	<p>Bank centralny w małym kraju powinien zrozumieć przesłanki jakimi kieruje się duży bank centralny. Jeżeli stabilność cen w dużym kraju nie jest zagrożona, to zmiany parametrów polityki pieniężnej mogą wynikać z realizacji innego celu banku centralnego jaki jest stabilność finansowa. Mały bank centralny powinien przeanalizować, czy ewentualne zaburzenia stabilności systemu finansowego w dużym kraju mogą przenieść się do małego kraju, jakimi kanałami i jak im przeciwdziałać, środkami nadzoru finansowego czy za pomocą stóp procentowych. Z kolei z</p>	<p>Duży bank centralny podnosi stopy procentowe mimo, że nie ma oznak rosnącej presji inflacyjnej w dużym kraju.</p>	<p>Podobnie jak w przeszłości mały bank centralny powinien zrozumieć jakimi przesłankami kieruje się duży bank centralny. Jeżeli duży bank centralny podnosi stopy procentowe przeciwdziałając wzrostom cen aktywów, to jeżeli takie zjawisko nie występuje w małym kraju wówczas mały bank centralny nie musi kopiować działań dużego banku. Jeżeli jednak mały bank centralny oceni, że działania dużego banku centralnego są spóźnione a ich skala może doprowadzić do pęknięcia bąbla na rynku aktywów, spowolnienia gospodarczego lub recesji,</p>

¹⁰⁶ Oczywiście autor jako bankier centralny nie może zakładać scenariusza, że rośnie presja inflacyjna w dużym kraju i bank centralny nie podnosi stóp procentowych pomimo oceny, że wzrost presji inflacyjnej ma charakter trwały, gdyż to by oznaczało, że bank centralny nie realizuje swojej konstytucyjnej misji, jaką jest stabilność cen. Ta dyskusja w przypadku Rzerwy Federalnej jest bardziej złożona, gdyż bank centralny w Stanach Zjednoczonych realizuje jednocześnie dwa cele, stabilność cen i utrzymywanie pełnego zatrudnienia.

	<p>punktu widzenia perspektyw inflacji zmiana dysparytetu stóp procentowych może oznaczać deprecjację waluty w małym kraju i wzrost presji inflacyjnej, jeżeli pojawią się efekty drugiej rundy. Ten czynnik powinien zostać poddany analizie podobnie jak w przypadku gdy duży bank centralny podnosi stopy w reakcji na wzrost presji inflacyjnej.</p>		<p>to wówczas globalna inflacja może istotnie spowolnić lub nawet może pojawić się deflacja (bo duży kraj ma duży wpływ na inflację globalną) i wtedy może pojawić się konieczność obniżenia stóp procentowych. Podobnie jak w poprzednich sytuacjach mały bank centralny musi mieć możliwość dobrej oceny sytuacji globalnej i w dużym kraju, a to oznacza, że ekonomiści małego banku centralnego muszą poświęcać więcej czasu na analizę globalnej gospodarki niż poprzednio.</p>
--	--	--	--

Oczywiście te bardzo uproszczone schematy decyzyjne przedstawione w tabeli powyżej mogą łatwo zostać poddane krytyce, na przykład jeżeli presja inflacyjna w dużym kraju występuje w wyniku wzrostu inflacji globalnej, to powinna ona również pojawić się w małym kraju i bezpośrednio wpływać na decyzje polityki pieniężnej, a nie przez schemat analityczny uwzględniający presję inflacyjną w dużym kraju. Jednak tabelka nie przedstawia pełnego schematu analitycznego pokazującego proces podejmowania decyzji w małym banku centralnym¹⁰⁷, tylko reakcję małego banku centralnego na zmiany stóp procentowych lub presji inflacyjnej w dużym kraju, przed i po zmianie sposobu myślenia o lokalnej inflacji. Przedtem w większości modeli inflacji stosowanych w bankach centralnych zmiany w otoczeniu zewnętrznym najczęściej były uwzględniane przez zmiany tempa wzrostu i inflacji u głównych partnerów handlowych i poprzez zmiany kursu walutowego, które reagował w długim okresie na zmiany międzynarodowej pozycji inwestycyjnej i potencjalnego tempa wzrostu, a w krótkim okresie na zmiany dysparytetu stóp procentowych i zmiany premii za ryzyko. Teraz takie ujęcie może okazać się niewystarczające w sytuacji, gdy procesy globalizacji obejmują coraz więcej obszarów, jak przedstawiono w poprzednich częściach tej książki, mamy globalny rynek pracy i mamy coraz większy zakres usług poddany globalnej

¹⁰⁷ W szczególności nie przedstawia dylematów związanych z rosnącymi cenami aktywów w warunkach niskiej inflacji CPI.

wymianie. Te i inne mechanizmy powodują, że rola globalnej inflacji w określaniu inflacji krajowej wykracza poza wpływ cen importowych czy poza zmiany terms-of-trade.

Te kwestie zapewne będą tematem wielu prac badawczych w przyszłości, niemniej już obecnie można sformułować wnioski, że dobra komunikacja banku centralnego z otoczeniem jest kluczowa, gdyż bank centralny musi umieć udzielić wyjaśnień otoczeniu dlaczego na przykład jego decyzje nie podążają za decyzjami dużego banku, oraz jaka jest przyczyna zmian perspektyw inflacji, a w szczególności czy dotyczy to czynników krajowych na które bank centralny ma wpływ, czy czynników podażowych i globalnych, na które bank centralny nie ma wpływu i może tylko niwelować lub ograniczać ewentualne efekty drugiej rundy. W końcu pojawia się pytanie, czy globalizacja inflacji nie wymaga globalnej koordynacji polityki pieniężnej. To zagadnienie jest omawiane w rozdziale piątym tej części książki.

Tytuł tego rozdziału brzmi „wpływ globalizacji na politykę pieniężną”. Jednym z kluczowych wątków prezentowanych w tym rozdziale była globalizacja inflacji oraz coraz mniejszy wpływ jaki na inflację w danym kraju ma bank centralny na skutek spadku znaczenia krajowej luki PKB. Pomimo tych zmian rola banku centralnego w stabilizowaniu inflacji, a w szczególności oczekiwań inflacyjnych na poziomie zgodnym ze stabilnością cen nie maleje, ale wręcz przeciwnie rośnie. To od działań i komunikacji banku centralnego będzie zależało, czy zmiany globalnej inflacji utrwalą się w postaci zmian oczekiwań inflacyjnych, czy będą przejściowe. Dotyczy to przypadku przejściowego wzrostu globalnej inflacji, gdy bank centralny musi podjąć decyzję czy wystarczy wyjaśnienie tego faktu, czy potrzebna jest podwyżka stóp procentowych w celu odpowiedniego obniżenia krajowego komponentu inflacji. Rola banku centralnego będzie jednak szczególnie istotna w przypadku silnego obniżenia się globalnej inflacji (co było typowym zjawiskiem w okresach pogłębionej globalizacji i silnego postępu technicznego), który musi przeciwdziałać pojawieniu się spirali oczekiwań deflacyjnych i odpowiednio komunikować otoczeniu i podejmować adekwatne decyzje w zależności do tego czy pojawiająca się deflacja jest zła czy dobra. Ponadto, banki centralne na początku XXI wieku będą musiały zmierzyć się z bardzo poważnymi problemami opisanymi w kolejnym rozdziale.

4. Polityka pieniężna, ceny aktywów i globalne nierównowagi

Do tej pory przeprowadzona analiza zmian które zachodzą w polityce pieniężnej w globalnej gospodarce pomijała procesy zachodzące na rynkach finansowych. Był to celowy zabieg, gdyż globalizacja rynków finansowych nastąpiła szybciej, jest znacznie głębsza niż w innych obszarach i wymaga oddzielnego omówienia. Globalny rynek finansowy działa znacznie skuteczniej i jest na nim znacznie mniej barier niż na globalnym rynku produktów, usług niefinansowych czy wiedzy. W XXI wieku globalny rynek finansowy będzie miał bardzo silny wpływ na sposób prowadzenia polityki pieniężnej, która stanie przez nowymi wyzwaniami. Właśnie o tych wyzwaniach mówi rozdział czwarty tej części książki.

Oczywiście nie jest możliwe kompleksowe omówienie wszystkich zagadnień związanych z globalizacją rynków finansowych i ich wpływu na politykę pieniężną w obecnej formule niniejszej książki, gdyż wymagałoby to co najmniej podwojenia objętości książki. Na przykład najnowsza książka Fredericka Mishkina¹⁰⁸, która opisuje jak powinny kształtować się systemy finansowe krajów rozwijających się aby kraje te skorzystały z fali globalizacji w XXI wieku ma ponad czterysta stron w udostępnionej wersji roboczej z lutego 2006 roku i jest bardzo obszernym przeglądem literatury na temat globalizacji i rynków finansowych. Istotnie, związek wpływ globalizacji na rynki finansowe dotyczy wielu aspektów. Na przykład jednym z ważnych nurtów dyskusji jest mechanizm powstawania kryzysów walutowych i debata czy globalizacja finansowa sprzyja powstawaniu kryzysów, innymi słowy czy rynki pozwalają na gorszą politykę makroekonomiczną czy raczej rynki dyscyplinują złych polityków. Innym wątkiem jest problem barier w procesie globalizacji rynków aktywów. Na przykład w książce De Soto (2000) udokumentowano szereg takich barier: założenie firmy w Peru wymagało 289 dni, sześć godzin dziennie, i kosztowało 1231 dolarów, podczas gdy w Stanach Zjednoczonych w tym czasie założenie firmy zajmowało 5 dni i kosztowało 210 dolarów. Trudno mówić o powstaniu efektywnego rynku akcji w takim kraju jak Peru, gdy założenie firmy jest takim koszmarem. Aby otrzymać tytuł prawny do domu lub gruntu budowlanego na Filipinach, trzeba podjąć 168 biurokratycznych kroków w 53 publicznych i prywatnych urzędach i agencjach, co zajmuje od 13 do 25 lat, w Egipcie od 5 do 14 lat, w Haiti około 19 lat. Brak zabezpieczeń oznacza, że w tych krajach nie może rozwinąć się efektywny rynek finansowy.

¹⁰⁸ Zob. Mishkin (2006).

Obecnie toczy się bardzo poważna dyskusja o szeregu nowych ryzyk na rynkach finansowych związanych z pojawieniem się w ostatnich latach olbrzymiej ilości funduszy arbitrażowych, które są nietransparentne i niewiele wiadomo na temat struktury ryzyka jakie te fundusze ponoszą w swoich inwestycjach. Podobnie obecnie toczy się dyskusja o problemach opóźnień w rozliczeniach coraz większych wolumenów transakcji, o ryzyku związanym z boorem na rynku kredytowych instrumentów pochodnych, czy o problemach nadzoru ponadnarodowych instytucji finansowych. Zainteresowanych czytelników odsyłam do opracowań Rybiński (2006b), Gieve (2006), Sławiński (2006).

Celem powyższego bardzo skrótowego omówienia było pokazanie jak wiele wątków obejmuje pojęcie globalizacja rynków finansowych, rozumiana jako swoboda przepływu kapitału pomiędzy krajami. W tym rozdziale zajmiemy się tylko jednym, ale niezwykle istotnym wątkiem, z powodu którego prawdopodobnie wielu bankierów centralnych na całym świecie źle sypia. Wątek ten w skrócie można określić następująco: czy bankierzy centralni powinni w swoich decyzjach uwzględniać nierównowagi na rynkach aktywów, czy powinni kierować się wyłącznie kryterium stabilności cen. Ponieważ rynki finansowe są coraz bardziej globalne i inflacja staje się coraz bardziej globalna (jak pokazano w rozdziale trzecim) pytanie czy banki centralne powinny przekuć bąble na rynkach aktywów nieodłącznie wiąże się z globalizacją.

Szeroka dyskusja relacji między polityką pieniężną a rynkami aktywów znajduje się w książce Wojtyła (2004), w rozdziale Polityka pieniężna a rynek kapitałowy (str. 93 i dalej). Niniejszy rozdział uzupełnia tamtą dyskusję o najnowsze wątki i dylematy.

4.1. Czy stabilność cen wystarczy?

W dużym uproszczeniu współczesna polityka pieniężna w ramach bezpośredniego celu inflacyjnego prowadzona jest w następujący sposób. Organ decyzyjny (Rada, Zarząd, czasami jednoosobowo prezes) co pewien czas zapoznaje się z oceną perspektyw sytuacji gospodarczej za granicą i w kraju, w tym z projekcjami inflacji, przygotowanymi przez ekonomistów banku centralnego, które w znacznym stopniu bazują na koncepcji luki PKB, czyli na ocenie w jakim stopniu bieżąca produkcja odchyła się od jej poziomu potencjalnego. W wyniku dyskusji wyłania się pogląd większości na temat działań które trzeba podjąć, aby inflacja znajdowała się blisko celu inflacyjnego w średnim okresie, czyli na przestrzeni najbliższych 1-3 lat. W szczególności jeżeli pojawią się jakieś silne wstrząsy odchylające inflację od celu

w górę lub w dół, to w wyniku dyskusji wyłania się pogląd jaka jest optymalna ścieżka powrotu inflacji do celu. Działania banku centralnego oznaczają decyzje dotyczące krótkoterminowej stopy procentowej, ewentualnie – choć bardzo rzadko – decyzje o interwencjach walutowych, czy przekazywanie odpowiednich treści wpływających na oczekiwania rynków finansowych w komunikatach, raportach i wystąpieniach decydentów polityki pieniężnej. Jeżeli prognozy inflacyjne banku centralnego są dobre, wstrząsy inflacyjne nie są zbyt częste i silne to wówczas współczesna polityka pieniężna może skutecznie stabilizować inflację wokół celu, czego przykładem jest polityka pieniężna Banku Anglii i przebieg inflacji w tym kraju po 1992 roku.

Powstaje jednak pytanie, czy taka polityka jest optymalna. Czy skupienie się banku centralnego na stabilizowaniu inflacji wokół celu w średnim okresie nie powoduje, że w określonych okolicznościach mogą pojawić się poważne ryzyka dla stabilności cen (ryzyka inflacji lub deflacji) w długim okresie? Na ten temat toczy się bardzo poważna debata wśród teoretyków i praktyków polityki pieniężnej.

