

MATERIAŁY I STUDIA

Zeszyt nr 211

Czy stabilność cen wystarcza

William R. White

Warszawa, listopad 2006 r.

Jest to nieoficjalne tłumaczenie wykonane przez Narodowy Bank Polski za zgodą Banku Rozliczeń Międzynarodowych w Bazylei w Szwajcarii. Pierwotna wersja artykułu była opublikowana w kwietniu 2006 r. przez Bank Rozliczeń Międzynarodowych jako zeszyt 205 pod tytułem „Is price stability enough?” (c) Bank Rozliczeń Międzynarodowych 2006. Wszelkie prawa zastrzeżone. Części tekstu tej publikacji mogą być przetwarzane pod warunkiem podania źródła.

Przetłumaczył:

Marek Rozkrut

Projekt graficzny:

Oliwka s.c.

Skład i druk:

Drukarnia NBP

Wydał:

Narodowy Bank Polski
Departament Komunikacji Społecznej
00-919 Warszawa, ul. Świętokrzyska 11/21
tel. (22) 653 23 35, fax (22) 653 13 21

© Copyright Narodowy Bank Polski, 2006

Materiały i Studia rozprowadzane są bezpłatnie.

Dostępne są również na stronie internetowej NBP: <http://www.nbp.pl>

Spis treści

Streszczenie	4
1. Wprowadzenie	5
2. Odchylenia od stabilności cen: czy koszty są przeszacowane?	7
3. Utrzymanie stabilności cen: czy korzyści są przeszacowane?	12
3.1. Tradycyjne ograniczenia: wzrost gospodarczy i kurs walutowy	12
3.2. Nowe ograniczenia: majątek trwały, zadłużenie i stabilność finansowa	13
<i>Lekcja z historii gospodarczej</i>	13
<i>Lekcja z historii myśli ekonomicznej</i>	15
<i>Dlaczego historia może wciąż mieć znaczenie</i>	15
4. Ocena obecnego systemu polityki pieniężnej	18
4.1. Powszechny sposób prowadzenia współczesnej polityki pieniężnej	18
4.2. Argumenty za utrzymaniem status quo	19
4.3. Argumenty za zmianami	20
<i>Ograniczona reakcja polityki pieniężnej w warunkach wzrostu optymizmu</i>	20
<i>Asymetryczne łagodzenie polityki pieniężnej w warunkach spowolnienia wzrostu</i>	21
<i>Korzystne wstrząsy popytowe</i>	22
<i>Skumulowane efekty w warunkach powszechnie prowadzonej polityki pieniężnej</i>	23
5. Jak może wyglądać nowa polityka pieniężna?	25
Bibliografia	27

Streszczenie

W gospodarkach rozwiniętych nikt nie powinien dzisiaj kwestionować pokaźnych korzyści związanych z obniżeniem inflacji z wcześniejszych, wysokich poziomów. Równocześnie historia pokazuje, że stabilność cen konsumenta może nie wystarczać, aby zapewnić stabilizację makroekonomiczną. Dotychczasowe doświadczenia są pełne przykładów znacznych kryzysów gospodarczych i finansowych, które nie były poprzedzone wystąpieniem presji inflacyjnej. I odwrotnie, wielu okresom deflacji, wynikającej ze wzrostu produktywności, towarzyszył szybki wzrost gospodarczy. Obecne zmiany strukturalne zachodzące w gospodarce globalnej wskazują na to, że powyższe wydarzenia historyczne mogą łączyć się z dzisiejszą rzeczywistością o wiele ściślej niż się zazwyczaj sądzi. W takiej sytuacji polityka nakierowana na osiągnięcie stabilności cen powinna być realizowana w sposób bardziej elastyczny i z uwzględnieniem dłuższego horyzontu czasowego niż to czyniono dotychczas.

Klasyfikacja JEL: E44, E50, E60.

Słowa kluczowe: stabilność finansowa, polityka ekonomiczna, stabilność cen.

1

Wprowadzenie¹

Co powinno być głównym celem polityki pieniężnej i w jakiej sytuacji realizacja tego celu może być ograniczona innymi czynnikami? W okresie po Wielkiej Inflacji, której doświadczyła większość rozwiniętych krajów w latach 70. XX w., odpowiedź na wyżej postawione pytanie była oczywista: banki centralne powinny być skoncentrowane wyłącznie na obniżeniu krajowej inflacji do niskiego poziomu. W tamtym czasie było to postrzegane jako najważniejszy wkład władz monetarnych w maksymalizację wzrostu gospodarczego i – tym samym – dobrobytu społecznego. Banki centralne miały zatem podejmować odpowiednie kroki, aby zapobiec ponownemu wzrostowi inflacji w bliskim horyzoncie działania polityki pieniężnej (najczęściej jednego roku do dwóch lat), w którym długość takiego okresu jest wyznaczona przez ocenę opóźnień w mechanizmie transmisji monetarnej.

Wobec sporadycznych okresów deflacji i zagrożenia wystąpienia deflacji w niektórych krajach, cel polegający na utrzymaniu tempa wzrostu cen na niskim, dodatnim poziomie jest obecnie przedstawiany w sposób bardziej symetryczny. Oznacza to, że należy zapobiegać zarówno znaczącemu wzrostowi, jak i istotnemu spadkowi cen. Stopień, w jakim ten pogląd jest podzielany przez inne banki centralne znajduje odzwierciedlenie w rosnącej liczbie krajów, które ogłosiły swój cel inflacyjny w sposób *explicite*, często przy silnym poparciu międzynarodowych instytucji finansowych. Ścisłe z tym związana jest widoczna tendencja do przekazywania bankom centralnym operacyjnej niezależności w celu ułatwienia osiągnięcia celu inflacyjnego i zwiększenia ich odpowiedzialności (ang. *accountability*) za realizację tegoż zadania. Podsumowując, obecnie przyjmuje się za oczywiste, że podstawowym zadaniem banków centralnych powinno być zdecydowane dążenie do osiągnięcia stabilności cen.

W niniejszym opracowaniu podkreśla się liczne korzyści związane ze stabilnością cen. Równocześnie stwierdza się, że dążenie do jej osiągnięcia w bliskim horyzoncie działania polityki pieniężnej może czasem nie wystarczyć, aby zapobiec wystąpieniu poważnych zaburzeń makroekonomicznych w średnim okresie. Ponadto, mając na uwadze różny charakter procesów deflacji wskazuje się, że aktywna polityka monetarna ukierunkowana na zapobieganie ich wystąpieniu może prowadzić nawet do poniesienia w dłuższym okresie kosztów, które przewyższą zakładane korzyści. Istotą problemu jest to, że utrzymywanie łagodnej polityki monetarnej może prowadzić do narastających w czasie odchyleń od historycznych norm – czy to w kontekście poziomu zadłużenia, stopy oszczędności, cen aktywów, czy innych wskaźników nierównowagi makroekonomicznej. Dotychczasowe doświadczenia pokazują, że powrót tych wielkości do średniej (ang. *mean reversion*) jest zjawiskiem powszechnym i ma negatywne skutki w odniesieniu do przyszłego zagregowanego popytu.

W niedawnym opracowaniu Romer i Romer (2002) wskazują, że w latach 50. ubiegłego stulecia używano właściwego modelu empirycznego do celów prowadzenia polityki pieniężnej w Stanach Zjednoczonych. Innymi słowy, w tamtym czasie decydenci zdawali sobie sprawę z wysokich kosztów związanych z inflacją i byli przekonani o słuszności argumentów keynesistów, że inflacji można zapobiegać poprzez prowadzenie aktywnej polityki monetarnej i fiskalnej. Romer i Romer twierdzą, że o tych zależnościach częściowo zapomniano w latach 60. i 70., co pozwoliło na utrwalenie się wysokiej inflacji, ale później (na szczęście) do nich powrócono i ponownie przeciwstawiono się presji inflacyjnej. Autorzy podsumowują, że w kontekście zrozumienia procesów gospodarczych, a w szczególności inflacyjnych, wróciliśmy w zasadzie do miejsca, w którym już kiedyś byliśmy.

¹ Niniejszy tekst jest zaktualizowaną wersją pracy przedstawionej podczas seminarium Banku Szwajcarii w Gerzensee, 20-21 stycznia 2006 r. Autor będzie wdzięczny za komentarze przed publikacją tego tekstu w ostatecznym książkowym wydaniu Banku Szwajcarii w 2007 r. Poglądy przedstawione w niniejszym opracowaniu są wyłącznie poglądami autora i niekoniecznie odzwierciedlają stanowisko Banku Rozrachunków Międzynarodowych (BIS) lub osób, które zgłosiły swoje uwagi do wcześniejszej wersji tekstu. Niemniej, autor składa podziękowania Stefanowi Gerlachowi, Mar Gudmundssonowi, Ulrich Kohliemu i Øyvind Eitheimowi za cenne uwagi oraz Claudio Boriemu za uwagi i nieustanną, wieloletnią motywację do pracy nad omawianymi tutaj (i nie tylko) zagadnieniami.