Tło historyczne dla tej debaty zostało nakreślone w artykule White (2006). Autor artykułu przypomina, że wiele kryzysów finansowych zarówno w XX wieku jak i w ostatnich dekadach nie było poprzedzone wysoką inflacją, a wręcz przeciwnie inflacja często była niska i stabilna, natomiast bardzo silnie rosły ceny aktywów, kredyty, dług publiczny czy inwestycje sektora prywatnego. White zauważa, że okres „wielkiego uspokojenia” czyli ostatnie dwie dekady miały również podobną charakterystykę, niska i stabilna inflacja, silny wzrost kredytu i inwestycji w wielu krajach, zadłużenie sektora gospodarstw domowych osiągnęło rekordowe poziomy w stosunku do dochodu w wielu krajach, ceny aktywów osiągają kolejne rekordy (ceny mieszkań, indeksy giełdowe) co jeszcze bardziej wspiera skłonność do życia na kredyt. Ponadto według danych zeprezentowanych w kwartalnym raporcie Banku Rozliczeń Międzynarodowych¹⁰⁹ w ostatnich latach bardzo wzrósł apetyt na ryzyko, spready¹¹⁰ obligacji rynków wschodzących spadły do poziomów niższych niż notowane przez kryzysem azjatyckim w 1997 roku, i to pomimo, że przeciętny poziom ratingu dla tych obligacji jest gorszy niż w 1997 roku. To oznacza, że ryzyko fundamentalne, wyceniane przez agencje ratingowe jest relatywnie wyższe, niż ryzyko wyceniane przez inwestorów na rynkach finansowych. W końcu, jak dogłębnie udokumentowano w drugiej

¹⁰⁹ Zob. BIS (2006).

¹¹⁰ Spread oznacza w uproszczeniu różnicę w oprocentowaniu obligacji emitowanej przez dany kraj lub przedsiębiorstwo, a oprocentowaniem odpowiedniej obligacji emitowanej przez kraj o najwyższej wiarygodności kredytowej. Z reguły spread mierzy się względem obligacji rządu Stanów Zjednoczonych lub Niemiec.

części tej książki, utrzymuje się środowisko niskich stóp procentowych, które wspiera powstawanie globalnych nierównowag. Innymi słowy, czy przypadkiem nie jest tak, że polityka pieniężna na stawiona na stabilność cen w średnim okresie przyczyniła się do powstania okresu „wielkiego uspokojenia”, ale jednocześnie doprowadziła do powstania tak dużych nierównowag na rynkach aktywów, że powstało bardzo poważne ryzyko korekty na tych rynkach i ryzyko, być może ogólnoswiatowej, recesji i deflacji.

Jest to konkretny przykład głębszego problemu: czy każdy okres stabilizacji i prosperity nie ma w sobie jednocześnie załączków destabilizacji i kryzysu? Okres prosperity powoduje, że mechanizmy ostrzegawcze ulegają osłabieniu, że decyzje gospodarcze są podejmowane mniej ostrożnie niż powinny, że rośnie tolerancja rynków finansowych na „złe zachowanie” zarówno w dziedzinie polityki fiskalnej poszczególnych krajów, jak i w stosunku do polityki inwestycyjnej przedsiębiorstw, rośnie również tolerancja banków w stosunku do poziomu obciążenia długiem bilansu gospodarstwa domowego. Jeżeli takim zachowaniom towarzyszą oczekiwania osób fizycznych i podmiotów gospodarczych, że okres prosperity będzie trwał wiecznie, i jeżeli brak jest odpowiedniej polityki makroekonomicznej na poziomie kraju, i odpowiednich zachowań na poziomie przedsiębiorstwa, to im dłuższy okres prosperity i stabilizacji i im większe nierównowagi narosły w tym okresie, tym większego kryzysu można się spodziewać gdy nierównowagi zostaną przywrócone do poziomów zgodnych z tymi które były obserwowane historycznie. Oczywiście wraz ze wzrostem długości okresu globalnych nierównowag pojawiają się teorie wskazujące, że nie jest to zjawisko niebezpieczne, ale typowe dla globalnej gospodarki, teorie te zostały przedstawione w drugiej części niniejszej książki. Nie można wykluczyć, że w XXI wieku pod pojęciem nierównowagi będziemy rozumieli inne zjawiska niż te, które były określane pojęciem nierównowagi w XX wieku.

Jeżeli jednak szereg zachowań i polityk w okresie prosperity i stabilizacji nieuchronnie prowadzi do powstania załączka następnego kryzysu, to jak powinna być prowadzona polityka pieniężna, żeby ograniczać, a nie powiększać rozmiaru ewentualnej dekonunktury. Innymi słowy jak powinna być prowadzona polityka pieniężna, żeby ograniczyć ryzyko niestabilnego boomu, po którym może przyjść krach¹¹¹. Wielu autorów¹¹² zwraca uwagę, że nakierowanie polityki pieniężnej na utrzymanie stabilności cen w średnim okresie to za mało, że potrzebne są też inne cele. Jednak zanim przedstawimy propozycje innych celów, spróbujmy

¹¹¹ Te zagadnienia są opisane a pracy Zarnovitz (1992) w kontekście teorii cykli koniunkturalnych.

¹¹² N.p. Christiano, Motto, Rostagno (2006), White (2006), Roubini (2006).

przedstawić dylematy dotyczące właściwego wyboru odpowiedniego poziomu celu inflacyjnego.

4.2. Jaki cel inflacyjny przyjąć?

Jednym z kluczowych wyborów w polityce pieniężnej jest wybór definicji stabilności cen. Praktyka polityki pieniężnej w krajach stosujących strategię bezpośredniego celu inflacyjnego jest bardzo różna w kwestii poziomu celu inflacyjnego, co ilustruje poniższa tabela XXX.

Tabela XXX. Cel inflacyjny w krajach stosujących strategię BCI.

Kraj	Data przyjęcia strategii BCI	Obecny cel inflacyjny
Kraje rozwijające się		
Izrael	1997Q2	1-3
Czechy	1998Q2	3 (+/- 1)
Polska	1998Q4	2.5 (+/- 1)
Brazylia	1999Q2	4.5 (+/- 2)
Chile	1999Q3	2-4
Kolumbia	1999Q3	5 (+/- 0.5)
Afryka Południowa	2000Q1	3-6
Tajlandia	2000Q2	0-3.5
Korea	2001Q1	2.5-3.5
Meksyk	2001Q1	3 (+/- 1)
Węgry	2001Q2	3.5 (+/- 1)
Peru	2002Q1	2.5 (+/- 1)
Filipiny	2002Q1	5-6
Słowacja	2005Q1	3.5 (+/- 1)
Indonezja	2005Q3	5.5 (+/- 1)
Rumunia	2005Q3	7.5 (+/- 1)
Kraje rozwinięte		
Nowa Zelandia	1990Q1	1-3
Kanada	1991Q1	1-3
Wielka Brytania	1992Q4	2
Szwecja	1993Q1	2 (+/- 1)
Australia	1993Q2	2-3
Islandia	2001Q1	2.5
Norwegia	2001Q1	2.5

Źródło: Opracowanie Międzynarodowego Funduszu Walutowego Battini (2006).

Cele inflacyjne przyjęte przez kraje rozwinięte są niższe niż cele inflacyjne w krajach rozwijających się, co prawdopodobnie poza różnicami w fazie zaawansowania dezinflacji, można tłumaczyć również tym, że gospodarki rozwijające się szybciej rosną przez co optymalna dla nich inflacja może być nieco wyższa, na przykład żeby uwzględnić efekt

Balassy-Samuelsona i uniknąć nadmiernej nominalnej aprecjacji kursu walutowego. Polska należy do krajów które przyjęły niski cel inflacyjny, niższy o 0.5-1 punkt procentowy od celu inflacyjnego krajów takich krajów jak Czechy, Słowacja czy Węgry. Autorowi nie są znane żadne badania porównawcze, które analizowałyby jaki jest optymalny cel inflacyjny dla tych krajów i czy różnice w poziomie przyjętego celu wynikają z uwarunkowań ekonomicznych, czy z subiektywnych preferencji decydentów.

Dyskusja na temat tego jak powinna być prowadzona polityka pieniężna, żeby ograniczyć ryzyko niestabilnego boomu dotyczy również kwestii wyboru celu inflacyjnego. Na przykład literatura dotycząca ryzyka dolnego ograniczenia nominalnych stóp procentowych postuluje, żeby cel inflacyjny nie był zbyt niski, żeby ograniczyć ryzyko wystąpienia złej deflacji. W sytuacji gdy poziom inflacji jest bardzo niski, wówczas na przykład na skutek jednorazowego silnego wstrząsu obniżającego niektóre ceny, może pojawić się deflacja i może uruchomić się mechanizm oczekiwań deflacyjnych, któremu nie będzie można przeciwdziałać ujemnymi realnymi stopami procentowymi, gdyż przy deflacji realne stopy procentowe, z racji zerowego ograniczenia na stopy nominalne, są z definicji dodatnie.

W przeciwieństwie do tej literatury White (2006) postuluje, że aby ograniczyć ryzyko złej deflacji w dłuższej perspektywie, w sytuacji gdy dominują pozytywne wstrząsy podażowe i technologiczne związane z globalizacją i rośnie prawdopodobieństwo dobrej deflacji, wówczas cel inflacyjny powinien zostać obniżony. Jeżeli tak się nie stanie, to wówczas polityka pieniężna pomimo trwałych wstrząsów obniżających inflację będzie starała się przywrócić inflację do zbyt wysokiego celu inflacyjnego, co będzie prowadziło do zbyt dużej płynności na skutek zbyt niskich stóp procentowych, co z kolei będzie wspierało wzrost cen aktywów, wzrost kredytów i będzie zwiększało prawdopodobieństwo, że pojawi się niestabilny boom zakończony krachem i deflacją.

Wydaje się że powyższą debatę na temat celu inflacyjnego można podsumować następująco. Jeżeli oceniamy, że w przyszłości bardziej prawdopodobne są negatywne wstrząsy podażowe, lub wstrząsy pogarszające nasze terms-of-trade czy negatywne wstrząsy dla wydajności pracy (na przykład wzrost międzynarodowego protekcjonizmu) to wówczas warto mieć wyższy cel inflacyjny, żeby uniknąć złej deflacji. Jeżeli zaś dominują pozytywne szoki podażowe i silne wzrosty wydajności pracy związane z postępująca globalizacją, to wówczas można obniżyć cel inflacyjny, żeby w okresie dobrej deflacji zmniejszyć ryzyko powstania niestabilnego boomu. Problem polega na tym, że a priori nie wiadomo jakie wstrząsy będą dominowały w przyszłości, więc właściwe ustalenie celu inflacyjnego wymaga przyjęcia pewnych założeń.

Jeżeli uważamy, że dalszy wzrost otwartości gospodarek jest bardziej prawdopodobny od wzrostu protekcjonizmu, wówczas obecny cel inflacyjny NBP, jeden z niższych w grupie krajów rozwijających się wydaje się właściwy, a nawet w sytuacji gdy oczekujemy wzrostu natężenia procesów globalizacyjnych, można ten cel obniżyć. Jeżeli jednak uznamy, że dominują ryzyka związane z protekcjonizmami, z negatywnymi wstrząsami terms-of-trade, to wówczas właściwe może okazać się podniesienie celu inflacyjnego, na przykład do poziomu typowego w grupie krajów rozwijających się. Warto też pamiętać, że ryzyko powstania niestabilnego boomu w Polsce jest na razie niewielkie, ze względu na relatywnie niedużą skalę zadłużenia przedsiębiorstw i gospodarstw domowych w porównaniu do innych krajów. W związku z tym, zdaniem autora, nie należy obecnie podejmować debaty o zmianie celu inflacyjnego, tylko skupić się na działaniach prowadzących do lepszego niż dotychczas zakotwiczenia oczekiwań inflacyjnych wokół istniejącego celu 2.5%.

4.3. Czy banki centralne powinny przekuć bąble spekulacyjne – stan dyskusji.

Pytanie jak banki centralne powinny reagować na szybkie wzrosty cen na rynkach aktywów – akcji, nieruchomości – jest przedmiotem intensywnej debaty, czego przykładem tylko w ostatnich latach mogą być artykuły i wystąpienia: Bernanke (2002), Meltzer (2003), Cecchetti (2003), Chadha et al. (2004), Filardo (2004), Gruen et al. (2005), Blinder, Reis (2005), Posen (2006), Roubini (2006), Cecchetti (2006), Friedman (2006), King (2006), Leithner (2006), Lomax (2006), Kohn (2006), Rybiński (2006a).

W dyskusji na temat polityki pieniężnej i bąbli na rynkach aktywów rysują się dwa przeciwstawne poglądy:

1. Polityka pieniężna powinna uwzględniać w swoich decyzjach sytuację na rynkach aktywów tylko w takim stopniu, w jakim wpływa ona na perspektywy inflacji. Nie należy przekuć bąbli spekulacyjnych za pomocą podwyżek stóp procentowych, gdyż będzie to nieskuteczne, lepszą strategią jest „posprzątanie po pękniętej bańce”¹¹³.
2. Należy uwzględnić ceny aktywów w procesie decyzyjnym w polityce pieniężnej bardziej, niż to wynika tylko z ich wpływu na inflację w perspektywie średnioterminowej. Polityka pieniężna jest zarządzaniem różnego rodzaju ryzykami, w tym ryzykami o niskim prawdopodobieństwie realizacji, ale znaczących skutkach. Bąble i krachy na rynkach aktywów należą właśnie do tej kategorii, są rzadkie ale

¹¹³ Ang. mop up after strategy.

mają bardzo negatywne skutki dla gospodarki, przeciwdziałanie tym ryzykom powinno być nieodłączną cechą dobrej polityki pieniężnej.

W tabeli poniżej zostały zebrane i uporządkowane najważniejsze argumenty za i przeciw używaniu polityki pieniężnej do ograniczania skali wzrostów cen na rynkach aktywów.

Tabela XXX. Argumenty za i przeciw przekuwaniu bąbli spekulacyjnych na rynkach aktywów przez banki centralne¹¹⁴.

Argumenty „ZA”	Argumenty „PRZECIW”
<p>Gdy bąble są deterministyczne i egzogeniczne to wówczas optymalna polityka pieniężna powinna brać pod uwagę bąble na rynkach aktywów, gdyż reagowanie na narastające bąble prowadzi to do mniejszej zmienności inflacji i produkcji. <i>Cecchetti at al. (2000)</i>.</p>	<p>Zmiana dobrej i sprawdzonej reguły polityki pieniężnej (choć niekoniecznie optymalnej), w której bank centralny reaguje na zmiany inflacji i luki PKB na nową, w której pojawiają się ceny aktywów, z arbitralnie dobraną wagą może prowadzić do gorszych rezultatów (większej zmienności inflacji i produkcji). Dlatego banki centralne jeżeli w ogóle powinny reagować na bąble spekulacyjne, to tylko w takim stopniu, w jakim te bąble wpływają na produkcję i inflację. <i>Bernanke, Gertler (1999, 2001)</i>.</p>
<p>Bąble na rynkach aktywów istnieją i wyrządzają dużo szkody, więc polityka powinna przeciwdziałać ich powstawaniu. <i>IMF (2000, 2003), Bordo, Jeanne (2002), Borio, Lowe (2002), Bordo (2003), Hebling, Bayoumi (2003), Blinder, Reis (2005)</i>.</p>	<p>Trudno zidentyfikować, czy źródłem powstania bąbla jest polityka pieniężna, czy inne czynniki. <i>Bernanke (2006)</i></p>
<p>Kiedy bąble powstają i pękają, wówczas zaburzają efektywną alokację zasobów, wpływają na zmienne za które odpowiedzialny jest bank centralny, wywołują wzrost zmienności produkcji i inflacji, przez co zwiększają wartość funkcji straty banku centralnego. Ponadto zagrażają stabilności finansowej, a bank centralny jest odpowiedzialny za stabilność finansową. <i>Cecchetti (2003), Blinder, Reis (2005)</i></p>	<p>Spore ryzyko popełnienia błędu i zatrzymania wzrostu cen aktywów, które niekoniecznie są efektem działalności spekulacyjnej. Na przykład gdyby Rezerwa Federalna w połowie lat 1990-tych radykalnie podniosła stopy żeby przeciwdziałać hossie ba giełdzie, która trwała pięć lat, to wówczas olbrzymie możliwości rozwojowe zostałyby utracone. <i>Blinder, Reis (2005)</i></p>
<p>Bąble można zidentyfikować wystarczająco wcześnie i jednocześnie nie popełniając błędu w postaci uznania za bąbel wzrostu cen który bąblem nie jest tylko ma podstawy fundamentalne. <i>Blinder, Reis (2005)</i>.</p>	<p>Bank centralny nie dysponuje narzędziami chirurgicznymi, żeby wyciąć bąbel spekulacyjny z gospodarki, bez wpływu na „inne organy”. Podwyżka stóp procentowych która miałaby przeciwdziałać powstaniu bąbla raczej przypominałaby operację chorego przy pomocy młota pneumatycznego. <i>Blinder, Reis (2005)</i>.</p>

¹¹⁴ W artykule Blinder, Reis (2005) przeprowadzono inwentaryzację argumentów obu stron, więc odwołania do tego artykułu pojawiają się po obu stronach tabeli.