W odróżnieniu od tekstu Romerów, w niniejszym opracowaniu stwierdza się, że historyczna egegeza powinna być rozciągnięta w czasie, a tym samym powinna obejmować szerszy zakres tematyczny, uwzględniający debatę, która miała miejsce w okresie przed rewolucją keynesowską. Wkład austriackiej szkoły ekonomicznej w dorobek literatury przedmiotu w okresie międzywojennym pokazuje, że skupianie się przez keynesistów na zagregowanych miarach w gospodarce, tak jak w przypadku inflacji, miało stanowić niewłaściwy punkt odniesienia dla rozpoznania powstających problemów makroekonomicznych. Przedstawiciele szkoły austriackiej koncentrowali się raczej na skutkach zmian cen relatywnych, prowadzących do niewłaściwej alokacji zasobów i późniejszych kryzysów gospodarczych. Ponadto, ta grupa ekonomistów postrzegała rozwój gospodarczy jako element dynamicznego procesu, w którym przeszłe zdarzenia wpływają na przyszłe procesy. Długi okres nie był więc rozumiany jako złożenie okresów krótkich. Te spostrzeżenia sprzed keynesizmu mogą wciąż odgrywać istotną rolę w zrozumieniu procesów gospodarczych, szczególnie gdy dziś dziennikarze, politycy i inni komentatorzy niezwiązani ze środowiskiem naukowym nieustannie używają takich określeń jak „nadmierny”, „niezrównoważony”, czy „nie do utrzymania”. W bardziej sformalizowanych modelach naukowych pojęcia te są rzadko stosowane, być może dlatego, że są one przede wszystkim trudne do modelowania ilościowego².

Punktem wyjściowym dla niniejszego opracowania jest zwrócenie uwagi na coraz bardziej oczywisty fakt – w warunkach łącznego oddziaływania deregulacji i postępu technicznego, globalny system gospodarczy i finansowy podlegał w ostatnich latach istotnym zmianom. Liberalizacja realnej sfery gospodarki, w szczególności ponowne włączenie się do handlu światowego takich potęg gospodarczych jak Chiny i Indie, oraz rozwój globalnego systemu finansowego w ciągu ostatnich 20 lat, wpłynęły na głębokie zmiany w przebiegu procesów gospodarczych. W coraz większym stopniu oddalamy się od okresu silnej regulacji po Wielkim Kryzysie i II wojnie światowej, kiedy stworzono podstawy obecnej polityki makroekonomicznej. W rzeczywistości, uwarunkowania strukturalne coraz bardziej przypominają te z lat 20. ubiegłego stulecia i z okresu sprzed I wojny światowej. W świetle powyższych procesów jest całkiem prawdopodobne, że obecny sposób prowadzenia polityki makroekonomicznej może także wymagać zmian.

Przedstawione poniżej rozdział drugi i trzeci mają charakter bardziej pozytywny niż normatywny. Spróbowano w nich wykazać, że koszty wynikające z braku osiągnięcia stabilności cen w bliskim horyzoncie działania polityki pieniężnej, jak również korzyści związane z realizacją tego celu, mogą być przeszacowane. W tej części opracowania wskazuje się na potrzebę przeprowadzenia ponownej oceny obecnych, powszechnie stosowanych zasad prowadzenia polityki pieniężnej. Taka ocena jest przeprowadzona w rozdziale czwartym, w którym przedstawiono argumenty za i przeciw utrzymaniu obecnego *status quo*. W rozdziale piątym przybliżono, jak mogłaby wyglądać nowa ulepszona formuła prowadzenia polityki pieniężnej.

Podsumowując wnioski, które mogą być pomocne w prowadzeniu polityki makroekonomicznej, wskazane jest uwzględnianie w większym niż dotychczas stopniu długookresowych skutków prowadzenia polityki pieniężnej. Prawdziwym wyzwaniem będzie połączenie realizacji stabilności cen w dłuższym okresie z bardziej elastycznym i subtelnym stosowaniem instrumentów polityki pieniężnej, jeśli idzie o osiągnięcie tego celu. Sprostanie temu wyzwaniu będzie wymagać zmian w sposobie działania banków centralnych. Dotyczy to w szczególności wskaźników, którymi kierują się władze monetarne przy podejmowaniu swoich decyzji, jak również zmian w sposobie komunikowania polityki pieniężnej z odbiorcami.

² W swoim wykładzie z okazji otrzymania nagrody Nobla, przedrukowanym w Hayek (1975), Hayek ostrzega przed nadmiernym poleganiem na „dowodach” empirycznych w ekonomii i wskazuje na potrzebę uwzględnienia spójnego rozumowania teoretycznego. Argumentuje, że procesy gospodarcze są tak wewnętrznie złożone i podlegające ciągłym zmianom, że wystąpienie strukturalnej stabilności jest prawie zawsze mylące. Co ciekawe, jak pokazuje Leijonhufvud (1968), również Keynes podzielał ten punkt widzenia. Więcej na ten temat – zobacz Summers (1991).

2

Odchylenia od stabilności cen: czy koszty są przeszacowane?

Zanim oszacowane zostaną koszty braku „stabilności cen”, pożądane jest zdefiniowanie, co banki centralne pod tym pojęciem rozumieją. W większości przypadków „ceny” są w tym kontekście definiowane jako zagregowana miara cen obecnie wytwarzanych dóbr i usług³. Miarą tą może być wskaźnik CPI lub któryś z deflatorów dochodu narodowego, w którym mogą zostać wyłączone pewne sektory w celu oczyszczenia szeregu statystycznego z niepożądanego zmienności. W dłuższym okresie szeregi te charakteryzują się podobnym przebiegiem, co sprawia, że różnice między stosowanymi definicjami stają się mało istotne. Niemniej w krótszym horyzoncie czasowym, czyli w zazwyczaj wyznaczanym przez banki centralne dla realizacji celu okresie rocznym lub dwuletnim, różnice wynikające z odmiennych miar inflacji mogą być znaczne. Na przykład, rosnące w ostatnich latach ceny energii doprowadziły do powstania istotnej różnicy pomiędzy miarami inflacji, które uwzględniają te ceny, a tymi, które tych cen nie uwzględniają. Odnosząc się z kolei do pojęcia „stabilności”, jest ono powszechnie definiowane jako pewien niski poziom inflacji, zazwyczaj pomiędzy 1/2 procenta (aby uwzględnić obciążenie polegające na zawyżaniu mierzonej inflacji) a 2 do 3 procent rocznie. Takie ujęcie oznacza, że jakakolwiek miara deflacji (tj. gdy następuje zagregowany spadek cen) nie jest spójna ze stabilnością cen.

Korzyści z osiągnięcia jakiegokolwiek celu polityki makroekonomicznej muszą być oceniane w kontekście kosztów, jakie towarzyszą realizacji tego zadania. Dzisiaj koszty osiągnięcia niskiej inflacji byłyby ocenione jako znacząco niższe w porównaniu do ocen z lat 60. i 70. ubiegłego stulecia. W tamtym okresie często uważano, że istnieje długookresowa zależność pomiędzy inflacją i bezrobociem, co oznaczało, że niska inflacja miała prowadzić do trwale wyższego bezrobocia. Nawet w okresie, gdy pogląd ten zaczął zanikać, na co wpływ miały spostrzeżenia Friedmana (1968) i Phelpsa (1968) dotyczące zwiększania się nachylenia krzywej Phillipsa do pionu pod wpływem zmieniających się oczekiwań, nadal sprzeciwiano się obniżaniu inflacji poprzez procesy rynkowe. Częściowo wynikało to z poglądu, że nawet krótkookresowe koszty takiego dostosowania mogą być znaczne. Jeden z nurtów rozumowania wskazywał, że krótkookresowa krzywa Phillipsa jest bardzo płaska, co oznacza, że skuteczne obniżenie inflacji wymagałoby bardzo znacznego wzrostu bezrobocia. Zbliżony do tego pogląd sugerował, że oczekiwania inflacyjne są bardzo „lepkie” i tym samym proces dezinflacji nie otrzymałby znaczącego wsparcia w postaci stopniowego zwiększania się nachylenia krzywej Phillipsa do pionu. Taki sposób rozumowania sprzyjał upowszechnianiu mechanizmu kontroli płac i innych nierynkowych procesów. Towarzyszyło temu przekonanie, że stopniowe obniżanie inflacji pozwoli na osiągnięcie tego celu najniższym kosztem. Co ciekawe obecnie, gdy inflacja została obniżona do niskiego poziomu, przeważają podobne poglądy dotyczące lepkich oczekiwań i małego nachylenia krótkookresowej krzywej Phillipsa. Skutki takiego podejścia są omówione poniżej.

Podczas gdy szacowane koszty osiągnięcia stabilności cen były na przestrzeni kolejnych lat obniżane, ocena korzyści wraz z doświadczeniem banków centralnych mających do czynienia z wysoką inflacją rosta. Doświadczenie to nie było bynajmniej pozytywne. Pierwszym spostrzeżeniem była najprawdopodobniej niepokojąca tendencja do samonapędzania się procesów inflacyjnych w sytuacji, gdy brakowało zdecydowanej reakcji polityki makroekonomicznej. W wielu krajach, szczególnie w czasie negatywnych wstrząsów podażowych w latach 70., dążenia pracodawców do utrzymania

³ Warto wskazać na dwa wyróżniające się w przedwojennej literaturze elementy. Po pierwsze, w tym czasie brak było precyzyjnej definicji inflacji. Nie jest to być może tak zaskakujące, gdy weźmie się pod uwagę raczej ubogi zasób danych statystycznych w tamtym okresie. Po drugie, dyskusja na temat procesów inflacyjnych zawsze opierała się na przekonaniu, że źródłem procesów inflacyjnych jest kreacja kredytu. Wysunięty postulat, że oczywiste błędy „monetarystycznego” eksperymentu z lat 70. powinny być doprowadzić do całkowitego odrzucenia tej przez wieki utrzymywanej zależności zasługuje na osobne opracowanie.

zysków oraz pracowników do utrzymania siły nabywczej dochodów prowadziły do napędzającej inflację spirali cen i płac. Ostatecznie doprowadziło to do wniosku, że sama stabilizacja inflacji, gdy osiągnęła ona poziom na tyle wysoki, że istotnie oddziałuje na decyzje gospodarcze⁴, nie jest wystarczająca. Takie stanowisko zostało wzmocnione przez doświadczenia z okresu hiperinflacji w powojennej Europie Środkowej (prawdopodobnie najważniejszego wydarzenia gospodarczego ubiegłego stulecia w Niemczech). W rzeczywistości wydarzenia te doprowadziły do znacznego – jak na tamte czasy – zwiększenia niezależności Bundesbanku oraz Banku Szwajcarii.

Koszty wysokiej inflacji były w coraz większym stopniu rozpoznawane na płaszczyźnie mikro- i makroekonomicznej, jak również w wymiarze społecznym. Krótko mówiąc, inflacja stanowiła zagrożenie dla szybkiego i trwałego wzrostu gospodarczego oraz stabilizacji społecznej. Na poziomie mikroekonomicznym podstawową obawą było to, że znaczne zmiany zagregowanego poziomu cen prowadziły do nieprzejrzystych zmian cen relatywnych, co z kolei osłabiało ich funkcję informacyjną. Relacje zachodzące pomiędzy istotnymi zmianami cen a funkcjonowaniem systemu podatkowego, przy tworzeniu którego nie uwzględniano tego typu zależności, stanowiły kolejne źródło obaw co do efektywności gospodarczej i długoterminowego wzrostu potencjału. Na szczeblu makroekonomicznym, wzrost niepewności co do przyszłych zmian cen oraz możliwość ostatecznej reakcji w postaci zaciesnienia polityki makroekonomicznej i często następującej po tym recesji istotnie zwiększała – poprzez wzrost premii za ryzyko – koszt pozyskania kapitału. Przy równoczesnym dążeniu ludności do zabezpieczenia się przed ryzykiem inflacji, prowadziło to do niepożądanego przesunięcia realnych zasobów z obszaru produktywnych inwestycji do nieruchomości, zarówno mieszkaniowych, jak i komercyjnych. Jako że znaczna część finansowania pochodziła od banków, zwiększyło to obawy co do możliwej destabilizacji systemu finansowego w sytuacji, gdyby ceny nieruchomości zaczęły się obniżać.

Wreszcie, rozpatrując koszty inflacji w kategoriach społecznych, stawało się coraz bardziej oczywiste, że wzrost dynamiki cen prowadzi do niesprawdliwej redystrybucji majątku. To zmniejszało wiarę w trwałość systemu gospodarczego i politycznego. Być może, uznając prawdziwość spostrzeżenia Keynesa, że „Lenin miał rację, iż nie ma bardziej subtelniejszego, ani skuteczniejszego sposobu zburzenia ładu społecznego niż zepsucie jego waluty”, polityczny establishment i społeczeństwo w gospodarkach rozwiniętych ostatecznie przekonali się, że inflacja musi zostać obniżona, a następnie utrzymywana na niskim poziomie. Jak zaznaczono powyżej, to słuszne spostrzeżenie jest dzisiaj nadal powszechnie akceptowane.

Również inna, dziś powszechnie uznawana, reguła dotycząca inflacji powinna zostać podkreślona, tym bardziej, że ma wpływ na dalszą dyskusję na temat deflacji. Dotyczy ona jednorazowego wzrostu cen, który powinien być tolerowany w stopniu, w jakim nie rodzi zagrożenia wzrostu oczekiwań inflacyjnych i wystąpienia efektów drugiej rundy dla inflacji. Taki przejściowy wzrost inflacji, np. związany z występowaniem negatywnych wstrząsów podaźowych, może sprzyjać pożądanemu dostosowaniu cen relatywnych. Z kolei alternatywne rozwiązanie polegające na przeciwdziałaniu zagregowanemu wzrostowi cen wymagałoby spadku cen innych dóbr, tj. tych, na które negatywny wstrząs nie wpłynął. Taki sposób dostosowania cen relatywnych jest jednak oceniany jako bardziej kosztowny i dlatego zazwyczaj nie był uznawany za opcję⁵ pożądaną.

Obiektywna ocena kosztów deflacji (w odróżnieniu od inflacji) jest postrzegana jako trudniejsza ze względu na relatywnie niewielką ilość takich przypadków w ostatnich dziesięcioleciach oraz, częściowo właśnie z tego powodu, ze względu na skupienie się przede wszystkim na bolesnych doświadczeniach Stanów Zjednoczonych z czasów Wielkiego Kryzysu w latach 30. XX wieku. Niewąt-

⁴ Podczas gdy za właściwy najczęściej uznaje się poziom inflacji poniżej 2 do 3 procent, szczegółowe badania kosztów inflacji nie wskazują, żeby miały być one ponoszone przy tempie wzrostu cen poniżej granicy około 10 procent. Powyższa rozbieżność może odzwierciedlać przekonanie, że inflacja powyżej dolnej granicy szybko przyspieszyłaby i przekroczyła górną granicę.

⁵ Niedawne, bardzo obszerne badanie analizujące zachowanie cenowe firm europejskich kwestionuje ten pogląd. Zgodnie z wynikami pracy, obniżenie cen w przypadku indywidualnych produktów jest tak samo częste jak podwyżki. Ponadto, przedsiębiorstwa są bardziej skłonne do obniżania niż podwyższania cen w warunkach zmian popytu. Częściowo wynika to z faktu, że konsumenci postrzegają wzrost cen w warunkach rosnącego popytu jako nadużycie ze strony sprzedawców. Powyższe zależności implikują wklęsły kształt krzywej Phillipsa, co odbiega od powszechnie panującego poglądu w tej kwestii – zobacz Dhyne i in. (2005).

pliwie, dla tego kraju było to najważniejsze wydarzenie gospodarcze ubiegłego stulecia. Niemniej, należy zauważyć, że w ujęciu historycznym zależność pomiędzy spadkiem cen a gwałtownym spadkiem produkcji i zatrudnienia jest bardzo rzadka. Pewne badania analizujące znacznie dłuższy okres historyczny⁶ wskazują, że wielu okresom łagodnej deflacji w okresie przed I wojną światową towarzyszył silny wzrost produkcji, niektóre tylko występowały razem z łagodną recesją i tylko jeden lub dwa razy deflacja była związana z głębokim załamaniem produkcji. Ponadto, bardziej współczesnym okresom deflacji, lub bliskim deflacji, nie towarzyszyło poważne osłabienie wzrostu gospodarczego. W Japonii, okres łagodnej deflacji nie doprowadził do skumulowanej spirali obniżających się wydatków konsumpcyjnych, które mogłyby być wynikiem oczekiwanego obniżania się cen w przyszłości, chociaż następstwa nierozważnych działań przedsiębiorstw w latach 80. były bardzo dotkliwe. W Chinach, wystąpienie łagodnej deflacji nie miało zauważalnego wpływu na stopę wzrostu gospodarczego, która utrzymywała się na wyjątkowo wysokim poziomie.