<p>Bank centralny posiada instrumenty, które pozwalają przekuć narastający bąbel bez jednoczesnego wyrządzenia szkody innym celom banku centralnego. <i>Blinder, Reis (2005)</i>.</p>	<p>Nie ma przekonujących danych, że strategia sprzątnia po pękniętej bańce prowadzi do nadmiernie ryzykownych zachowań na giełdzie (nie istnieje put Greenspana) i zwiększa ryzyko powstania następnych bąbli, zatem zamiast przekuć bąble należy po nich sprzątać. <i>Miller et al. (2002), Blinder, Reis (2005)</i>.</p>
<p>Symulacje pokazują, że polityka pieniężna powinna reagować na bąble na rynku aktywów, gdyż w ten sposób zmniejsza funkcję straty banku centralnego. Ale nie powinna przekuć bąbli lub ulegać pokusie sterowania bąblem spekulacyjnym w celu realizacji swoich celów¹¹⁵. <i>Filardo (2004)</i>.</p>	
<p>Polityka pieniężna powinna reagować na bąble na rynkach aktywów tylko wtedy, gdy zagrażają stabilności systemu finansowego. <i>Mishkin, White (2002)</i>.</p>	<p>Nie istnieje żaden stabilny związek między wysoką płynnością a bąblami na rynkach aktywów, podobnie nie wykazano, że restrykcyjna polityka pieniężna powstrzyma bąbel przed narastaniem. Jeżeli inne czynniki a nie łatwo dostępny pieniądz powodują bąble, to trzeba zająć się tymi czynnikami a nie reagować stopami procentowymi. <i>Posen (2003), Posen (2006)</i>.</p>
<p>Polityka pieniężna Rezerwy Federalnej uwzględniała rozmiar bąbla spekulacyjnego na giełdzie i zwiększenie lewarowania w sektorze bankowym (te zmienne były istotne w oszacowanej regule Taylora). Również komunikacja Rezerwy Federalnej uwzględniała bąbel na giełdzie, czyli polityka reagowania na bąble spekulacyjne była prowadzona w praktyce w latach 1990 - 2003. Rezerwa Federalna w ten sposób „wykupiła niewielkie ubezpieczenie” od skutków pęknięcia bąbla, jest potrzebna debata czy nie było potrzebne dodatkowe ubezpieczenie. Banki centralne w Stanach Zjednoczonych, Wielkiej Brytanii i (w mniejszym stopniu w) Japonii reagują na zmiany cen na rynkach aktywów ponad to w jaki sposób te rynki wpływają na produkcję i inflację. <i>Cecchetti (2003), Chadha et al. (2004)</i>.</p>	<p>Polityka pieniężna nie zmieni oczekiwań inwestorów, którzy oczekują ponadnormalnych zwrotów w okresie narastania bąbla, o czym świadczy brak relacji rynków na wypowiedzi Rezerwy Federalnej odnoszących się do giełdy. <i>Posen (2006)</i>.</p>
<p>Kwadratowa funkcja straty oraz założenia o normalności rozkładów zmiennych są niewłaściwe w przypadku gdy pęka bąbel giełdowy lub mieszkaniowy (gdyż wtedy</p>	<p>Pęknięcie bąbla spekulacyjnego na rynku aktywów może wywołać poważne negatywne konsekwencje w gospodarce, jeżeli system finansowy jest słaby (zła jakość</p>

¹¹⁵ Filardo (2004) przedstawia dość plastyczny przykład dlaczego nie należy wywoływać ani wykorzystywać bąbli spekulacyjnych na rynkach aktywów. Jeżeli ktoś na krętej drodze w górach popsują się hamulce, to zrobi wszystko co może, użyje wszystkich swoich umiejętności, żeby mimo to bezpiecznie dojechać do celu. Nawet jeżeli okaże się, że kierowca posiada spore umiejętności radzenia sobie a takich sytuacjach, to nie oznacza, że powinien specjalnie aranżować kolejne ryzykowne przejażdżki nad przepaścią bez hamulców.

<p>skutki mogą być dużo bardziej negatywne), które też mają różne charakterystyki. Dlatego w ocenie tych zjawisk i koniecznej reakcji potrzebne jest podejście pozamodelowe, oparte na doświadczeniu i przeszłych epizodach. <i>Cecchetti (2006)</i>.</p>	<p>aktywów, niskie kapitały banków) a nadzór nieefektywny. Zatem właściwe dla radzenia sobie z bąblem są instrumenty nadzorcze. <i>Posen (2006)</i>.</p>
<p>Właściwa reakcja na bąbel zależy od jego specyfiki. Na przykład, jeżeli bąbel spekulacyjny ma taką charakterystykę, że prawdopodobieństwo jego samorzutnego pęknięcia w następnym okresie jest niewielkie, ale jednocześnie sam bąbel jest wrażliwy na stopy procentowe, to wówczas należy zacieśnić politykę pieniężną. Jeżeli z kolei bąbel może pęknąć w kolejnym okresie, ale jest mało wrażliwy na stopy procentowe, to należy obniżyć stopy procentowe żeby „zrobić miejsce” na spadek produkcji i inflacji po pęknięciu bąbla. <i>Gruen et al. (2005)</i>.</p>	
<p>Analityczne modele wskazują, że umieszczenie cen aktywów ponad ich wpływ na inflację i produkcję w funkcji reakcji polityki pieniężnej jest optymalne; Modele wskazują, że reakcja polityki pieniężnej na bąbel jest pożądana, nawet jeżeli jest niepewność co do charakteru bąbla i odnośnie do wpływu bąbla na gospodarkę; Jeżeli bąbel jest endogeniczny, to wówczas należy podjąć próbę jego przebicia, co jest możliwe bez drakońskich podwyżek stóp procentowych jak ilustrują przykłady bąbli na rynku nieruchomości w Wielkiej Brytanii, Australii i Nowej Zelandii. Rekomendacje żeby polityka pieniężna reagowała na pęknięcie bąbla, ale nie reagowała na jego narastanie są niespójne i nielogiczne, gdyż modele teoretyczne sugerują albo symetryczną reakcję albo jej brak. Asymetryczne decyzje mogą istotnie zaburzyć alokację zasobów tak że wzrosnie ryzyko powstania przyszłych bąbli i ewentualnych krachów gdy bąble pękają. <i>Roubini (2006)</i>.</p>	<p>Sprzątanie po pękniętej bańce może zwiększyć prawdopodobieństwo powstania kolejnej bańki spekulacyjnej, podczas gdy bańka pęknie sama, to wówczas prawdopodobieństwo ukształtowania się kolejnej bańki spekulacyjnej się obniża. <i>Posen (2003), Posen (2006)</i>.</p> <p>Asymetryczna reakcja polityki pieniężnej w reakcji na bąbel (nie przebijając, za to posprzątać) jest prawidłowa, bo ekspansje i kontrakcje w ramach cyklu są asymetryczne oraz system finansowy transmituje wstrząsy w sposób asymetryczny. <i>Posen (2006)</i>.</p>

Źródło: Różne opracowania i wystąpienia bankierów centralnych, argumenty zebrane przez autora.

Po lekturze tych argumentów i prac je przedstawiających każdy może spróbować sobie wyrobić pogląd która ze stron sporu ma rację, licząc „na sztuki” liczba argumentów po obu stronach jest zbliżona. Argumenty podnoszone przez każdą ze stron dotyczą przede wszystkim krajowych bąbli spekulacyjnych. Tytuł tej części książki to „polityka pieniężna w globalnej gospodarce” co oznacza, że argumenty z tabeli powinniśmy analizować przede wszystkim w kontekście globalnej gospodarki i największych nierównowag jakie powstały w historii gospodarczej świata, czyli globalnych nierównowag opisanych w drugiej części

niniejszej książki. Jak zatem powinna być prowadzona polityka pieniężna w krajach, które są głównymi interesariuszami¹¹⁶ problemu globalnych nierównowag.

W drugiej części niniejszej książki pokazano, że polityka niskich stóp procentowych w pierwszej połowie obecnej dekady prawdopodobnie przyczyniła się do zwiększenia skali globalnych nierównowag, co sugeruje, że globalne nierównowagi są bąblem endogenicznym (na który polityka pieniężna ma wpływ). Choć nawet co do tego istnieją kontrowersje, co ilustruje wystąpienie szefa Rezerwy Federalnej Bena Bernanke¹¹⁷.

Prezes Bernanke przedstawił możliwe diagnozy dotyczące źródeł utrzymywania się niskich stóp procentowych na rynku obligacji mimo czternastu podwyżek stopy referencyjnej banku centralnego. Wy tłumaczenia takiej sytuacji są co najmniej dwa. Jeżeli stopy długoterminowe utrzymują się bez zmian, a stopy krótkoterminowe rosną, to znaczy, że albo rynki pesymistycznie oceniają perspektywy wzrostu gospodarczego, albo obniża się premia za ryzyko związana ze stopami terminowymi, w tym przypadku może to być premia za ryzyko inflacyjne lub za ryzyko zmienności stóp realnych. Jeszcze innym wytłumaczeniem jest właśnie efekt globalnych nierównowag, czyli wynik dużych zakupów obligacji rządowych przez banki centralne Azji i kraje eksportujące ropę naftową. W zależności od tego, która hipoteza jest prawdziwa, różne są implikacje dla polityki pieniężnej. Jeżeli stopy długoterminowe się obniżają z powodu słabych perspektyw wzrostu, to należy obniżyć również obecne stopy krótkoterminowe, aby przeciwdziałać możliwej deflacji. Jeżeli jednak specyficzne czynniki związane z globalizacją lub spadkiem premii za ryzyko są przyczyną utrzymania się długoterminowych stóp procentowych na niskim poziomie, wówczas stopa krótkoterminowa powinna być wyższa, żeby osiągać odpowiednią restrykcyjność polityki pieniężnej wynikającą z całej krzywej dochodowości. Zdaniem prezesa Bernanke trudno jest ocenić, która hipoteza jest właściwa, więc banki centralne, podobnie jak dawniej żeglarze, powinny stosować dwie żelazne zasady: po pierwsze często określać swoją pozycję, po drugie używać tak wielu punktów orientacyjnych jak tylko się da. To oznacza, że szczególnie w sytuacji, gdy pojawiają się nowe zjawiska, czy silne zmiany strukturalne, polityka pieniężna nie może być opisana za pomocą kilku prostych wskaźników, jak na przykład inflacja i luka PKB w regule Taylora. Raczej decyzje w polityce pieniężnej powinny być wypadkową kompleksowej analizy bardzo wielu wskaźników i danych. Z wachlarza rozważanych hipotez widać, że szef Rezerwy Federalnej niekoniecznie akceptuje odpowiedzialność polityki

¹¹⁶ Ang. stakeholders

¹¹⁷ Zob. Bernanke (2006)

pieniężnej w Stanach Zjednoczonych za powstanie największego w historii bąbla na rynku nieruchomości, ale wskazuje na możliwość, że to inne czynniki, związane z globalizacją mogły mieć decydujący wpływ na obniżenie się poziomu długoterminowych stóp procentowych, a na takie czynniki jak globalizacja polityka pieniężna Rezerwy Federalnej albo w ogóle nie ma wpływu, albo jeżeli ma, to niewielki.

Jak widać problem reakcji polityki pieniężnej na bąble na rynkach aktywów staje się jeszcze bardziej skomplikowany, jeżeli analizuje się go w kontekście globalnej gospodarki. Konsensus odnośnie właściwych polityk gospodarczych które powinny być wprowadzone został przedstawiony w drugiej części książki. Jeżeli jednak założymy, że te pożądane zmiany nie nastąpią¹¹⁸, i że problem globalnych nierównowag będzie dalej narastał, to pytanie jak powinna być prowadzona polityka pieniężna w poszczególnych krajach i czy powinna być skoordynowana, pozostaje bardzo aktualne i wymaga dalszych badań.

W świetle dostępnych badań można stwierdzić, że obecne bąble na rynkach nieruchomości w krajach anglosaskich w pewien sposób były i są związane z niskimi stopami procentowymi, i przez to wymagają nieco wyższych długoterminowych stóp procentowych w celu ograniczenia skali narastania bąbli, niż byłoby to uzasadnione samym ryzykiem inflacyjnym. Jednak w warunkach utrzymującego się systemu Bretton Woods 2¹¹⁹ banki centralne mogą mieć kłopoty z wpływaniem na kształt krzywej dochodowości, długoterminowe stopy procentowe mogą utrzymywać się na niskich poziomach, co może oznaczać konieczność utrzymania krótkoterminowych stóp procentowych na poziomach wyższych niż uzasadnione wyłącznie ryzykiem inflacyjnym. Stwarza to pewne wyzwanie dla komunikacji banków centralnych, które w zdecydowanej większości przypadków tłumaczą swoje decyzje w języku bilansu ryzyk dla przyszłej inflacji. Wydaje się zasadne, żeby banki centralne w krajach interesariuszach globalnych nierównowag „wydłużyły horyzont decyzji i komunikacji” w polityce pieniężnej i również dostrzegały ryzyka inflacji/deflacji w długim okresie związane z bąblami na rynkach nieruchomości i ogólnie z globalnymi nierównowagami. To może być trudne, gdyż trzeba przekonać opinie publiczną, że pomimo niskiej inflacji trzeba utrzymywać

¹¹⁸ Warto przypomnieć, że otwartość gospodarek na przepływy kapitałowe działa pozytywnie na inflację między innymi poprzez dyscyplinujący efekt dla polityki pieniężnej, opisany w podrozdziale 3.1.4 na temat „nowego poglądu”. Niestety jak pokazano w pracy Tytell, Wei (2004) otwartość na przepływy kapitałowe nie działa dyscyplinująco na politykę fiskalną, a wręcz przeciwnie, gdyż napływ kapitału z zagranicy pozwalała prowadzić luźną politykę fiskalną dłużej, niż gdyby takiego napływu nie było. Zatem nie należy liczyć zbyt mocno na pomoc polityki fiskalnej w rozwiązaniu obecnego problemu globalnych nierównowag, chyba że pojawią się niespodziewane dochody jak w przypadku budżetu Stanów Zjednoczonych w 2006 roku.

¹¹⁹ Zob. drugą część książki gdzie znajduje się obszerny opis nieformalnego reżimu Bretton Woods 2.

niewiele wyższe stopy procentowe niż takie które byłyby spójne z realizacją średniookresowego celu inflacyjnego, żeby ograniczyć ryzyko ... deflacji w długim okresie.

Wydaje się również zasadne opracowanie „strategii wyjścia” co postuluje White (2006). To znaczy, że jeżeli podejmowane działania nie przyniosą skutku i problem globalnych nierównowag zostanie rozwiązany siłami rynku, co może oznaczać globalną recesję i deflację, to wówczas powinny istnieć z góry przygotowane skoordynowane działania rządów i banków centralnych. Te działania powinny przeciwdziałać utrwaleniu się tej sytuacji, co mogłoby mieć miejsce gdyby wprowadzono bariery protekcyjności w okresie negatywnych nastrojów społecznych wywołanych ewentualną globalną recesją. Nie są znane szczegóły poufnych spotkań poświęconych problemowi globalnych nierównowag, które są moderowane przez Międzynarodowy Fundusz Walutowy, a odbywają się nie w gronie G7, czy G20, tylko z udziałem pięciu „krajów”: Stanów Zjednoczonych, strefy euro (EBC i Komisja Europejska), Chin, Japonii i Arabii Saudyjskiej. Można mieć tylko nadzieję, że wypracowane rozwiązania będą brały pod uwagę opisywane powyżej aspekty reagowania za pomocą polityki pieniężnej i nadzorczej na bąble na rynkach aktywów.

Autor niniejszej książki zgadza się z oceną problemu „czy banki centralne powinny przekuć bąble na rynkach aktywów” zaprezentowaną przez wiceszefa Rezerwy Federalnej, Donalda Kohna¹²⁰, która zresztą była spójna z poglądami prezentowanymi przez byłego szefa Rezerwy Federalnej, w przemówieniu Greenspan (2005b). Według Kohn’a dwa podejścia są możliwe. W pierwszym, określanym jako konwencjonalna polityka pieniężna, bank centralny skupia się na stabilizowaniu inflacji, traktuje zmiany cen aktywów jako proces egzogeniczny i nie stara się w żaden sposób wpłynąć na ceny aktywów. Druga opcja, którą Kohn określił jako politykę dodatkowego działania¹²¹, pozwala na wybór pomiędzy odchyleniem się bieżącej inflacji od poziomu określanego jako stabilny w zamian za poprawę perspektyw osiągnięcia stabilności cen w przyszłości. Jednak polityka dodatkowego działania nie oznacza przebijania bąbli spekulacyjnych przez banki centralne, raczej oznacza „wykupienie” dodatkowego ubezpieczenia od możliwych negatywnych wstrząsów, które mogą nadejść w przyszłości. Według Kohn’a polityka dodatkowego działania może być prowadzona bardzo rzadko i tylko jeśli spełnione są trzy warunki:

¹²⁰ Zob. Kohn (2006).

¹²¹ Ang. extra action policy

- bank centralny musi być w stanie zidentyfikować bąble na rynku aktywów, na czas i z dużą dozą pewności co do poprawności wniosków analizy;
- musi istnieć wysokie prawdopodobieństwo, że nieco większe zacieśnienie polityki pieniężnej będzie w stanie powstrzymać aktywność spekulacyjną na danym rynku aktywów;
- oczekiwana poprawa przyszłej sytuacji gospodarczej wynikająca z mniejszego bąbla spekulacyjnego musi być znacząca i musi być wyższa niż koszty ponoszone przez gospodarkę w wyniku prowadzenia polityki dodatkowego działania.

Kohn był bardzo sceptyczny czy w wystarczający sposób można spełnić wszystkie trzy warunki, jednak nie wykluczył, że w przyszłości rozumienie procesów gospodarczych poprawi się na tyle, że polityka dodatkowego działania będzie w uzasadnionych przypadkach możliwa. Autor niniejszej książki też wyraża taką nadzieję, a olbrzymi postęp który się dokonuje w dziedzinie badań ekonomicznych prowadzonych między innymi przez banki centralne stwarza szansę, że w przyszłości banki będą potrafiły znacznie lepiej sobie radzić z bąblami spekulacyjnymi na rynkach aktywów.

Oczywiście poza stopami procentowymi i komunikacją, banki centralne w wielu krajach mają uprawnienia nadzorcze wobec sektora finansowego. Wiele prac cytowanych w tabeli XXX powyżej rekomenduje właśnie wykorzystanie polityki nadzorczej w celu ograniczania tempa narastania bąbla spekulacyjnego. Rola dobrej polityki nadzorczej jest nie do przecenienia¹²². Po pierwsze nawet jeżeli bąbel pęknie, to jeżeli dobrze nadzorowany sektor bankowy ma wysokiej jakości portfel kredytowy oraz wysokie kapitały, to negatywne skutki pęknięcia bąbla dla gospodarki będą ograniczone. Po drugie, w przypadku gdy pojawiają się oczekiwania ponadnormatywnych zysków, polityka nadzorcza może istotnie zmniejszyć opłacalność spekulacji, albo nawet ograniczyć skalę spekulacji, podczas gdy zmiana stóp procentowych tego celu nie osiągnie, chyba że jest bardzo duża, co może oznaczać recesję i

¹²² Na przykład nadzór bankowy w Polsce zaniepokojony, iż szybkie tempo wzrostu kredytów walutowych może w dalszej perspektywie prowadzić do pogorszenia jakości portfela kredytowego banków wydał w 2006 roku rekomendację, która ma prowadzić do ograniczenia tej dynamiki. Na ocenę skuteczności tej rekomendacji potrzeba co najmniej kilka kwartałów danych, ale można sobie tylko wyobrazić, jak drastyczna musiałaby być podwyżka krajowych stóp procentowych gdyby chciano tą drogą uzyskać podobny efekt. Ponieważ pożyczki są głównie we frankach szwajcarskich, rosnące krajowe stopy procentowe nie prowadziłyby do wzrostu kosztu kredytu (co więcej popyt na kredyt w walucie mógłby jeszcze wzrosnąć na skutek zwiększenia oprocentowania między złotym a frankiem szwajcarskim). Dlatego kanałem oddziaływania który ograniczałby popyt na kredyt walutowy musiałby być wolniejszy wzrost gospodarczy i wynikające z tego wzrost bezrobocia, który ograniczyłby zdolność kredytową gospodarstw domowych. Nic dziwnego, że używanie polityki stopy procentowej do powyższych celów kiedyś porównano do zrzucenia bomby atomowej, podczas gdy polityka nadzorcza odpowiada odpaleniu precyzyjnie kierowanej rakiety.

scenariusz gorszy niż ten który wynikałby z pęknięcia bąbla. Po trzecie, polityka nadzorcza może być lepiej skoncentrowana na „chorym organie” i nie powodować efektów ubocznych, a polityka stóp procentowych nie ma takich możliwości.

Na koniec warto dodać, że polityka nadzorcza staje przed coraz nowymi wyzwaniami wynikającymi z szybko postępującej globalizacji rynków finansowych. W szczególności dotyczy to bardzo silnego wzrostu aktywności funduszy arbitrażowych, co do których struktury ryzyka bardzo mało wiadomo, oraz silnego wzrostu obrotów na rynkach pochodnych instrumentów kredytowych, co powoduje bardzo duże zatory w rozliczaniu transakcji instrumentami pochodnymi. Nadzorcy na głównych rynkach już podjęli odpowiednie kroki, czego przykładem są działania brytyjskiej FSA, która powołała specjalną jednostkę do monitorowania funduszy arbitrażowych i prowadzi regularne ankiety w bankach inwestycyjnych finansujących działania funduszy arbitrażowych w celu analizy ewentualnych koncentracji ryzyka lub nadmiernego lewarowania. Korzyści z funkcjonowania tych rynków są bardzo pozytywne w długim okresie, dla inwestorów pojawiają się nowe możliwości inwestycyjne i możliwości zabezpieczenia przez ryzykiem, system finansowy staje się przez to bardziej stabilny. Jednak w krótkim okresie ryzyka związane z szybko postępującą globalizacją rynków finansowych wydają się wysokie i wymagają dalszych stanowczych działań regulatorów na głównych rynkach finansowych.

4.4. Wnioski

W rozdziale czwartym zostały omówione pokrótce konsekwencje globalizacji rynków finansowych dla polityki pieniężnej z dokładnym omówieniem jednego, bardzo istotnego wątku, czyli jak powinna reagować polityka pieniężna na bąble na rynkach aktywów w warunkach niskiej inflacji CPI. Już na lokalnych rynkach to pytanie prowadziło do bardzo złożonej dyskusji i do sprzecznych rekomendacji. W globalnej gospodarce i na globalnym rynku finansowym te zależności jeszcze bardziej się komplikują. Według doniesień prasowych oczekiwany spadek cen nieruchomości w niektórych regionach Wielkiej Brytanii nie nastąpił, bo imigranci wynajmują i wykupują mieszkania, w tym dużą rolę odgrywają polscy imigranci. Długoterminowe stopy procentowe w Stanach Zjednoczonych mogą nie rosnąć mimo podwyżek stóp przez Rezerwę Federalną ponieważ utrzymuje się nieformalny system Bretton Woods 2. Krzywa dochodowości w Wielkiej Brytanii jest odwrócona nie dlatego, że rynki finansowe oczekują recesji, tylko dlatego że utrzymuje się wysoki popyt na

aktywa brytyjskie z instytucji publicznych lokujących aktywa rezerwowe lub przychody z ropy w tym kraju¹²³.

Takie przykłady można mnożyć, w odniesieniu do transgranicznych fuzji i przejęć, w kontekście zmian powodujących, że kraje rozwijające stają się nie tylko biorcami, ale także źródłem dużych zagranicznych inwestycji bezpośrednich. Innymi słowy nawet jeżeli polityka pieniężna w danym kraju podejmie działania mające na celu ograniczenie narastania bąbla spekulacyjnego, to działalność podmiotów z innych krajów, niewrażliwych na politykę pieniężną w danym kraju (na przykład przez to, że lewarowanie ma miejsce w walucie innego kraju, której oprocentowanie nie rośnie) może powodować, że bąbel dalej będzie rósł. Dlatego wydaje się nieuniknione, że w przyszłości radzenie sobie z problemem istotnych nierównowag na rynkach aktywów będzie wymagał skoordynowanego działania kilku banków centralnych. O tym pokrótce mówi rozdział 5.

5. Globalny bank centralny

Dyskusja na temat globalnego banku centralnego jest jeszcze w zarodku, ale zdaniem autora niniejszej książki ta dyskusja nabierze rozmachu w kolejnych latach, gdy okaże się, że rozwiązanie wielu problemów wymaga koordynacji polityki pieniężnej między największymi krajami (globalna stabilność cen, w sytuacji gdy inflacja staje się coraz bardziej globalna, globalne nierównowagi, globalne statystyki). W niniejszym rozdziale zostaną przedstawione najważniejsze wątki tej dyskusji oraz pogląd autora na temat zmian, które jego zdaniem w najbliższych dekadach będą miały miejsce w polityce pieniężnej.

Jednak wcześniej autor musi zaznaczyć, że istnieją bardzo odmienne poglądy odnośnie do roli procesu globalizacji w kształtowaniu przyszłej polityki pieniężnej. Na przykład prezes Banku Anglii, Mervin King, którego autor książki bardzo ceni, w niedawnym wystąpieniu stwierdził, że „inflacja jest produkowana w kraju”, oraz że inflacja może być kontrolowana przez bank centralny, bo to bank centralny decyduje o ilości pieniądza w gospodarce¹²⁴, a inflacja jest zjawiskiem pieniężnym.

Niektórzy inni bankierzy centralni i ekonomiści prawdopodobnie popierają taką optykę widzenia inflacji, jednak „materiał dowodowy” przedstawiony w tej książce powinien skłonić nawet największych sceptyków globalizacji do zadania sobie pytania, czy opisywane procesy

¹²³ Według danych Banku Rozliczeń Międzynarodowych w ostatnich kwartałach banki centralne, w tym Narodowy Bank Polski, istotnie zwiększyły udział funta brytyjskiego w rezerwach.

¹²⁴ King (2006c)

nie są na tyle silne, że wizja krajowej inflacji wywołanej nadmiarem pieniądza wymaga przynajmniej uzupełnienia. Autor niniejszej książki uważa, że jeśli nawet pieniądz wróci do modeli inflacji, to stanie się to tylko na krótki okres, gdyż już niedługo okaże się, że w świetle gwałtownie rosnącej globalizacji różnych rynków, krajowe statystyki pieniądza staną się ułomne. Te wnioski są zresztą już teraz potwierdzone przez badania pokazujące, że globalna podaż pieniądza ma wpływ na globalną inflację, podczas gdy taka relacja nie zachodzi w przypadku poszczególnych krajów¹²⁵. Żaden bank centralny nie kontroluje globalnej podaży pieniądza, natomiast łącznie największe banki centralne mogą kontrolować globalną płynność, jeżeli skoordynują swoje działania.

Idea koordynacji polityki pieniężnej i powstania globalnego banku centralnego w przyszłości jest już obecna w literaturze. Na przykład największy fundusz obligacji świata (nie licząc banków centralnych Chin i Japonii) PIMCO tak argumentował zmianę tytułu swojej publikacji z *Fed Focus* na *Global Central Bank Focus* w maju 2006 roku:

„Kiedy ta publikacja ukazała się po raz pierwszy Fed Focus był naturalnym tytułem. Po siedmiu latach pod znakiem globalizacji ten tytuł stał się archaiczny. Podczas gdy Fed ciągle jest custodianem¹²⁶ globalnej waluty rezerwowej, polityka Fed-u nie jest jedyną słówką mieszającą w drinku globalnej płynności. Polityka innych banków centralnych, w krajach rozwiniętych i rozwijających się ma potężny wpływ na globalne warunki finansowe. [...]. Dlatego nadszedł czas aby odzwierciedlić rzeczywistość w tytule tej publikacji: Global Central Bank Focus”¹²⁷.