Zaklasyfikowanie deflacji, zapożyczając z tytułu słynnego westernu, według kategorii „Dobry, Zły i Brzydki”⁷ ma tę istotną zaletę, że podkreśla zróżnicowany charakter tego procesu. Rodzi to potrzebę odpowiedzi na pytanie, dlaczego koszty deflacji różnią się pomiędzy sobą i przeanalizowania, jak kosztowna może być deflacja w dzisiejszej globalnej gospodarce. Zrozumienie tego byłoby istotne dla określenia ceny, jaką warto ponieść, aby zabezpieczyć się przed wystąpieniem takiego zdarzenia.

Nieszkodliwe (prawdopodobnie lepsze określenie niż „dobre”) deflacje, podczas których utrzymywał się silny wzrost gospodarczy są przede wszystkim związane z występowaniem korzystnych wstrząsów podażowych. W szczególności w okresie przed I wojną światową, innowacje techniczne, gwałtownie rosnąca wydajność i mobilne w skali globalnej czynniki produkcji często prowadziły do spadku zagregowanych indeksów cenowych przy równoczesnym utrwalaniu się ożywienia gospodarczego. Niższe ceny prowadziły do wyższych płac realnych, podczas gdy zwiększona wydajność pozwoliła na utrzymanie, a nawet zwiększenie udziału wynagrodzenia kapitału w dochodach czynników produkcji. W tym okresie wysokie były ceny aktywów i również agregaty monetarne i kredytowe miały tendencję wzrostową.

Okresom „złej” deflacji towarzyszyły „typowe” recesje. Taka sytuacja była często wynikiem słabnącego popytu w okresie, gdy inflacja była już niska. Ogólnie rzecz biorąc, koszty takich łagodnych deflacji nie powinny wydawać się znacząco różne od tych związanych z łagodną inflacją. Na szczeblu mikroekonomicznym wystąpiłyby obawy dotyczące pogorszenia funkcji informacyjnej cen, skutków funkcjonowania systemu podatkowego oraz nieuzasadnionego transferu majątku od jednych podmiotów do innych. Na szczeblu makroekonomicznym, wzrost skłonności do utrzymywania gotówki kosztem realizacji ryzykownych projektów inwestycyjnych mógłby w jeszcze większym stopniu osłabić wzrost potencjału gospodarczego. Mając na uwadze powyższe spostrzeżenia, nie można wykluczyć, że „zła” deflacja może się przekształcić w deflację „dotkliwą” (prawdopodobnie lepsze określenie niż „brzydka” – przyp. tłum.). Hayek określał to mianem „wtórnego kryzysu” uznając, że polityka monetarna powinna przeciwdziałać takim procesom.

„Dotkliwa” („brzydka”) deflacja, jak ta z lat 30. ubiegłego stulecia, ma swoje źródło w trzech rodzajach sztywności nominalnej. Pierwsza z nich jest związana z nominalnymi płacami. Jeśli ceny zaczynają się obniżać, a płace pozostają niezmiennione, to realne wynagrodzenia rosną, a zyski przedsiębiorstw maleją. To z kolei prowadzi do zmniejszenia zatrudnienia i inwestycji, a związany z tym spadek popytu sprzyja dalszemu obniżeniu cen. Druga sztywność jest związana z ograniczeniem nominalnych stóp procentowych przez ich zerowy poziom. Jeśli ceny się obniżają i oczekuje się, że proces ten będzie dalej postępował, wtedy rosną realne stopy procentowe *ex ante*, czemu nie można już przeciwdziałać poprzez kolejne obniżki nominalnych stóp procentowych. Ma to dalsze negatywne konsekwencje nie tylko dla inwestycji, ale także – w sposób bardziej zasadniczy – dla obsługi zadłużenia. Zadłużenie ujęte w kategoriach nominalnych jest trzecią sztywnością, która może wpłynąć na sytuację zarówno gospodarstw domowych, jak i przedsiębiorstw. W sposób oczywisty konsekwencje deflacji dla kosztów obsługi długu będą za-

⁶ Zobacz rozdział IV w każdym z opracowań BIS (1999) i BIS (2004), a także w Borio i Filardo (2004) oraz Bordo i Filardo (2005).

⁷ Zasugerowane w tym kontekście przez Borio i Filardo (2004).

leżeć nie tylko od tempa spadku cen, lecz także od wielkości samego zadłużenia⁸. Wreszcie, dotychczasowe doświadczenia pokazują, że związane z tym osłabienie systemu finansowego może także poważnie pogłębić załamanie gospodarcze.

Przyglądając się strukturalnym cechom dzisiejszej gospodarki światowej można dojść do wniosku, że ma ona więcej wspólnego z sytuacją sprzed I wojny światowej niż z okresem Wielkiego Kryzysu. W tym kontekście, obecne obawy przed deflacją mogą być przesadzone. Przykładowo, proces postępującej liberalizacji gospodarczej, zarówno w ramach gospodarki krajowej, jak i w skali międzynarodowej, przyczynia się do występowania licznych korzystnych wstrząsów podaźowych, które powodują obniżanie cen dóbr i usług podlegających wymianie międzynarodowej⁹. Ponadto, te same czynniki w połączeniu z nowymi technologiami komunikacyjnymi istotnie zwiększyły procent produkcji podlegającej międzynarodowej wymianie. W wielu krajach, szczególnie w Stanach Zjednoczonych, ale także w wielu tzw. gospodarkach wschodzących, również wydajność wzrosła w sposób znaczący. Pomimo związanej z tym presji na obniżenie cen, udział wynagrodzenia kapitału w dochodach czynników produkcji w ostatnich latach silnie wzrósł. Oczywiście, wzrost wydajności przyczynił się do obniżenia dynamiki jednostkowych kosztów pracy, ale także płace nominalne zostały znacząco ograniczone w wielu krajach. Wy tłumaczeniem tego zjawiska może być obserwowany wzrost podaży pracy w skali globalnej. Ponadto, tak jak w okresie przed I wojną światową, praca i (przede wszystkim) kapitał są obecnie bardzo mobilne. W rezultacie, wzrost wynagrodzenia pracy w krajach rozwiniętych jest ograniczany przez możliwość skorzystania z pracowników zagranicznych, co pozwala na rozwiązanie problemu „wąskiego gardła”, a także przez możliwość przeniesienia całych zakładów wytwórczych do miejsc o niższych kosztach produkcji.

Do podobnego wniosku dotyczącego obaw o skutki deflacji można dojść poprzez rozpatrzenie, w jakim stopniu nominalne sztywności mogą (lub nie mogą) wpływać dziś na przekształcenie „nieszkodliwej” deflacji w „złą”, a nawet „dotkliwą” proces spadku cen. Pierwsza sztywność, związana z płacami, wydaje się – na podstawie powyższego historycznego zestawienia – nie stanowić istotnego problemu. Jednak druga, dotycząca możliwego ograniczenia dalszych obniżek stóp procentowych przez ich zerowy poziom oraz związanego z tym niekontrolowanego wzrostu realnych stóp procentowych, musi stanowić źródło bardziej poważnych obaw, szczególnie w sytuacji, gdy w większości krajów rozwiniętych stopy procentowe są już na bardzo niskim poziomie. Jednocześnie warto zauważyć, że wzrost realnych stóp procentowych *ex ante* zależy także od tego, czy dotychczasowy spadek cen będzie ekstrapolowany w przyszłość. Innymi słowy, zależy to od postrzeganej inercyjności procesu zmieniających się cen. Na szczęście, wyniki badań empirycznych dotyczących powyższych zagadnień wskazują, że inercyjność inflacji w ostatnich latach znacząco się obniżyła, tak jak to było w okresie przed I wojną światową¹⁰. Podobnie pozytywnym sygnałem jest to, że obniżające się na przestrzeni ostatnich 8 lat ceny w Japonii raczej nie doprowadziły do „odkładania” zakupów przez konsumentów w oczekiwaniu, że ceny będą jeszcze niższe w przyszłości. W rzeczywistości stopa oszczędności japońskich gospodarstw domowych obniżyła się w ciągu ostatniego dziesięciolecia w większym stopniu niż w Stanach Zjednoczonych, chociaż pozostaje na wciąż wyższym poziomie niż w przypadku amerykańskich gospodarstw domowych.

Jest jeszcze trzecie zagadnienie dotyczące zadłużenia ujętego w kategoriach nominalnych. Nie ulega wątpliwości, że obecny poziom zadłużenia w niektórych krajach jest bardzo wysoki. Dotyczy to w szczególności długu publicznego w Japonii, zadłużenia przedsiębiorstw w Europie oraz gospodarstw domowych w Stanach Zjednoczonych i kilku innych angielskojęzycznych krajach. Spadek cen i nominalnych dochodów mógłby w takiej sytuacji poważnie osłabić zdolność do obsługi

⁸ Fakt, że dłużnicy mogą zbankrutować ma oczywiście negatywne skutki nie tylko dla nich, lecz także dla ich wierzycieli.