Idea globalnego banku centralnego i jednej globalnej waluty była negatywnie oceniona w artykule Rogoff (2001), ale jednocześnie autor zwracał uwagę na ewentualne korzyści z koordynacji działań, oraz że docelowo powinno pozostać co najmniej kilka głównych walut. Główny argument przeciwko wspólnej walucie jest u Rogoff’a plastycznie opowiedziany za pomocą historii o żebraku i zupie z gwoździa w kontekście wprowadzenia euro. Żebrak próbując zaspokoić głód przekonuje farmera, że potrafi ugotować zupę z gwoździa. Jednak w trakcie mieszania mówi jak zupa zyska na smaku gdy doda się trochę pora. Potem przekonuje gospodarza do dodania selera, marchwi, kurczaka i innych dodatków. Potem żebrak wyjmuje magiczny gwóźdź i rzeczywiście, zupa jest wspaniała. Zdaniem Rogoff’a euro jest takim magicznym gwoździem, ale bez wielu innych dodatków (elastyczny rynek pracy, elastyczny

¹²⁵ Nie ma stabilnej relacji między pieniądzem a inflacją w okresach istotnych z punktu widzenia polityki pieniężnej. Benati (2006) pokazuje, że jest silna zależność w ramach cykli 30-letnich lub 8-30 letnich.

¹²⁶ Custody oznacza usługi polegające na przechowywaniu, księgowaniu i rozliczaniu papierów wartościowych.

¹²⁷ Zob. PIMCO (2006).

rynek produktów, dobra polityka fiskalna) nie powstanie dobra zupa, czyli dobrze funkcjonujący wspólny obszar walutowy w Europie. Jak na razie fiasko negocjacji w sprawie liberalizacji handlu w ramach rundy Doha, decyzje blokujące sprzedaż amerykańskich przedsiębiorstw inwestorom z Zatoki Perskiej lub z Chin, brak pełnej liberalizacji rynku usług w Unii Europejskiej, te wszystkie fakty ilustrują, że w globalnym garnku poza „ewentualnym magicznym gwoździem” nie ma zbyt wiele składników dobrej zupy. Te i inne argumenty powinny ograniczyć dążenia do powstania jednej globalnej waluty i jednego globalnego banku centralnego, w szczególności:

- nie ma odpowiednika w postaci globalnego rządu i globalnego parlamentu;
- problemy polityczne mogłyby uniemożliwić wybór globalnych bankierów centralnych, szczególnie takich, którzy przykładają dużą wagę do stabilności cen.

Niektóre z tych zastrzeżeń się potwierdziły, na przykład do tej pory EBC nie publikuje wyników głosowań, obawiając się presji na członków Rady Zarządzającej w swoich krajach pochodzenia w przypadku podjęcia decyzji optymalnej dla strefy euro, ale niekoniecznie optymalnej dla danego kraju. Ponadto jak pokazano w pracy Buitera (2006) EBC jest mocno uwikłany w spory z politykami na temat polityki fiskalnej i strukturalnej. Można oczekiwać, że powstanie globalnego banku centralnego z podobnym mandatem jak EBC prowadziłyby do jeszcze głębszych konfliktów.

Pomimo tych wątpliwości wiele innych najnowszych prac analizuje politykę pieniężną w globalnym kontekście. Literatura tego nurtu jest bardzo bogata i jej omówienie wykracza poza zakres niniejszej książki, warto jednak zwrócić uwagę na kilka najnowszych prac, które zresztą zawierają syntezę wcześniejszej literatury. Na przykład w pracy Bullard, Singh (2006) wykorzystano otwartą wersję modelu neo-keynsofskiego. W zamkniętej wersji tego modelu w pracy Clarina, Gali, Gertler (2000) pokazano, że zła polityka pieniężna, w szczególności zbyt słaba reakcja na niespodzianki inflacyjne, była powodem dużej zmienności produkcji obserwowanej w latach 1970-tych. Bullard i Singh badają, jak wzajemnie wpływają na siebie polityki pieniężne w różnych krajach i jakie warunki muszą być spełnione aby zaistniała stabilna, globalna równowaga. W szczególności autorzy pokazują, że jeżeli bank centralny w jednym z dużych krajów prowadzi politykę istotnie niespójną z globalną równowagą¹²⁸, to inny duży bank centralny nie może tak zmienić parametrów swojej polityki pieniężnej by osiągnąć globalną równowagę i każdy z krajów jest skazany na dużą zmienność produkcji.

¹²⁸ Przykładem takiej niespójnej polityki są gwałtowne reakcje stóp procentowych na zmiany prognoz inflacji, lub zbyt małe reakcje na te zmiany.

Jedynym wyjściem jest przekonanie drugiego kraju, prowadzącego złą politykę pieniężną do jej zmiany. Innymi słowy nawet jeżeli każdy z dużych krajów prowadzi politykę pieniężną spójną z równowagą w swojej gospodarce, taktowanej jako gospodarka zamknięta, to łącznie te polityki mogą prowadzić do globalnej niestabilności. Autorzy szacują, że tak było w istocie i są przykłady krajów które prowadziły politykę pieniężną niespójną z globalną równowagą, przyczyniając się do wzrostu zmienności produkcji odczuwalnej we wszystkich krajach. Na podstawie badań teoretycznych i empirycznych autorzy wysuwają wniosek, że korzyści z globalnej koordynacji polityki pieniężnej są bardzo duże.

Z kolei w pracy Benigno, Benigno (2006) pokazano w jaki sposób wprowadzić optymalną współpracę gdy każdy z krajów stosuje strategię bezpośredniego celu inflacyjnego. Natomiast w pracy Liu, Pappa (2006) pokazano, że korzyści z międzynarodowej koordynacji polityki pieniężnej są tym większe, im większe są różnice w strukturze poszczególnych dużych gospodarek odnośnie od udziału dóbr podlegających i nie podlegających wymianie handlowej w PKB, gdyż wtedy można uzyskać takie term-of-trade które są korzystniejsze dla kraju z większym udziałem wymiany handlowej w PKB. Te wyniki mogą być szczególnie istotne w sytuacji, gdy kraje lub obszary rozwinięte mają nieduży udział handlu w PKB, a kraje rozwijające się, takie jak Chiny kilkukrotnie większy.

Artykuł Ehrmann, Fratzcher (2006) analizuje w jaki sposób propagują się wstrząsy na globalnych rynkach finansowych na przykładzie nieoczekiwanej zmiany stóp procentowych przez Rezerwę Federalną, chociaż artykuł konkluduje, że mechanizm dla innych wstrząsów działa podobnie. Okazuje się, że silniej reagują rynki akcji w krajach, które są bardziej otwarte na wymianę międzynarodową i bardziej otwarte na przepływ kapitału, natomiast stopień powiązań handlowych ze Stanami Zjednoczonymi nie ma znaczenia. Jeżeli oczekujemy, że proces globalizacji będzie się dalej pogłębiał, że udział handlu międzynarodowego i ponadgranicznych zobowiązań finansowych w globalnym PKB będzie dalej rósł, to będzie oznaczało wzmocnienie siły transmisji wstrząsów w jednej dużej gospodarce na inne rynki. To pokazuje, że autonomiczne decyzje polityki pieniężnej w jednym dużym kraju mogą być silnie, a nawet coraz silniej, odczuwalne w postaci zmienności rynków finansowych w innych krajach, dużych i małych. To jest dodatkowy argument wskazujący na konieczność koordynacji działań w polityce pieniężnej przyszłości pomiędzy dużymi krajami. Sami Ehrmann i Fratzcher twierdzą, że w świetle ich badań wstrząsy makroekonomiczne w Stanach Zjednoczonych nie są wstrząsami idiosynkratycznymi, dotyczącymi gospodarki amerykańskiej, ale są szokami globalnymi, które wpływają

jednocześnie na prawie wszystkie rynki. To oznacza, że rynki finansowe oferują słabe możliwości dywersyfikacji ryzyka związanego z takimi wstrząsami.

Ten krótki i bynajmniej niekompletny przegląd najnowszej literatury na temat koordynacji polityki pieniężnej wskazuje, że o ile z przyczyn politycznych¹²⁹ instytucja globalnego banku centralnego może nie zostać wdrożona w kilku najbliższych dekadach, o tyle forum koordynacji polityki pieniężnej powinno powstać. Dotyczy to w szczególności banków centralnych, których decyzje mogą mieć globalne konsekwencje, czyli obecnie Rezerwy Federalnej, EBC, Ludowego Banku Chin i Banku Japonii (kolejność nieprzypadkowa). W nieodległej przyszłości do tej grupy może dołączyć ewentualnie bank centralny zatoki perskiej, o ile zgodnie z planem w 2010 roku powstanie wspólna waluta w pięciu krajach tego regionu¹³⁰.

Trwają również prace nad integracją azjatyckich rynków finansowych i postaniem wspólnej waluty krajów ASEAN plus Japonia, Chiny, Korea. To zdaniem autora będzie prowadziło do dyskusji, czy bankowość centralna nie stanie się globalna, gdzie polityka pieniężna będzie delegowana do trzech banków centralnych: Rezerwy Federalnej, Europejskiego Banku Centralnego (dla 27 krajów strefy euro) i Banku Centralnego Azji (który prawdopodobnie powstanie jeżeli powstanie wspólna waluta azjatycka), zaś inne banki centralne będą miały znacznie mniejszą rolę, czuwania nad coraz mniej istotnymi krajowymi komponentami inflacji. Być może za 20-30 lat decyzje w polityce pieniężnej będą zapadały w sposób skoordynowany, na przykład podczas spotkań władz wszystkich trzech banków, a być może jeszcze później powstanie globalny bank centralny, nie tylko ze względu globalny charakter inflacji, ale również ze względu na globalny charakter zaburzeń na rynkach finansowych¹³¹ i globalny charakter nierównowag opisywanych w drugiej części tej książki. To oczywiście tylko jeden z możliwych scenariuszy, bo równie dobrze możemy wyobrazić sobie gwałtowny wzrost protekcjonizmu i zahamowanie procesu globalizacji, gdyż już doświadczyliśmy wzrostu protekcjonizmu i załamania handlu międzynarodowego w latach 1914-1950. Czas pokaże który ze scenariuszy się zrealizuje, ale już teraz z dużym prawdopodobieństwem można stwierdzić, że polityka pieniężna XXI wieku będzie prowadzona zupełnie inaczej niż polityka pieniężna w XX wieku.

¹²⁹ Inna przeszkodą może być kwestia podziału renty emisyjnej.

¹³⁰ Zob. Rybiński (2006c)

¹³¹ Zob. Sławiński (2006).

6. Refleksje i wnioski dla polskiej polityki pieniężnej.

Z przeprowadzonej analizy współczesnej polityki pieniężnej w globalnej gospodarce wynika szereg wniosków dla polskiej polityki pieniężnej. Zostały one podzielone na trzy grupy: komunikacja, transparentność i pozostałe.

6.1. Komunikacja

Jakość komunikacji NBP, pomimo istotnej poprawy w ostatnich latach ciągle negatywnie odbiega od standardów przyjętych przez najlepsze banki centralne.

- Po pierwsze, jak wynika z pracy Rozkrut et al. (2006) komunikacja RPP w latach 2001-2004 na temat perspektyw polityki pieniężnej i oceny sytuacji gospodarczej była systematycznie obciążona w kierunku zapowiadanych podwyżek (lub braku obniżek) stóp i w kierunku zbyt optymistycznej sytuacji gospodarczej. To obciążenie, które szczególnie dotyczy prezesa NBP, utrudnia zarządzanie oczekiwaniami rynków finansowych, które muszą się nauczyć jak to obciążenie wygląda i odpowiednio korygować otrzymywane sygnały. Komentarze analityków rynków finansowych wielokrotnie zwracały uwagę na rażące rozminiecie się decyzji RPP, z treścią komunikatu, na który wpływ prezesa NBP jest znacznie większy niż na decyzję. Było to szczególnie widoczne w kilku okresach gdy prezes NBP nie był w stanie przekonać Rady do swojej wizji prowadzenia polityki pieniężnej, to wówczas swoje odmienne zdanie akcentował poprzez „jastrzębi” komunikat i określenie na konferencji prasowej, że „ukształtowała się taka większość w radzie ...”. Takie zachowania są niezgodne z dobrymi praktykami, które zobowiązują przewodniczącego ciała kolegialnego do reprezentowania poglądu większości, nawet jeżeli się z nim nie zgadza. Taki konflikt jak między prezesem NBP a większością w Radzie Polityki Pieniężnej w ciągu ostatnich trzech lat jest precedensowy w historii polityki pieniężnej¹³² i będzie wymagał wielu badań i analiz po odtajnieniu protokółów z posiedzeń RPP. Jednak już dzisiaj można stwierdzić, że olbrzymi postęp w jakości polityki pieniężnej można będzie uzyskać, jeżeli nowy prezes NBP, który zostanie nominowany w styczniu 2007 roku zaakceptuje dobre praktyki działania ciała kolegialnego;

¹³² W okresie od lipca 2004 do lutego 2006 prezes NBP przegrał 5 głosowań próbując podnieść lub niedopuszczając do obniżenia stóp procentowych, i 7 głosowań w sprawie zmiany nastawienia w polityce pieniężnej na bardziej restrykcyjne. Taka sytuacja nigdy nie miała miejsca w żadnym banku centralnym (przynajmniej nie jest publicznie znana).

- Po drugie, Narodowy Bank Polski powinien śladem innych dobrych banków centralnych opracować strategię komunikacji. Na przykład, w ramach tej strategii powinno się identyfikować sytuacje, w których oczekiwania rynków finansowych rozmiągają się z intencjami większości członków RPP dotyczących przyszłych zmian stóp procentowych i wtedy te oczekiwania powinny być korygowane za pomocą wystąpień publicznych członków RPP lub Zarządu NBP;
- Po trzecie, NBP jest rzadkim przypadkiem banku centralnego, który nie stosuje dobrych praktyk w zakresie wystąpień publicznych członków swoich ciał decyzyjnych. Dobre praktyki oznaczają, że każde wystąpienie jest przygotowane na piśmie i jest wieszane na stronie internetowej banku centralnego w momencie wygłaszania wystąpienia, tak żeby zgodnie z zasadą równego dostępu do informacji mogli z nim się zapoznać wszyscy uczestnicy rynków finansowych i całe otoczenie zewnętrzne, a nie tylko uczestnicy danego seminarium lub konferencji. Taka praktyka zmniejsza również ryzyko, że media mogły źle zrozumieć intencje prelegenta i przedstawić źle wybrane fragmenty, gdyż dostępne jest całe przemówienie. Przemówienia banków centralnych coraz częściej są mini-artykułami popularno-naukowymi i pełnią również ważną funkcję edukacyjną.
- Po czwarte, rola projekcji w komunikacji polityki pieniężnej NBP uległa ewolucji w niedobrym kierunku. Projekcja stopniowo powinna stawać się projekcją Rady, a bilans ryzyk dla przyszłej inflacji powinien coraz bardziej odzwierciedlać poglądy Rady odnośnie głównych czynników, które mogą inflację odchylić w dół lub w górę od najbardziej prawdopodobnej ścieżki. Tymczasem zmiany które zaszły, prowadzą raczej do odseparowania projekcji od Rady. Uważni obserwatorzy komunikacji NBP zauważyli, że jest istotny dysonans między obszernie opisanym bilansem ryzyk w części czwartej Raportu o inflacji, na który Rada nie ma wpływu, a krótkim akapitem z bilansem ryzyk w komunikacie po Radzie, który musi zostać uzgodniony ze wszystkimi członkami Rady. Te tendencje powinny ulec odwróceniu i NBP powinien dążyć do modelu w którym projekcja inflacji stopniowo staje się projekcją Rady, gdyż taki model pozwala na skuteczną komunikację polityki pieniężnej. Wówczas projekcja mogłaby stać jedną z głównych przesłanek decyzyjnych RPP, a nie tylko jedną z przesłanek. Jeżeli ten stan nie byłby możliwy do osiągnięcia, to jako minimum należałoby dążyć to tego, żeby bilans ryzyk czynników nieuwzględnionych w modelu był bilansem ryzyk Rady (lub jej większości), co powinno zmniejszyć niespójność

między opisem bilansu ryzyk w rozdziale czwartym Raportu o inflacji a podjętą decyzją w miesiącach, w których jest publikowana projekcja.

- Po piąte, jak przedstawiono w tabeli XXX poniżej, w ciągu ostatnich ośmiu lat nastąpiła ewolucja w treści i formie komunikatów, która nie zawsze przebiegała w pożądanym kierunku. Na początku komunikaty nie zawierały zbyt bogatej argumentacji ekonomicznej, potem w komunikatach pojawiło się nastawienie, które informowało rynki o możliwym kierunku zmian stóp procentowych, ale które zostało zdefiniowane dopiero przez kolejną Radę w 2004 roku. W pewnym okresie nastąpiło bardzo silne uwypuklenie roli finansów publicznych w argumentacji Rady, co zapewne było jednym z czynników które skłoniły autorów pracy Jonas, Mishkin (2005) do stwierdzenia, że Rada stosowała prowadziła zbyt restrykcyjną politykę pieniężną w celu wymuszenia odpowiednich zmian w polityce fiskalnej. Jednocześnie kształt komunikatów się zmienił, składały się z kilku części, z czego jedna mówiła o czynnikach ograniczających presję inflacyjną, a pozostałe w większości o czynnikach prowadzących do wzrostu presji inflacyjnej, przy czym sytuacja w finansach publicznych była zawsze obecna wśród czynników presji inflacyjnej. Kształt komunikatów potwierdza obciążenie w komunikacji NBP w latach 2001-2004 w kierunku zbyt wysokiego ryzyka inflacyjnego, wykazane w pracy Rozkrut et al. (2006). W okresie do połowy 2004 roku komunikaty nie zawierały żadnego bilansu ryzyk, więc analitycy w znacznym stopniu ignorowali treść komunikatu i posługiwali się nastawieniem w celu formułowania oczekiwań dotyczących przyszłych zmian stóp procentowych, lub liczyli „liczbę kropek” w komunikacie wskazujących na wzrost lub na spadek inflacji. Dopiero w trakcie 2004 roku, wraz z publikacją projekcji inflacji komunikaty przyjęły formę, w ramach której opisywano dylematy decyzyjne uzależnione od przyszłej sytuacji gospodarczej, co ilustrują przykłady z 2005 roku w tabeli poniżej. Niestety w 2006 roku znowu nastąpił powrót do komunikatów, które zawierały głównie informacje statystyczne, nawet ocena perspektyw inflacji względem projekcji ograniczała się tylko do stwierdzenia „inflacja w średnim okresie może ukształtować się na wyższym poziomie niż oceniano na poprzednim posiedzeniu”, bez argumentacji ekonomicznej i bez odniesienia się do właśnie co opublikowanej projekcji. W świetle powyższej dyskusji wskazany wydaje się powrót do takiego kształtu i treści komunikatów, które opisują perspektywy inflacji, bilans

ryzyk dla tych perspektyw, wraz z opisem dylematów decyzyjnych. Nadzy też odejść od obecnej w 2006 roku praktyki „zasypywania” komunikatów liczbami.

Tabela XXX. Zmiany w formule komunikatów Rady Polityki Pieniężnej

Komunikat RPP 25 lutego 1998.

1. 21 i 25 lutego br. odbyły się posiedzenia Rady Polityki Pieniężnej poświęcone realizacji polityki pieniężnej w 1998 roku. Rada uznała, iż podstawowym problemem jest nadal kontrola wzrostu popytu wewnętrznego potrzebna dla realizacji zakładanego na bieżący rok celu inflacyjnego w postaci wzrostu cen konsumpcyjnych nie przekraczającego 9,5%

2. Kierując się tymi przesłankami Rada podjęła następujące decyzje. a) utrzymane zostają na niezmiennym poziomie podstawowe stopy procentowe NBP; tj. stopa redyskontowa 24,5%, lombardowa 27% b) podstawową zasadą operacji otwartego rynku jest prowadzenie operacji 28-dniowych ze stopą procentową nie niższą niż 24%.

3. Narodowy Bank Polski przy współdziałaniu Ministra Finansów i Ministra Gospodarki zdecydował, że: a) zmniejszone zostaje miesięczne tempo dewaluacji złotego względem koszyka walut obcych z ok. 1 % do 0,8%; b) poszerzone zostaje pasmo dopuszczalnych odchyłeń kursu średniego złotego od parytetu centralnego z +/- 7% do +/- 10% .

4. Decyzje powyższe wchodzi w życie od czwartku, 26 lutego 1998 r., z wyjątkiem decyzji o utrzymaniu podstawowych stóp procentowych NBP, która to decyzja weszła w życie z dniem 25.02.1998r.

Komunikat RPP 2 grudnia 2000.

(...)

Biorąc pod uwagę aktualną sytuację inflacyjną Rada Polityki Pieniężnej postanowiła zmienić nastawienie w polityce pieniężnej z restrykcyjnego na neutralne, co oznacza zmniejszenie prawdopodobieństwa podwyższenia nominalnych stóp procentowych.

(...)

Komunikat RPP 28 listopada 2001.

(...)

Rada Polityki Pieniężnej pragnie jednocześnie podkreślić, że w 2001 r. dokonała już łącznych obniżek stóp procentowych o 7,5 punktu procentowego. Minimalna stopa rentowności 28-dniowych operacji otwartego rynku została obniżona z 19% do 11,5%, stopa redyskontowa weksli z 21,5% do 14%, a stopa kredytu lombardowego z 23% do 15,5%. Pełne skutki tych obniżek jeszcze się nie ujawniły.

Jednocześnie utrzymuje się poważna niepewność co do sytuacji w sektorze finansów publicznych w latach 2002 i 2003, wpływu podatku od dochodów z oszczędności na skłonność do oszczędzania, skali niezbędnych reform strukturalnych jakie zostaną przeprowadzone.

Trudno oczekiwać, aby ta niepewność została rozproszona w najbliższym czasie. Obydwa czynniki: duża skala dokonanych w 2001 r. łącznych obniżek stóp procentowych NBP i niepełne ujawnienie się ich skutków oraz utrzymywanie się ważnych źródeł niepewności będzie stanowić zasadniczą przesłankę dla dalszych decyzji Rady Polityki Pieniężnej.

(...)

Komunikat RPP

I. Utrzymują się czynniki ograniczające przyszłą inflację:

(...)

II. Umacniają się trendy wzrostowe w gospodarce, stopniowo zwiększające presję inflacyjną. Jednakże w ocenie Rady nie będzie ona jeszcze zagrażała realizacji celu inflacyjnego w 2004 r.:

(...)

III. Rada podtrzymuje opinię wyrażoną w poprzednim komunikacie, że czynnikiem możliwej presji inflacyjnej jest:

(...)

IV. Wśród innych czynników możliwej presji inflacyjnej są:

(...)

Rada utrzymuje neutralne nastawienie w polityce pieniężnej.

(...)

Komunikat RPP 25 luty 2005.

(...)

W ocenie Rady od kilku miesięcy następowała zmiana bilansu ryzyk dla przyszłej inflacji, która doprowadziła do tego, że obecnie bilans ten może kształtować się korzystniej niż przedstawiono w lutowej projekcji. Dotychczasowa skala umocnienia złotego była bowiem większa niż uwzględniono w projekcji, a dynamika cen żywności może obniżyć się szybciej niż założono. Rada dostrzega jednak niepewność dotyczącą między innymi kształtowania się cen ropy i kursu złotego.

W związku z tym Rada przyjęła łagodne nastawienie w polityce pieniężnej.

(...)

Komunikat RPP 29 czerwca 2005.

(...)

Dane ekonomiczne, które napłynęły od publikacji majowego *Raportu* wskazują, że tempo wzrostu gospodarczego w 2005 r. może być istotnie niższe niż oczekiwano. Obserwowane spowolnienie wzrostu gospodarczego ma prawdopodobnie charakter przejściowy. Trudno jest jednak obecnie ocenić, jak długo potrwa okres niższego wzrostu. Dane napływające w najbliższych miesiącach powinny umożliwić lepszą ocenę skali oczekiwanej poprawy aktywności gospodarczej i w konsekwencji określić, jaka powinna być skala i okres dostosowania w polityce pieniężnej.

(...)

Komunikat RPP 27 września 2006.

(...)

Aktualne dane pozwalają oceniać, że w III kw. 2006 r. inflacja bieżąca i inflacja netto ukształtują się na poziomie wyższym od przewidywanego w lipcowej projekcji. Tym samym inflacja bieżąca znajdzie się w pobliżu dolnej granicy przedziału odchyłeń od celu inflacyjnego. Napływające informacje odnoszące się do czynników średniookresowych sygnalizują, że inflacja w 2007 r. może ukształtować się na wyższym poziomie od przewidywanego w lipcowej projekcji. Pełniejsza ocena perspektyw inflacji zostanie dokonana na posiedzeniu w październiku 2006 r. po zapoznaniu się z nową projekcją inflacji.

(...)

Komunikat RPP 25 października 2006.

(...)

Aktualne dane potwierdziły, że w III kw. 2006 r. inflacja bieżąca i inflacja netto ukształtowały się na poziomie wyższym od przewidywanego w lipcowej projekcji. Tym samym inflacja bieżąca znalazła się w pobliżu dolnej granicy przedziału odchyłeń od celu inflacyjnego. Nowe dane oraz październikowa projekcja inflacji sygnalizują, że inflacja w średnim okresie może ukształtować się na wyższym poziomie niż oceniano na poprzednim posiedzeniu.

(...)

6.2. Transparentność

W dziedzinie transparentności, albo jak mówią puryści językowi – przejrzystości – w NBP został dokonany znaczny postęp. Jeszcze w 2003 roku NBP nie publikował projekcji inflacji jako jedyny z banków centralnych prowadzących politykę bezpośredniego celu inflacyjnego, zaś raporty o inflacji bardzo obszerne, przeładowane faktami i publikowane z ponad półrocznym opóźnieniem, więc prawie nikt ich nie czytał. Ta sytuacja uległa radykalnej poprawie w 2004 roku, gdy w sierpniu została opublikowana pierwsza projekcja a raporty o inflacji zostały doprowadzone do postaci zgodnej z dobrymi praktykami. Niestety w 2006 roku ponownie nastąpiło pogorszenie jeśli chodzi o transparentność prowadzenia polityki pieniężnej. Chociaż formalnie i projekcja i raport jest cztery razy w roku, to formuła projekcji – „odejście” projekcji od Rady – oraz powrót treści i raportów do standardów sprzed 2004 roku (długie¹³³, przeładowane liczbami, nie zawierające dobrego opisu głównych dylematów decyzyjnych) obniżają faktyczną transparentność i jakość komunikacji polityki pieniężnej.

Dlatego konieczny wydaje się powrót do dobrych praktyk odnośnie projekcji i formuły raportu o inflacji, oraz warto rozważyć wprowadzenie *minutes* po posiedzeniach RPP. Publikacja *minutes* zgodnie z przyjętymi standardami, czyli dwa tygodnie po posiedzeniu Rady wymaga zmiany ustawy o NBP, co zawsze wiąże się z pewnym stresem, czy przy okazji politycy nie „wrzuca” czegoś do ustawy o NBP.

Dopiero przywrócenie dobrych standardów transparentności umożliwi posuwanie się do przodu, czyli na przykład publikację wykresu wachlarzowego przyszłych stóp procentowych zgodnego ze scenariuszami rozważanymi przez Radę.

6.3. Jakie inne zmiany w polskiej polityce pieniężnej powinny mieć miejsce w związku z procesami globalizacji

Zmiany dotyczące komunikacji i transparentności są konieczne bez względu na postępujący proces globalizacji, ale są jeszcze bardziej palące gdy globalizacja postępuje. Sam proces globalizacji wymaga ponadto wdrożenia szeregu innych zmian:

¹³³ Na przykład raport o inflacji za 2001 rok miał 157 stron i ukazał się maju 2002 roku. Raport o inflacji za 2003 rok miał już tylko 84 strony. W listopadzie 2004 roku liczba stron raportu obniżyła się do 66 mimo zamieszczenia dodatkowego rozdziału o projekcji, i taka liczba stron była utrzymana do sierpnia 2005 roku. Potem liczba stron stopniowo rosła, tak że raport z października 2006 roku miał ponownie 97 stron, w tym rozdział o projekcji, na który Rada nie ma wpływu, rozrósł się z 7 stron w listopadzie 2004 do 27 stron w październiku 2006.

- NBP powinien znacznie więcej czasu poświęcać na analizę i dyskusję globalnej sytuacji gospodarczej i finansowej, odpowiednim zmianom powinna ulec struktura departamentów zajmujących się tymi zagadnieniami;
- NBP powinien śladem EBC lub Riksbanku budować sieć ekonomistów krajowych i zagranicznych wokół banku centralnego, gdyż to może znacząco poprawić jakość badań oraz prowadzić do większej liczby publikacji pracowników NBP w międzynarodowych recenzowanych pismach ekonomicznych, co buduje reputację naukową każdego banku centralnego. Dobrym przykładem takiej współpracy jest umowa między NBP a Uniwersytetem Warszawskim, w ramach której najlepsi polscy matematycy finansowi pomogą w opracowaniu metod inwestowania rezerw dewizowych, tak aby zwiększyć ich dochodowość w ramach akceptowanego budżetu ryzyka;
- NBP powinien skupić się na prowadzeniu dobrej polityki pieniężnej i dbaniu o stabilność systemu finansowego (oraz na innych działaniach operacyjnych) i stopniowo wycofać się z aktywnej debaty na temat polityki strukturalnej czy fiskalnej, w duchu wniosków z pracy Buitera (2006). Polska jest jednym z nielicznych krajów w których miały miejsce ataki na niezależność NBP w ostatnich kilku latach, łącznie z próbami zmiany ustawy. Zdaniem autora część winy za ten stan rzeczy leży po stronie polityki pieniężnej oraz wynika z faktu, że NBP jest zbyt aktywny w dyskusjach o innych politykach i zbyt mało czasu poświęca na tłumaczenie własnej polityki pieniężnej. Na przykład znaczny procent corocznego wystąpienia prezesa NBP w Sejmie w ostatnich latach był poświęcony krytyce polityki fiskalnej i strukturalnej, zamiast skupić się na wyjaśnieniu jak była prowadzona polityka pieniężna. Zdaniem autora, zmiany wymaga zapis ustawy, który zobowiązuje Radę do wydania opinii o budżecie państwa, gdyż taka opinia jeszcze nigdy nie skutkowałą podjęciem żadnych działań naprawczych, a jest zalążkiem możliwych konfliktów między rządem a bankiem centralnym. Podobnie NBP powinien opiniować tylko te akty prawne, które mają bezpośredni związek z działalnością NBP.
- NBP powinien podjąć szerszą współpracę badawczą z innymi bankami centralnymi w celu wymiany danych, informacji i prowadzenia wspólnych badań. W strukturze badań NBP dominuje podejście polsko-centriczne, podczas gdy znaczenie tych badań jest bardzo ograniczone jeżeli nie ma odpowiedniego kontekstu międzynarodowego.