⁹ Wszystkie procesy wymienione w tym akapicie są dobrze omówione w Galati i Melick (2005) i przeszło 30 badaniach empirycznych, do których praca się odnosi.

¹⁰ Brak inercyjności przed I wojną światową, tj. stacjonarność procesu inflacji, wynikał w znacznej mierze ze sposobu funkcjonowania systemu waluty złotej. Innymi słowy, gdy ceny się obniżyły, naturalnym było oczekiwanie, że powrócą one do poprzedniego poziomu. Dzisiaj mamy do czynienia z podobną sytuacją przy założeniu, że polityka pieniężna jest wiarygodna w swoim dążeniu do utrzymania inflacji na niskim dodatnim poziomie. Powrót oczekiwanych cen do średniego poziomu mógłby być dodatkowo wzmocniony przez zobowiązanie się do realizacji celu wyrażonego w postaci poziomu cen, a nie stopy inflacji. Czy powyższa wiarygodność banków centralnych okaże się tak skuteczna jak funkcjonowanie waluty złotej pozostaje pytaniem, na które odpowiedź przyniosą kolejne lata.

zadłużenia i prowadzić do katastrofalnych w skutkach bankructw. W tym kontekście, powyższe obawy wydają się uzasadniać potrzebę zabezpieczenia się przed ryzykiem wystąpienia deflacji. Niemniej, taki wniosek musi być poprzedzony analizą, w jakim stopniu (jak wskazuje się w dalszej części opracowania) wysoki poziom zadłużenia mógł być spowodowany łagodnymi warunkami finansowania w przeszłości.

Wreszcie, najnowsze wskaźniki pokazują, że instytucje finansowe w większości rozwiniętych gospodarek są w bardzo dobrej kondycji¹¹. Jednak wybiegając w przyszłość można dopatrzeć się pewnych słabości. Przede wszystkim chodzi tu o brak przejrzystości i złożoność dzisiejszego systemu finansowego, które utrudniają zrozumienie, kto ostatecznie ponosi ryzyko i zwiększają prawdopodobieństwo wystąpienia problemów operacyjnych. Ogólnie rzecz biorąc, koncentrowanie się banków w wielu krajach na osiągnięciu zysków przede wszystkim z sektora gospodarstw domowych, które już są bardzo zadłużone, może w przyszłości okazać się źródłem destabilizacji finansowej. Co więcej, jak zaznaczono, ryzyko wystąpienia zarysowanego scenariusza może się zwiększać w następstwie kolejnych okresów łagodzenia polityki pieniężnej i związanej z tym ekspansji kredytu.

¹¹ Jest oczywistym, że dotkliwość kryzysu lat 30. ubiegłego stulecia została spotęgowana przez słabości systemu bankowego, który w tamtym czasie odgrywał w niespotykanej skali dominującą rolę w całym systemie finansowym. Taka sytuacja nie miała miejsca ani w okresie przed I wojną światową, ani też nie występuje obecnie w większości dużych gospodarek rozwiniętych.

3

Utrzymanie stabilności cen: czy korzyści są przeszacowane?

Ten rozdział rozpoczyna się analizą pewnych zagadnień, które tradycyjnie ograniczały dążenie do osiągnięcia stabilności cen jako wyłącznego celu banków centralnych. Chociaż ranga tych innych celów mogła zostać obniżona w wyniku wzrostu znaczenia stabilności cen, są powody, dla których odgrywają one nadal istotną rolę. Warto także odnotować, że podczas gdy wiele banków centralnych otrzymało formalny mandat do osiągnięcia stabilności cen jako ich podstawowego celu, wiele z nich takiego mandatu nie otrzymało. Częściowo może to być wynikiem przekonania, że cele inne niż stabilność cen, nawet jeśli tylko w relatywnie krótkim okresie, mogą także przynieść korzyści.

Po przybliżeniu tych tradycyjnych ograniczeń polityki pieniężnej, uwaga jest następnie skierowana na grupę zagadnień, które w ostatnich latach ponownie zyskały na znaczeniu. W szczególności, omówiona jest problematyka finansowych i innego rodzaju gospodarczych zaburzeń związanych z silnym wzrostem, a następnie gwałtownym załamaniem akcji kredytowej i cen aktywów oraz ze znaczącymi odchyleniami wydatków konsumpcyjnych od wcześniejszych norm. Historia pokazuje, że tego typu wydarzenia się powtarzają i to pomimo ogólnie utrzymywanej stabilności cen w okresach je poprzedzających. Po bliższym omówieniu, w jaki sposób ten proces był kiedyś tłumaczony przez ekonomistów, spróbowano następnie uzasadnić, że te historyczne odniesienia mogą mieć zastosowanie w dzisiejszej polityce pieniężnej.

3.1. Tradycyjne ograniczenia: wzrost gospodarczy i kurs walutowy

Przyjmując, że nie ma długookresowej wymienności pomiędzy produkcją a inflacją, troska o utrzymanie wzrostu gospodarczego nie powinna być postrzegana jako stojąca w zasadniczej sprzeczności z realizacją stabilności cen. Jeśli, jak to ma zazwyczaj miejsce, cel inflacyjny jest zagrożony z powodu nadmiernego lub niedostatecznego popytu, dążenie do utrzymania stabilności cen w sposób automatyczny oznacza prowadzenie antycyklicznej polityki monetarnej. Zacieśnienie polityki pieniężnej, na przykład, ogranicza nadmierny popyt i wytwarzaną przez niego presję inflacyjną. Niemniej, zdarzają się sytuacje, gdy obawy o wzrost gospodarczy wpływają na decyzje monetarne w sposób niezależny. W literaturze przyjmuje się powszechnie, że funkcja straty, którą bank centralny chce minimalizować, zawiera odchylenia produkcji od potencjału oraz odchylenia inflacji od celu. W praktyce oznacza to, że próba sprowadzenia prognozowanej inflacji do celu w zbyt krótkim czasie może spowodować większe łączne straty produkcji niż w przypadku wolniejszego i bardziej stabilnego powrotu inflacji do celu. Taki sposób prowadzenia polityki pieniężnej jest spójny z postrzeganiem wypukłym kształtem krótkoterminowej krzywej Phillipsa.

Jednak w obliczu wstrząsów podaźowych może wystąpić bardziej podstawowa sprzeczność pomiędzy stabilnością cen a wzrostem gospodarczym. Na przykład embargo na ropę prowadzi do wzrostu cen i obniżenia zagregowanej podaży. W krajach będących importerami netto ropy jest to równoważne ze wzrostem podatków, który obniża także zagregowany popyt. Kiedy taka sytuacja miała miejsce po raz pierwszy w 1974 r., polityka makroekonomiczna była ukierunkowana na ograniczenie spadku produkcji, co doprowadziło do katastrofalnych skutków w postaci gwałtownego wzrostu inflacji i oczekiwań inflacyjnych. Wnioski wyciągnięte z tamtych doświadczeń sprawiły, że w 1979 r. wzrostowi cen zapobiegano już w sposób zdecydowany. Obecnie, jak zaznaczono wyżej, powszechnie akceptowanym byłoby tolerowanie bezpośrednich efektów pierwszej rundy, ale przeciwdziałanie jakimkolwiek efektem wtórnym dla inflacji.

Drugie tradycyjne ograniczenie dotyczące kursu walutowego i związanej z tym nierównowagi zewnętrznej jest powracającym przedmiotem troski Banku Szwajcarii i wielu innych banków cen-

tralnych. Dążenie do osiągnięcia stabilności cen w świecie bardzo mobilnych przepływów kapitałowych wymaga płynności¹² kursu walutowego. W takiej sytuacji zacieśnienie polityki monetarnej ukierunkowane na obniżenie presji inflacyjnej może, w pewnych przypadkach, doprowadzić do nominalnej i realnej aprecjacji kursu walutowego, która znacząco pogorszyłaby bilans obrotów bieżących. To z kolei mogłoby zwiększyć prawdopodobieństwo przyszłego kryzysu walutowego i wymusić taką realokację zasobów w gospodarce, która w krótkim okresie czasu mogłaby się okazać trudna do przeprowadzenia. Również złagodzenie polityki monetarnej mogłoby prowadzić do ataku na walutę (ang. *run on the currency*) z podobnymi jak wyżej skutkami, ale przeciwnymi co do znaku. Czy to kierując się przede wszystkim obawami o poziom kursu walutowego i jego wpływ na kategorie realne, czy tempem zmian wartości waluty krajowej oraz jego oddziaływaniem na zmienne finansowe, władze monetarne mogą chcieć lub czuć się zmuszone do wzięcia tych czynników pod uwagę w trakcie procesu decyzyjnego.