- Ponieważ krajowa luka PKB ma coraz mniejsze znaczenie dla procesów inflacyjnych, chociaż jak prezentuje artykuł Chmielewski, Kot (2006) można ten związek utrzymać dla pewnej części inflacji, a znaczenia nabiera przenoszenie wstrząsów poprzez globalizujące się rynki finansowe, NBP powinien znacznie więcej środków i czasu poświęcić na monitorowanie międzynarodowych rynków finansowych. Aby to skutecznie czynić, trzeba być aktywnym na rynku (co nie oznacza prowadzenia interwencji walutowych), trzeba utrzymywać kontakty z bankami inwestycyjnymi i funduszami arbitrażowymi inwestującymi w regionie. Można także rozważyć, śladem innych banków centralnych, prowadzenie regularnych ankiet wśród aktywnych uczestników rynku w celu oceny sentymentu na rynkach finansowych, globalnie i w regionie.
- NBP powinien otworzyć się na możliwość zatrudnienia ekonomistów w innych krajów, co powinno pozwolić na wzmocnienie potencjału badawczego, szczególnie w dziedzinach które mogą mieć duże znaczenie w przyszłości, a w których nie ma odpowiedniego kapitału intelektualnego zgromadzonego w banku.
- NBP powinien więcej czasu i środków poświęcić analizie „miękkich danych”, w celu wczesnego identyfikowania zmian strukturalnych, co w szczególności powinno dotyczyć rynku pracy;
- NBP powinien w procesie modelowania inflacji uwzględniać najnowszy dorobek, w tym wykorzystywać modele najnowszej generacji DSGE oraz uwzględniać fakt, że inflacja staje się coraz bardziej globalna.

Jak widać istnieje wiele obszarów poprawy w sposobie prowadzenia i komunikowania polityki pieniężnej w Polsce. Te zmiany nie powinny czekać, bo przeprowadzona w tej książce analiza wskazuje, że po okresie „wielkiego uspokojenia” być może czeka nas okres „wzmoczonej czujności” w polityce pieniężnej.

* * *

Bibliografia

- Adam K., Billi R. (2006) "Monetary Conservatism and Fiscal Policy", ECB Working Paper No 663, lipiec 2006.
- Amato J., Morris S., Shin H. (2003) "Communication and monetary policy", BIS Working Papers, No. 123, 2003.
- Bacchetta P., van Wincoop E. (2002). "Why Do Consumer Prices React Less Than Import Prices to Exchange Rates?" NBER Working Paper 9352, listopad 2002.
- Barro R., Gordon D. (1983) "A Positive Theory of Monetary Policy in A Natural Rate Model", Journal of Political Economy, 91, 1983.
- Basker E. (2005) "Selling a Cheaper Mousetrap: Wal-Mart's Effect on Retail Prices", mimeo, 2005.
- Basker E., Hoang Van P. (2005) "Putting a Smiley Face on the Dragon: Wal-Mart as Catalyst to U.S.-China Trade", University of Missouri Working Paper, październik 2005.
- Battini N., Breuer P., Kochhar K., Roger S. (2006) "Inflation Targeting and the IMF", raport przygotowany przez Międzynarodowy Fundusz Walutowy, marzec 2006.
- Benati L. (2006) „UM monetary regimes and macroeconomic stylised facts”, Bank of England Working Paper no. 290, marzec 2006.
- Benigno G., Benigno P. (2006) "Implementing International Monetary Cooperation Through Inflation Targeting", wkrótce zostanie opublikowany w Macroeconomic Dynamics, 2006.
- Bernanke B. (2002): "Asset-price 'bubbles' and monetary policy", speech before the New York Chapter of the National Association for Business Economics, 15 październik 2002.
- Bernanke B. (2004) "The Great Moderation". Wystąpienie na spotkaniu Eastern Economic Association, Washington DC, 20 luty 2004.
- Bernanke B. (2006) "Reflections on the Yield Curve and Monetary Policy", Remarks by Chairman Ben S. Bernanke Before the Economic Club of New York, 20 marzec 2006.
- Bernanke B., Gertler M. (1999): "Monetary policy and asset price volatility", in New challenges for monetary policy, a symposium sponsored by the Federal Reserve Bank of Kansas City, Jackson Hole, Wyoming, 26-29 sierpnia 1999.
- Bernanke B., Gertler M. (2001): "Should central banks respond to movements in asset prices?", American Economic Review, May 2001.
- Bernanke B., Laubach T., Mishkin F., Posen A. (2001) "Inflation Targeting: Lessons from International Experience", Princeton University Press, 2001.

Bernanke B., Reinhart V., Sack B. (2004) "Monetary Policy Alternatives at the Zero Bound" An Empirical Assessment", Board of Governors Finance and Economics Discussion Paper No. 2004-48.

BIS (2006) "BIS Quarterly Review. International banking and financial markets development", marzec 2006.

Blinder A. (1997) "What Central Bankers Can Learn from Academics - and Vice-Versa", Journal of Economic Perspectives, 11(2), 1997.

Blinder A. (1998) "Central Banking in Theory and Practice", MIT Press, 1998.

Blinder A. (2006) "Monetary Policy Today: Sixteen Questions and about Twelve Answers", artykuł zaprezentowany na konferencji Banco de Espana "Central Banks in the 21st Century", Madryt, 8-9 czerwca 2006.

Blinder A., Reis R. (2005). "Understanding the Greenspan Standard," in The Greenspan Era: Lessons for the Future, Federal Reserve Bank of Kansas City symposium, Jackson Hole, Wyoming, 25-27 sierpnia 2005.

Bordo M. (2003) "Stock Market Crashes, Productivity, Boom Busts and Recessions: Some Historical Evidence, Rutgers University, niepublikowany manuskrypt..

Bordo M., Jeanne O. (2002), "Boom-Bust in Asset Prices, Economic Instability, and Monetary Policy," NBER Working Paper No. 8966, czerwiec 2002.

Bordo M., Filardo A. (2005) "Deflation in a historical perspective", BIS Working Papers No 186, listopad 2005.

Borio C., Lowe P.(2002) "Asset Prices, Financial and Monetary Stability: Exploring the Nexus," BIS Working Paper No. 114, lipiec 2002.

Borio C., Filardo A. (2005) "Globalisation and inflation: New cross-country evidence on the global determinants of domestic inflation", artykuł zaprezentowany podczas spotkania ekonomistów banków centralnych, BIS, październik 2005.

Borio C., Filardo A. (2006) "Globalisation and inflation: New cross-country evidence on the global determinants of domestic inflation", artykuł zaprezentowany na konferencji NBP/CEPR/ESI "Globalisation and Monetary Policy", Warszawa 1-2 września 2006.

Buiter W. (2006) "How Robust is the New Conventional Wisdom in Monetary Policy? The surprising fragility of the theoretical foundations of inflation targeting and central bank independence", artykuł zaprezentowany podczas 2006 Central Bank Governors' Symposium Challenges to Monetary Theory", at the Bank of England, 23 czerwca 2006.

Bullard J., Singh A. (2006) "Worldwide Macroeconomic Stability and Monetary Policy Rules", Federal Reserve Bank of St. Louis Working Paper 2006-040A, czerwiec 2006.

Campa J-M., Goldberg L.(2006) "Distribution Margins, Imported Inputs, and the Sensitivity of the CPI to Exchange Rates" NBER Working Paper 12121, marzec 2006.

Cecchetti S. (2003) "What the FOMC Says and Does When the Stock Market Booms", artykuł zaprezentowany na konferencji Banku Rezerw Australii Asset Prices and Monetary Policy, Sydney 18-19 sierpnia 2003.

Cecchetti S., Genberg H., Lipsky J., Wadhvani S. (2000) "Asset Prices and Central Bank Policy", Geneva Report on the Global Economy.

Cecchetti S., Genberg H., Wadhvani S. (2003) "Asset prices in a flexible inflation targeting framework", in W Hunter, G Kaufman, M Pomerleano (eds), Asset price bubbles: the implications for monetary, regulatory, and international policies, Cambridge: MIT Press, 2003.

Cecchetti S. (2006) "Measuring the Macroeconomic Risks Posed by Asset Price Booms", NBER Working Papers 12542, wrzesień 2006.

Cecchetti S., Debelle G. (2005) "Has the inflation process changed?", BIS Working Papers No 185, listopad 2005.

Cecchetti S., Flores-Lagunes A., Krause S. (2005) "Assessing the Sources of Changes in the Volatility of Real Growth", NBER Working Paper No 11946, styczeń 2006.

Chadha J., Sarno L., Valente G. (2004) "Monetary Policy Rules, Asset Prices, and Exchange Rates", IMF Staff Papers Vol. 51, No. 3, International Monetary Fund 2004.

Chen N., Imbs J., Scott A. (2004) "Competition, Globalization and the Decline of Inflation", CEPR Discussion Paper, No. 4695, 2004.

Chmielewski T., Kot A. (2006) "Impact of globalization? Changes in the MTM in Poland", artykuł zaprezentowany na konferencji 59th East Jour Fixe Narodowego Banku Austrii, 12 września 2006.

Christiano L., Motto R., Rostagno M. (2006) "Monetary Policy and Stock Market Boom-Bust Cycles", artykuł zaprezentowany na konferencji Europejskiego Banku Centralnego „Fourth Central Banking Conference”, 9-10 listopada 2006.

Ciccarelli M., Mojon B. (2005) "Global Inflation", Documentos de Trabajo del Banco Central de Chile, grudzień 2005.

Corsetti G., Dedola L., Leduc S. (2005) "DSGE Models of High Exchange-Rate Volatility and Low Pass-Through", Board of Governors of the Federal Reserve System International Finance Discussion Papers Number 845, listopad 2005.

Cowen D. et al. (2006) „Financial Integration in Asia: Recent Developments and Next Steps”, IMF Working Paper WP/06/196, sierpień 2006.

Crujisen C., Demertzis M. (2005) "The Impact of Central Bank Transparency on Inflation Expectations", artykuł zaprezentowany na konferencji NBP "Central Bank Transparency and Communication: Implications for Monetary Policy", 2-3 czerwca 2005., artykuł przyjęty do publikacji w European Journal of Political Economy (2006).

Cukiermann A. (2005) "Central Bank Independence and Policy Results: Theory and Evidence", wystąpienie podczas International Conference on: "Stability and Economic Growth: The Role of the Central Bank", Mexico City, 14-15 listopada 2005.

Cukierman A. (2006) "Central Bank Independence and Monetary Policymaking Institutions: Past, Present and Future", Central Bank of Chile Working Paper No. 360, kwiecień 2006.

Denis C. et al. (2006) „Globalisation: Trends, Issues and Macro Implications for the EU”, praca zbiorowa służb Komisji Europejskiej, lipiec 2006.

De Soto H. (2000) "The Mystery of Capital: Why Capitalism Triumphs in the West and Fails Everywhere Else", Basic Books; New York, 2000.

Eggertsson, G., Woodford M. "The Zero Bound on Interest Rates and Optimal Monetary Policy," Brookings Papers on Economic Activity, 2003:1.

Eggertson G. (2004) "The Deflation Bias and Committing to Being Responsible", Journal of Money, Credit and Banking, przyjęte do druku, 2006.

Eijffinger S., Geraats P., Cruijssen C. (2006) "Does Central Bank Transparency Reduce Interest Rates", CEPR Discussion Paper DP5526, marzec 2006.

Ehrmann M., Fratzscher M. (2006) "Global Financial Transmission of Monetary Policy Shocks", ECB Working Paper No 616, kwiecień 2006.

Feldstein M., Horioka C. (1980) "*Domestic Savings and International Capital Flows*", Economic Journal, czerwiec 1980.

Feldstein M. (2005) "*Monetary Policy in a Changing International Environment: The Role of Capital Flows*", NBER Working Paper 11856, grudzień 2005.

Feyzioglu T., Willard L. (2006) "Does Inflation In China Affect the United States and Japan", IMF Working Paper, WP/06/36, luty 2006.

Fic T. et al (2005) "Model polskiej gospodarki ECMOD", Materiały i Studia No. 36, NBP, październik 2005.

Filardo A. (2004) "Monetary policy and asset price bubbles: calibrating the monetary policy trade-offs", BIS Working Papers No 155, czerwiec 2004.

Fisher R. (2006) "Globalization's Impact on U.S. Growth and Inflation", Remarks before the Dallas Assembly Dallas, 22 maj 2006

Frankel J. (2006) "What Do Economists Mean by Globalization? Implications for Inflation and Monetary Policy", artykuł zaprezentowany na Academic Consultants Meeting, 28 wrzesnia 2006.

Friedman B. (2006) "The Greenspan Era: Discretion, Rather Than Rules", NBER Working Paper 12118, marzec 2006.

- Furman J. (2005) "Wal-Mart: A Progressive Success Story", New York University Working Paper, listopad 2005.
- Galati G., Melick W. (2006) "The evolving inflation process: an overview", BIS Working Papers no 196, luty 2006.
- Geithner T. (2006) „Policy Implications of Global Imbalances”, Remarks at the Global Financial Imbalances Conference at Chattam House, London, styczeń 2006.
- Geraats P. (2005) „The Mystique of Central Bank Speak”, University of Cambridge mimeo, październik 2005.
- Gieve J. (2006) "Hedge Funds and Financial Stability", speech by deputy Governor of the Bank of England Sir John Gieve at the HEDGE 2006 Conference, 17 października 2006.
- Goodfriend M. (1984) "Monetary Mystique: Secrecy and Central Banking", Working Paper 85-7, Federal Bank of Richmond, sierpień 1985.
- Gordon R. (1982) "Inflation, Flexible Exchange Rates and the Natural Rate of Unemployment", w pracy Baily M. (ed) "Workers, Jobs and Inflation", Waszyngton, DC, Brooking Institution, 1982.
- Gordon R. (1997) "The Time-Varying NAIRU and Its Implications for Economic Policy", Journal of Economic Perspectives, 11, 1997.
- Gordon R. (1998) "Foundations of Goldilocks Economy: Supply Shocks and the Time-Varying NAIRU", Brookings Papers of Economic Activity, 2, 1998.
- Gordon R. (2006) "The Boskin Commission Report: A Retrospective One Decade Later", NBER Working Paper 12311, czerwiec 2006.
- Greenspan A. (2005a) "Globalisation", remarks given at the Council of Foreign Relations, New York, 10 Marca 2005.
- Greenspan A. (2005b) "Economic Flexibility", Remarks to the National Association for Business Economics Annual Meeting, Chicago, Illinois, 27 września 2005.
- Greider W. (1987) "Secrets of the Temple: How the Federal Reserve Runs the Country", Touchstone, Simon & Schuster Inc., New York, 1987.
- Grossman G., Helpman E. (1991a) "Innovation and Growth in the Global Economy", MIT Press: Cambridge, 1991.
- Grossman, Helpman (1991b) "Trade, Knowledge Spillovers, and Growth," European Economic Review 35, no. 2-3, kwiecień 1991.
- Gruen D., Plumb M., Stone A.(2006) How Should Monetary Policy Respond to Asset Price Bubbles?, International Journal of Central Banking, December 2005.