Długotrwałe przeciwdziałanie nominalnej presji aprecyjnej prowadzi zazwyczaj i tak do realnej aprecjacji, tyle że dokonującej się poprzez wyższą inflację krajową. W warunkach presji inflacyjnej polityka pieniężna zostałaby zacieśniona, a kurs nominalny powinien się umocnić. Niemniej, brak widocznych sygnałów inflacyjnych w Azji pozwalał w ostatnich latach na przeciwdziałanie nominalnej aprecjacji poprzez kombinację znaczących sterylizowanych interwencji walutowych i łagodnej polityki monetarnej. W rzeczywistości, realne stopy procentowe w Azji od kilku lat utrzymują się na poziomie bliskim zera. Jak dotychczas, kraje azjatyckie nie poniosły widocznych kosztów takiej polityki. Wzrost gospodarczy jest szybki, a zakumulowane znaczne rezerwy walutowe mają stanowić „zabezpieczenie” przed ewentualną powtórką kryzysu azjatyckiego z końca lat 90. Niemniej, patrząc w przyszłość, w Azji mogą ostatecznie wystąpić problemy mające związek z krajową presją inflacyjną lub różnego rodzaju nierównowagami. Porównanie dzisiejszej sytuacji w Azji z tą w Japonii w późnych latach 80. nie jest całkowicie pozbawione uzasadnienia.

Gdyby, w kontekście osiągniętej stabilności cen w krajach azjatyckich, powyższy problem został uznany za hipotetyczny, inne źródło napięć jest już bardziej oczywiste i ma wymiar bardziej globalny. Region azjatycki charakteryzuje się znaczną nadwyżką handlową, która jest odzwierciedleniem istotnej części amerykańskiego deficytu handlowego. Sytuacja ta jest m.in. wynikiem niedowartościowanych walut azjatyckich i przyczynia się do obniżania długoterminowych stóp procentowych w Stanach Zjednoczonych, ponieważ zakumulowane przez kraje azjatyckie dewizy są przede wszystkim reinwestowane w amerykańskie obligacje. Chociaż stabilność cen jest utrzymywana zarówno w krajach będących wierzycielami, jak i dłużnikami, globalny system finansowy jest coraz bardziej narażony na niebezpieczeństwo związane z niespotykaną skalą nierównowag zewnętrznych¹³. Ponadto przekonanie partnerów handlowych Stanów Zjednoczonych, że ceny wyrażone w dolarach nie mogą istotnie wzrosnąć, nawet w przypadku deprecjacji waluty amerykańskiej, znacznie osłabiło efekt przeniesienia zmian kursu na ceny. Chociaż proces ten nie może trwać bez końca, brak właściwego dostosowania w cenach relatywnych stanowi ważną przeszkodę dla poprawy konkurencyjności amerykańskiej gospodarki i odpowiedniego dostosowania w bilansie obrotów bieżących.

3.2. Nowe ograniczenia: majątek trwały, zadłużenie i stabilność finansowa

Lekcja z historii gospodarczej

Historia jasno pokazuje, że stabilność cen nie jest warunkiem wystarczającym do uniknięcia poważnych zaburzeń makroekonomicznych. Być może najbardziej wymownym jest przykład Wielkiego Kryzysu w Stanach Zjednoczonych, w latach 30. ubiegłego stulecia. W okresie tym wystąpiły znaczące i długotrwałe spadki zatrudnienia i produkcji, którym towarzyszyły deflacja i związane z nią załamanie finansowe wynikające z zakumulowanego zadłużenia. W rzeczywistości w latach

¹² Równoczesne prowadzenie niezależnej polityki pieniężnej w warunkach sztywnego kursu walutowego i bardzo mobilnych przepływów kapitałowych jest określane we współczesnej literaturze jako „niemożliwy do spełnienia trójkat”.

¹³ Zobacz White (2005b).

30. prawie jedna trzecia amerykańskich banków upadła¹⁴. Zasadniczą kwestią jest to, że powyższe zdarzenia miały miejsce w okresie, który nie został poprzedzony widoczną inflacją. Ceny były zasadniczo stabilne przez większość lat 20. i w rzeczywistości wykazywały oznaki deflacji przed końcem dekady. Okres ten charakteryzował się szybkim rozwojem technicznym, rosnącą wydajnością, szybkim wzrostem cen akcji i nieruchomości oraz silnym wzrostem inwestycji w majątek trwały. Przemianom tym towarzyszył nieustanny rozwój technicznych innowacji w sektorze finansowym, sprzyjających przede wszystkim znacznemu zwiększeniu dostępności kredytu konsumpcyjnego¹⁵.

Analizując wydarzenia bliższe współczesności można wymienić Japonię, w której od ponad dziesięciu lat wzrost gospodarczy kształtuje się poniżej potencjału, a deflator PKB w tym okresie obniżył się łącznie o prawie 10 procent. Przy wzroście gospodarczym wynoszącym średniorocznie zaledwie około 1 procenta w okresie 1992–2004, stopa bezrobocia wzrosła z poziomu 2 procent w 1989 r. do 5,5 procent w 2001 r. W tym samym czasie nasilały się napięcia w sektorze bankowym i – pomimo silnego i utrzymującego się wsparcia ze strony Państwa – nie udało się uniknąć pewnej liczby bankructw. Podobnie jak w przypadku wcześniejszych doświadczeń amerykańskich, ten niekorzystny okres w Japonii był poprzedzony gwałtownym wzrostem kredytu, cen aktywów i inwestycji. Warto równocześnie odnotować, że również w tym przypadku nie wystąpiła wcześniej widoczna presja inflacyjna. Ponadto w latach 80. japoński sektor finansowy, znajdował się pod wpływem wprowadzanych technologicznych innowacji i – co ważniejsze – przechodził proces deregulacji finansowej.

Jeszcze bardziej współczesnym wydarzeniem, na które warto zwrócić uwagę przede wszystkim, jest kryzys finansowy w Południowo-Wschodniej Azji pod koniec lat 90. W niektórych krajach koszty tego wydarzenia mierzone utratą PKB osiągnęły wielkości dwucyfrowe, z towarzyszącym temu wzrostem bezrobocia i poważnymi szkodami w sektorze bankowym. W pewnych przypadkach procesom tym towarzyszyła deflacja lub istniało zagrożenie jej wystąpienia. Podobnie jak w Stanach Zjednoczonych i Japonii, wydarzenia te nie były zatem poprzedzone nadmierną inflacją, lecz raczej gwałtownym wzrostem kredytu, cen aktywów i inwestycji. Od strony systemu finansowego, istotną rolę odegrał masowy napływ kapitału, który następnie, gdy tylko sytuacja w regionie uległa pogorszeniu, został bardzo szybko wycofany.

To samo ogólne spostrzeżenie może się wreszcie odnosić do nieco innych napięć w sektorze realnym i finansowym spowodowanych upadkiem LTCM (funduszu hedgingowego – przyp. tłumacza) i kryzysem zadłużenia w Rosji w 1998 r., a także mających związek z załamaniem notowań na światowych giełdach w 2001 r. Podobnie jak w wyżej opisanych przypadkach, również te wydarzenia miały miejsce, gdy stabilność cen została osiągnięta, a one same były poprzedzone nadmierną ekspansją w sektorze finansowym (przyspieszający wzrost kredytu, rosnąca dźwignia finansowa, rosnące ceny aktywów). Zarówno w Stanach Zjednoczonych, jak i w Europie miał miejsce w tym okresie gwałtowny wzrost inwestycji przedsiębiorstw lokowanych w branżę technologiczną, telekomunikacyjną i media, które – jak wtedy sądzono – uosabiały nadchodzące przemiany w gospodarce.

Tak jak łatwe do opisanego są powyższe zależności, tak trudne do zakwestionowania są płynące z nich wnioski: stabilność cen okazała się warunkiem niewystarczającym do zapewnienia szybkiego i trwałego wzrostu gospodarczego. W sytuacji braku oczekiwanego „katalizatora” w postaci rosnącej inflacji, przedstawienie analitycznego wytłumaczenia wyżej omówionych kosztownych wydarzeń jest jednak dużo bardziej skomplikowane. W kolejnych częściach opracowania omówione zostaną dwa zagadnienia. Po pierwsze, przywołane zostaną pewne podstawowe zasady przedwojennej teorii austriackiej, która zostanie przeciwstawiona analitycznemu podejściu keynesowskiemu, wciąż stosowanemu przez większość banków centralnych. Po drugie, podjęta zostanie próba pokazania jak strukturalne zmiany zachodzące w realnej i finansowej sferze gospodarki mogły spowodować, że te teoretyczne spostrzeżenia mogą mieć dzisiaj bardziej praktyczne zastosowanie niż w latach 50., 60. oraz 70. i – być może – nawet bardziej niż w latach 80. Mówiąc krótko, historia może wciąż nas wiele nauczyć.

¹⁴ W tym kontekście, zacieśnienie polityki monetarnej w 1931 r. w warunkach systemu waluty złotej było wyjątkowo niefortunną decyzją.

¹⁵ Zobacz Eichengreen i Mitchener (2003).

Lekcja z historii myśli ekonomicznej

Dobrym punktem wyjścia do dalszej analizy może być dyskusja pomiędzy Keynesem i Hayekiem ze wczesnych lat 30. ubiegłego stulecia. Miała ona miejsce na początku Wielkiego Kryzysu i toczyła się z uwzględnieniem obserwacji z poprzedniego pięćdziesięciolecia lub nawet dłuższego okresu charakteryzującego się znaczącymi wahaniami cyklicznymi¹⁶. Chociaż, jak twierdzi Hicks (1967), debata ta odzwierciedlała poglądy ekonomistów z tamtego okresu, od tego czasu zostały one zasadniczo zapomniane. W kilku kwestiach zarówno Keynes, jak i Hayek mieli podobny pogląd. Po pierwsze, że gospodarka pieniężna w sposób fundamentalny różni się od gospodarki barterowej. Po drugie, obaj oparli się na podstawach wicksellińskich, które podkreślały problemy związane (w gospodarce monetarnej) z odchyleniem stopy rynków finansowych od tzw. naturalnej stopy procentowej¹⁷. Poza tymi podobieństwami rozumowanie Keynesa i Hayeka przebiegało dalej w sposób bardzo odmienny.

Laidler (1999) zauważa, że model IS/LM (wciąż podstawowe narzędzie większości bankierów centralnych¹⁸) jest w gruncie rzeczy modelem jednookresowym, w którym faktycznie nie rozróżnia się okresu krótkiego od długiego. Jego głównym przesłaniem jest to, że odchylenie pomiędzy stopą rynku finansowego a naturalną stopą procentową prowadzi do niedoboru lub nadmiernej zagregowanego popytu, co z kolei prowadzi odpowiednio do wzrostu bezrobocia lub (w bardziej kompletnym modelu) inflacji. Każdy z tych skutków jest wysoce niepożądany. W odróżnieniu od modelu IS/LM, w teorii austriackiej wpływ czasu jest elementem podstawowym, a kreacja kredytu – z wyjątkiem długiego okresu – nie musi prowadzić do presji inflacyjnej. To raczej ceny relatywne mają znaczenie zasadnicze. Odchylenia stopy rynku finansowego od naturalnej stopy procentowej prowadzą do kreacji kredytu finansującego inwestycje, które ostatecznie okazują się nierentowne. Przyczyną tego jest częste lokowanie kapitału w produkcję dóbr i usług, na które oczekiwany popyt w rzeczywistości nigdy nie następuje. Chociaż wielu słusznie krytykuje elementy austriackiej teorii kapitałowej, zagadnienie błędnej alokacji inwestycji napędzanych kreacją kredytu jest wciąż godne uwagi. Ponadto, podczas gdy większość modeli keynesowskich zakłada relatywnie łagodne przejście z jednego stanu równowagi do drugiego, przedstawiciele szkoły austriackiej podkreślali problem narastającej nierównowagi (kumulację odchyleń od stanu równowagi). Im głębsza nierównowaga, tym do bardziej dotkliwego prowadzi ostatecznie kryzysu. Pogląd ten opiera się na rozumowaniu, że wytworzone w okresie „przegrzania” dobra inwestycyjne nie są zbywalne, ale za to są dobrami trwałymi. W rezultacie „oczyszczenie” rynku z niewłaściwej alokacji kapitału jest procesem długotrwałym.

Jak wiemy, w większości krajów świata nie bierze się pod uwagę podejścia austriackiego, częściowo ze względu na jego nieadekwatność do sytuacji Wielkiego Kryzysu. Ponadto model keynesowski okazał się mieć bardzo dobre zastosowanie w okresie powojennym, z wyjątkiem lat 70., o czym dyskutowano powyżej. W rzeczy samej, od wczesnych lat 80. powszechnie stosowane podejście do polityki makroekonomicznej przynosiło doskonałe rezultaty. Wzrost gospodarczy w większości krajów rozwiniętych (z wyjątkiem Japonii) był wyższy i mniej zmienny, a inflacja była znacząco niższa i bardziej stabilna. W tym kontekście stwierdzenie, że dążenie banków centralnych do osiągnięcia niskiej, dodatniej inflacji powinno być rozszerzone o kwestię zapobiegania nadmiernej aktywności i powstawaniu nierównowagi w sektorze finansowym (co jest zgodne z duchem szkoły austriackiej) może się wydawać co najmniej zaskakujące. Niemniej, niżej przedstawiona argumentacja wskazuje, że takie zalecenie jest jak najbardziej uzasadnione. Ponadto w rozdziale czwartym zostanie pokazane, że jest całkiem prawdopodobne, iż dotychczasowe dobre wyniki gospodarcze mogą okazać się nie do utrzymania w dłuższym okresie.

Dlaczego historia może wciąż mieć znaczenie?

Jednym z powodów uzasadniających ponowną ocenę stosowanego obecnie podejścia do polityki pieniężnej są znaczące zmiany w strukturze globalnej gospodarki, jakie zaszły w ostatnich

¹⁶ Ta dyskusja została dobrze przedstawiona w Cochran i Glahe (1999).

¹⁷ Stopa procentowa na rynkach finansowych jest stopą, po jakiej banki komercyjne gotowe są użyczyć kapitału. Naturalna stopa procentowa jest z kolei określana przez czynniki realne, w szczególności te związane z oszczędnościami i inwestycjami.

¹⁸ Zobacz Blinder (1998) i Blinder (1999). Blinder pośrednio łączy model keynesowski z modelem IS/LM wprowadzonym przez Hicksa. Jak wykazał Leijonhufvud (1968), taki związek prowadzi do pominięcia wielu elementów myśli Keynesa, w szczególności dotyczących rynków kapitałowych i znaczenia niemierzalnych oczekiwań.

dziesięcioleciach. W szczególności, liberalizacja finansowa zwiększyła prawdopodobieństwo wystąpienia – zgodnie z myślą austriacką – cykli silnego wzrostu, po którym następuje gwałtowne załamanie gospodarcze. Ponadto, włączenie się dużych krajów w funkcjonowanie gospodarki światowej oraz liberalizacja i globalizacja realnej sfery gospodarki wydaje się, jak przedstawiono powyżej, istotnie wpływać na procesy inflacyjne i mechanizm transmisji monetarnej. Rozpatrzmy po kolei każde z tych zagadnień.

W ostatnich dekadach wystąpiły bardzo głębokie zmiany w strukturze sektora finansowego. Niektóre zmiany technologiczne w połączeniu z deregulacją doprowadziły do przyspieszenia rozwoju pozabankowych instytucji finansowych, wzrostu znaczenia procesów rynkowych oraz globalizacji i konsolidacji instytucji finansowych¹⁹. Krótko mówiąc, dzisiejszy zliberalizowany system finansowy wydaje się być znacznie bardziej narażony na wystąpienie cyklu silnych wzrostów i następujących po nich gwałtownych załamania niż wcześniejszy, znacznie bardziej regulowany, system finansowy. Bordo i Eichengreen (2000) w przekonujący sposób uzasadniają, że zmniejszenie liczby tego typu wydarzeń w skali międzynarodowej to skutek nałożenia kontroli finansowych w latach 30. i 40. ubiegłego stulecia, natomiast wzrost liczby wyżej opisanych cykli to rezultat stopniowego znoszenia tych ograniczeń.

Dynamikę tego procesu można przedstawić w sposób następujący. Wzrost kredytu związany z optymizmem, który dotyczy przebiegu przyszłych zdarzeń, prowadzi do wzrostu cen zakupywanych aktywów. To sprzyja wzrostowi inwestycji w aktywa trwałe (podobnie jak wzrostowi współczynnika q -Tobina) i zwiększa wartość zabezpieczenia kredytobiorców, co z kolei wzmacnia dalszą ekspansję kredytową. Z czasem, w warunkach związanego z tym procesem przyspieszenia wzrostu gospodarczego, zwiększa się skłonność do podejmowania ryzyka („nieracjonalny entuzjazm”), która dodatkowo przyczynia się do wzrostu kredytu. Borio i in. (2001) wykazują, że spready kredytowe, ceny aktywów, wewnętrzne ratingi banków, oceny agencji ratingowych i rezerwy celowe na należności zagrożone – te wszystkie wielkości charakteryzują się procyklicznością. W następnej kolejności, gdy już ostatecznie potwierdzi się, że oczekiwania dotyczące ryzyka i stopy zwrotu nie były właściwe, cały proces ulega odwróceniu. W sytuacji wystąpienia recesji po okresie „przegrzania”, wpływ wysokiego poziomu zadłużenia i niskich inwestycji na realną gospodarkę jest szczególnie odczuwalny. Często, choć nie zawsze, osłabiony zostaje także system finansowy, co dodatkowo potęguje załamanie gospodarcze.