Helbling T., Bayoumi T. (2003) "Are they all in the same boat? The 2000-1 growth slowdown under the G-7 business linkages," IMF Working Paper, 2003.

Holland T. (1969) "Operation Twist and the Movement of Interest Rates and Related Economic Time Series", International Economic Review, październik 1969.

Issing O., Gaspar V., Tristani O., Vestin D. (2005) "Imperfect Knowledge and Monetary Policy", Cambridge University Press, 2005.

Jonas J., Mishkin F. (2005) "Inflation Targeting in Transition Economies: Experience and Prospects", in: Bernanke B., Woodford M. (Eds.), The Inflation Targeting Debate. The University of Chicago Press. Chicago. 2005.

Kamin S., Marazzi M., Schindler J. (2004) „Is China Exporting Deflation?“, Board of Governors of the Federal Reserve System International Finance Discussion Papers Number 791, styczeń 2004.

King M. (1995) „Changes in UK Monetary Policy: Rules and Discretion In Practice”, artykuł zaprezentowany podczas konferencji zorganizowanej przez Swiss National Bank pt. „Rules versus Discretion in Monetary Policy”, Gerzensee, 15-19 marca 1995.

King M. (2006a), Speech At Dinner for Kent Business Contacts in Conjunction with the Kent Messenger Group/Kent Business, styczeń 2006.

King M. (2006b) „The danger of inflating expectations”, wystąpienie prezesa Banku Anglii podczas konferencji EBC zorganizowanej dla uczczenia Otmara Issinga "Monetary policy: a journey from theory to practice", Frankfurt 16-17 marca 2006.

King M. (2006c) Speech at the Great Hall, Winchester, 10 października 2006.

Kohn D. (2005a) „Central Bank Communication”, Remarks by Governor Donald L. Kohn At the Annual Meeting of the American Economic Association, Philadelphia, Pennsylvania, 9 stycznia 2005.

Kohn D. (2005b) "Globalization, Inflation, and Monetary Policy", Remarks by Governor Donald L. Kohn At the James R. Wilson Lecture Series, The College of Wooster, Wooster, Ohio, 11 października 2005

Kohn D. (2006) "Remarks by Donald Kohn at Monetary Policy: A Journey from Theory to Practice, An ECB Colloquium held in honor of Otmar Issing", 16 marzec 2006.

Kokoszcyński R. (2004) „Współczesna polityka pieniężna w Polsce”, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2004.

Kydland F., Prescott E. (1977) "Rules Rather Than Indiscretion: The Inconsistency of Optimal Plans", Journal of Political Economy, LXXXV, czerwiec 1977.

Liu Z., Pappa E. (2006) "Gains from International Monetary Policy Coordination. Does It Pay to Be Different?", ECB Working Paper No. 514, sierpień 2006.

Lomax R. (2006), Remarks at the Global Financial Imbalances Conference at Chatham House, London, styczeń 2006.

Lucas R. (2006) „Central banking, is science replacing art?”, wystąpienie panelowe podczas konferencji EBC zorganizowanej dla uczczenia Otmara Issinga “Monetary policy: a journey from theory to practice”, Frankfurt 16-17 marca 2006.

Lucas R. and Sargent T. (1978) “After Keynesian Macroeconomics,” in After the Phillips Curve: Persistence of High Inflation and High Unemployment, Conference Series No. 19, Federal Reserve Bank of Boston, 1978.

Melick W., Galati G. (2006) “The evolving inflation process: an overview”, BIS Working Papers No 196, luty 2006

Meltzer A (2003) “Rational and nonrational bubbles”, in W. Hunter, G. Kaufman and M. Pomerleano (eds), Asset price bubbles: the implications for monetary, regulatory, and international policies, Cambridge: MIT Press, 2003.

Miller M., Weller P., Zhang L. (2002) “Moral Hazard and the U.S. Stock Market: Analyzing the Greenspan Put”. Economic Journal 112, 2002.

MFW (2000) “Asset Prices and Business Cycle,” World Economic Outlook, Washington, D.C., maj 2000.

MFW (2003) “ Growth and Institutions,” World Economic Outlook, Washington, D.C., kwiecień 2003..

MFW (2006a) „*World Economic Outlook*”, Międzynarodowy Fundusz Walutowy, kwiecień 2006.

MFW (2006b) „*World Economic Outlook*”, Międzynarodowy Fundusz Walutowy, wrzesień 2006.

Mishkin F. (2004) “Can Central Bank Transparency Go Too Far?”, NBER Working Paper 10829, październik 2004.

Mishkin F. (2006) “THE NEXT GREAT GLOBALIZATION: How Disadvantaged Nations Can Harness Their Financial Systems to Get Rich”, wersja robocza książki, lity 2006.

Mishkin F.. White E. (2002) “U.S. stock market crashes and their aftermath: implications for monetary policy”, NBER Working Paper No 8992, 2002..

Mishkin F., Westelius N. (2006) “Inflation Targeting and Optimal Inflation Contracts”, NBER Working Paper 12384, lipiec 2006.

Moskow M. (2002) „Seven Lessons from Real Life”, Remarks by Michael Moskow, President and CEO, Federal Reserve Bank of Chicago at Kellogg School of Management EMP Graduation Ceremony, 7 grudnia 2002.

Mumtaz H., Surico P. (2006) „Evolving International Inflation Dynamic: World and Country Specific Factors”, artykuł zaprezentowany na konferencji NBP/CEPR/ESI “Globalisation and Monetary Policy”, Warszawa 1-2 września 2006.

NBP (2006) “Globalizacja – kanały oddziaływania na inflację. Przegląd literatury empirycznej”, niepublikowana notatka Departamentu Analiz Makroekonomicznych i Strukturalnych NBP, 2006.

Ogawa, E., Shimizu J. (2005) „AMU Deviation Indicator for Coordinated Exchange Rate Policies in East Asia,” RIETI Discussion Paper, 05-E-017, 2005

Orłowski L., Rybiński K. (2005) „Implications of ERM2 for Poland’s Monetary Policy”, William Davidson Institute Working Paper Number 802, grudzień 2005,

Perrson T., Tabellini G. (1994) “Designing Institutions for Monetary Stability”, Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy 39, 1994.

Piger J., Rashe R. (2006) “ Inflation: Do Expectations Trump the Gap?”, Federal Reserve Bank of St. Louis Working Paper 2006-013A.

PIMCO (2006) “Global Central Bank Focus”, maj 2006.

Poole W. (2005) “How Predictable is Fed Policy”, wystąpienie Prezesa Banku Rezerwy Federalnej w St. Louis, Uniwersytet Waszyngtona w Seattle, 4 października 2005.

Posen A. (2003) “It Takes More Than a Bubble to Become Japan”, in Asset Prices and Monetary Policy, (ed.) Anthony Richards. Reserve Bank of Australia, 2003.

Posen A. (2006) “Why Central Banks Should Not Burst Bubbles”, Institute for International Economics Working Paper WP 06-1, styczeń 2006.

RAND (2006) „The Global Technology Revolution 2020, In-Depth Analyses. Bio/Nano/Materials/Information Trends, Drivers, Barriers and Social Implications”, Technocal Report, RAND National Security Research Division, Santa Monica, California, 2006.

Roberts J. (2005) “The evolving inflation process”, artykuł zaprezentowany podczas the BIS Autumn Economists’ Meeting, Bazylea, 27-28 październik 2005.

Rogoff K. (1985) „The Optimal Degree of Commitment to an Intermediate Monetary Target”, The Quarterly Journal of Economics, Vol. 100, No. 4, listopad 1985.

Rogoff K. (2001) “On Why Not a Global Currency”, artykuł zaprezentowany podczas American Economic Association Meeting session on Exchange Rates and Choice of Monetary Regimes, 8 stycznia 2001.

Rogoff K. (2003) “ Globalization and Global Disinflation”, artykuł zaprezentowany na seminarium Banku Rezerwy Federalnej w Kasas City, Jackson Hole, 2003.

- Romer D. (1993) "Openness and Inflation: Theory and Evidence," Quarterly Journal of Economics, 108, no.4, listopad 1993.
- Roubini N. (2006) "Why Central Banks Should Burst Bubbles?", NYU Stern School of Business mimeo, styczeń 2006, zostanie opublikowany w International Finance 9 no 1 (2006)
- Rozkrut M. Rybiński K., Sztaba L., Szwaja R. (2006) „Quest for Central Bank Communication. Does It Pay to Be Talkative?”, artykuł zaprezentowany podczas The 61st International Atlantic Economic Conference, Berlin, 15-19 marzec 2006, artykuł przyjęty do publikacji w European Journal of Political Economy (2007).
- Rybinski K. (2000) „Poland Sets the Zloty Free. What floating its currency means for the country between now and EU accession”, Wall Street Journal Europe, 14-15 kwietnia 2000.
- Rybiński K. (2006a) “Globalizacja a polityka pieniężna”, Studia Regionalne i Lokalne, Numer 2 (24), 2006.
- Rybiński K. (2006b) „Globalizacja a rynki finansowe”, wystąpienie wiceprezesa Narodowego Banku Polskiego, cykl seminariów Koła Naukowego Rynku Kapitałowego Index i Katedry Rynku Kapitałowego, Akademia Ekonomiczna w Krakowie, www.rybinski.eu, 20 kwietnia 2006.
- Rybński K. (2006c) „Waluty globalne – wprowadzenie do dyskusji”, wystąpienie wiceprezesa Narodowego Banku Polskiego w panelu dyskusyjnym Klubu Dziennikarzy Biznesowych i Polskiego Towarzystwa Ekonomicznego, www.rybinski.eu, 21 września 2006.
- Sargent T. (1999) “The Conquest of American Inflation”, Princeton, New Jersey: Princeton University Press, 1999.
- Sekine T. (2006) “Time-varying exchange rate pass-through: experiences of some industrial countries”, BIS Working Papers No 202, marzec 2006.
- Shiller R. (2006) “Asset Prices, Monetary Policy and Bank Regulation”, artykuł zaprezentowany podczas Chicago Federal Reserve Conference on Bank Structure, 19 maj 2006.
- Sims C., Zha T. (2005) “Were There Regime Switches in U.S. Monetary Policy”, American Economic Review.
- Sibert A. (2006) „Is Central Bank Transparency Desirable?”, CEPR Discussion Paper DP5641, kwiecień 2006.
- Sławiński A. (2006a) “Rynki finansowe”, PWE, Warszawa 2006.
- Sławiński A. (2006b) “Rola inwestorów instytucjonalnych, banków i funduszy arbitrażowych w rozwoju globalnego rynku finansowego”, referat na konferencję Współczesne problemy finansów międzynarodowych, Kolegium Gospodarki Światowej, SGH, 17 listopada 2006.
- Söderlind P. (2004) “What if the Fed had been an inflation nutter?”, Applied Economics, Volume 36, Number 13, 2004.

Stock J., Watson M. (2004) "Has the Business Cycle Changed?", in Federal Reserve Bank of Kansas City Monetary and Uncertainty: Adapting to a Changing Economy, Papers and Proceedings of 2003 Jackson Hole Conference.

Stock J., Watson M. (2005) "Has inflation become harder to forecast?", wkrótce ukaże się w Journal of Money Credit and Banking.

Svensson L. (1997) "Optimal Inflation Targets, 'Conservative' Central Banker and Linear Inflation Contracts", American Economic Review, 87, 1997.

Svensson L. (2005) "Optimal Inflation Targeting: Further Developments of Inflation Targeting", artykuł zaprezentowany na konferencji Banku Centralnego Chile "Monetary Policy under Inflation Targeting", 20-21 października 2005.

Svensson L. (2006) "The Instrument-Rate Projection under Inflation Targeting: The Norwegian Example", artykuł zaprezentowany za konferencji "Stability and Economic Growth: The Role of the Central Bank" zorganizowanej przez Banco de Mexico, 14-15 listopada 2005. Wersja zmodyfikowana w sierpniu 2006.

Taylor J. (1993) "Discretion versus Policy Rules in Practice," Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy 39, 1993.

Taylor J (ed) (1999) "Monetary Policy Rules", NBER Business Cycle Series, University of Chicago Press, 1999.

Trichet J-C. (2006) "Why money has a vital role in monetary policymaking", Financial Times, 8 listopada 2006.

Tootell G. (1998) "Globalization and U.S. Inflation", New England Economic Review, lipiec/sierpień 1998.

Tytell I., Wei S-J. (2004) "Does Financial Globalization Induce Better Macroeconomic Policies?" "IMF working paper WP/04/84, 2004.

UNCTAD (2006) "World Investment Report. FDI from Developing and Transition Economies: Implications for Development", United Nations, New York and Geneva, 2006

Walsh C. (1995a) "Optimal Contracts for Central Bankers", The American Economic Review, Vol. 85, No. 1, marzec 1995.

Walsh C. (1995b) „Is New Zealand's Reserve Bank Act of 1989 an Optimal Bank Contract?", Journal of Money Credit and Banking, Vol. 27, No. 4, listopad 1995.

White R. (2006) „Is Price Stability Enough?", BIS Working Papers No 205, kwiecień 2006.

Wojtyna A. (2004) „Szkice o polityce pieniężnej”, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa, 2004.

Wojtyna A. (2006) „Paradoks wiarygodności”, Rzeczpospolita, 28 kwietnia 2006.

Woodford M. (2003) „Interest and Prices”, Princeton University Press, 2003.

Woodford M. (2005) „Central Bank Communication and Policy Effectiveness”, NBER Working Paper No. 11898, grudzień 2005.

Yellen J. (2006) “Monetary Policy in a Global Environment”, Federal Reserve Bank of San Francisco President's Speech Speech at The Euro and the Dollar in a Globalized Economy Conference U.C. Santa Cruz, 27 maja 2006.

Zarnowitz V. (1992) “Business cycles: theory, history, indicators and forecasting”, Chicago: University of Chicago Press, 1992.