Powyższa analiza nie wydaje się stać w sprzeczności z przedstawionym wyżej opisem innych gospodarczych i finansowych zaburzeń obserwowanych w ciągu ostatnich dziesięcioleci. Wydarzenia te z reguły nie były poprzedzone okresem zwiększonej presji inflacyjnej, natomiast wszystkim towarzyszył szybki wzrost kredytu, cen aktywów i inwestycji. Co więcej, powyższe rozumowanie spaja także długotrwałe osłabienie inwestycji w Niemczech, Japonii, Południowo-Wschodniej Azji i Stanach Zjednoczonych, następujące po wcześniejszym okresie silnego wzrostu nakładów inwestycyjnych. Podsumowując, argumenty przemawiające za potrzebą analizowania sytuacji sektora finansowego i jego możliwego wpływu na tempo i trwałość wzrostu gospodarczego jako nowej przesłanki do prowadzenia polityki pieniężnej mają dziś silniejsze podstawy niż we wcześniejszych dziesięcioleciach.

Z tych samych powodów zachodzące w gospodarce zmiany strukturalne również wskazują, że opieranie się na tradycyjnych wskaźnikach w prowadzeniu współczesnej polityki pieniężnej może już nie być właściwe. Odkładając normatywne zalecenia na później (do rozdziału czwartego warto zaznaczyć) warto zaznaczyć w tym miejscu, że wyniki badań empirycznych pokazują bardzo wyraźnie istotną zmianę w przebiegu procesów inflacyjnych²⁰ w ostatnich latach. Efekt przeniesienia zmian kursu walutowego i innych kosztów na ceny krajowe znacznie się osłabił. Wpływ krajowej luki popytowej na inflację wydaje się maleć. W rzeczy samej, w swojej niedawnej pracy Bordo i Filardo (2005) pokazują, że w wielu gospodarkach na krajową inflację wpływa już poważnie wykorzystanie mocy wytwórczych w skali globalnej. Szacunki nachylenia krótkookresowej krzywej Phillipsa zostały w wielu krajach obniżone, istotnie obniżyła się również inercja inflacyjna (po wystąpieniu wstrząsów).

¹⁹ Zobacz White (2004a).

²⁰ Jak zaznaczono wcześniej, zobacz Galati i Melick (2005).

Choć jednoznaczne wyjaśnienie występujących obecnie zdarzeń byłoby bardzo trudne (zobacz Romer i Romer (2002)), można sformułować pewne konkurencyjne względem siebie hipotezy. Istotną rolę w procesie tych przemian mogą odgrywać czynniki zarówno ze sfery realnej (wzrost konkurencji międzynarodowej i krajowej oraz wzrost wydajności), jak i sfery nominalnej (wzrost wiarygodności banków centralnych). Niestety, brak jasności co do głównych przyczyn także zwiększa niepewność, gdy chodzi o właściwe prowadzenie polityki pieniężnej. Rozważając powyższe, łącznie z rozpoznanymi zmianami w strukturze systemu finansowego, można stwierdzić, że ponowna weryfikacja zasad prowadzenia polityki monetarnej wydaje się w pełni uzasadniona.

4

Ocena obecnego systemu polityki pieniężnej

W poprzednich rozdziałach przedstawiono argumenty przemawiające za dwoma poniższymi spostrzeżeniami. Po pierwsze, znaczące załamania gospodarcze w świecie pieniądza fiducyjnego mogą mieć miejsce nawet w sytuacji, gdy nie poprzedza ich presja inflacyjna. Innymi słowy, odporność na tego typu zdarzenia kryzysowe nie jest związane z licznymi korzyściami płynącymi z osiągnięcia stabilności cen. Po drugie, tak jak akceptuje się efekty pierwszej rundy dla inflacji wynikające z negatywnych wstrząsów podaźowych, w podobnym stopniu należałoby prawdopodobnie tolerować zjawisko deflacji spowodowane korzystnymi wstrząsami podaźowymi. Skutki „nieszkodliwych” deflacji trudno jest ocenić, a w takim przypadku należałoby i tak przeciwstawić im koszty związane z działaniami mającymi na celu przeciwdziałanie spadkowi cen. W ostatnim rozdziale opracowania ocenie poddane są – sformułowane na podstawie powyższych spostrzeżeń – wnioski odnoszące się do prowadzenia polityki pieniężnej.

Niniejszy rozdział składa się z następujących części. W pierwszej przedstawiono najistotniejsze cechy obecnego „ortodoksyjnego” systemu polityki monetarnej. Obejmują one nie tylko sam cel(e) banków centralnych, lecz także sposób jego realizacji za pomocą instrumentów polityki pieniężnej. W następnej kolejności omówiono argumenty za utrzymaniem obecnego *status quo*, po czym przybliżono racje przemawiające za potrzebą zmian w polityce pieniężnej. Zasadniczo zagadnienie to sprowadza się do przeciwstawienia zaletom analizy statycznej („jak dotąd wszystko dobrze”) korzyści płynących z bardziej dynamicznego podejścia, które koncentruje się na skutkach dzisiejszych procesów.

4.1. Powszechny sposób prowadzenia współczesnej polityki pieniężnej

Należy zauważyć, że polityka pieniężna jest prowadzona w zróżnicowany sposób w poszczególnych obszarach walutowych. W rezultacie, jakkolwiek jednolity opis polityki monetarnej może stać się przedmiotem łatwej krytyki²¹. Ponadto, sposób prowadzenia polityki pieniężnej w praktyce podlega nieustannej ewolucji. Banki centralne reagują na swoje błędy, na nieoczekiwane efekty uboczne swojego dotychczasowego postępowania i na nowe spostrzeżenia naukowe (White 2002). Pamiętając o tych czynnikach, można jednak – analizując ostatnie lata – wyróżnić następujące pięć elementów „ortodoksyjnego” sposobu prowadzenia polityki monetarnej.

Po pierwsze, podstawowym celem polityki pieniężnej powinno być utrzymanie inflacji na niskim, dodatnim poziomie. Uwzględniając opóźnienia w mechanizmie transmisji polityki monetarnej oznacza to realizację celu na podstawie prognozy inflacji na dwa lata w przód. W pewnych krajach cel ten jest publicznie ogłaszany (jako cel inflacyjny), podczas gdy w innych jest on odczytywany w sposób pośredni, na podstawie tego, co bank centralny komunikuje i jakie podejmuje decyzje.

Po drugie, podstawowym instrumentem do osiągnięcia celu inflacyjnego jest krótkoterminowa stopa procentowa, na którą bank centralny wpływa w sposób bezpośredni. W większości przypadków wpływ ten dokonuje się poprzez wyznaczenie korytarza dla wahań stóp procentowych wraz z prowadzeniem operacji otwartego rynku, wpływających na płynność sektora bankowego. W ostatnich latach w Japonii, w której podstawowy instrument banku centralnego został ograniczony poprzez zerowy poziom stóp nominalnych, władze monetarne zdecydowały się na „ilościowe złagodzenie” polityki pieniężnej (polegające na tym, że bank centralny zwiększa bazę monetarną poprzez zakup aktywów – przyp. tłum.). Jest ono przeprowadzane poprzez ogłoszenie i realizację celów w postaci zagregowanego poziomu nadwyżkowych rezerw sektora bankowego.

²¹ Ryzyko takie jest prawdopodobnie największe w przypadku Banku Szwajcarii i Europejskiego Banku Centralnego.

Po trzecie, prognoza inflacji, której przebieg stanowi podstawę do prowadzenia polityki stóp procentowych banku centralnego, jest związana przede wszystkim z oddziaływaniem luki popytowej i luki bezrobocia na inflację. W rezultacie, szacunki stopnia wykorzystania mocy produkcyjnych i naturalnej stopy bezrobocia odgrywają podstawową rolę przy opracowaniu prognozy. Czasem banki centralne (przede wszystkim w Europie Kontynentalnej) odnoszą się także do innych wskaźników przyszłej inflacji, np. stopy wzrostu agregatów monetarnych i kredytowych, jednak ich znaczenie jest drugorzędne.

Po czwarte, ceny aktywów odgrywają istotną rolę w prowadzeniu polityki pieniężnej o tyle, o ile wpływają na lukę popytową i następnie na inflację. Ponadto trudno jest rozpoznać, kiedy ceny aktywów odchylają się od poziomu równowagi i nie można skutecznie zapobiegać ich nadmieremu wzrostowi, ponieważ wymagałoby to podniesienia stóp procentowych, co z kolei byłoby bardzo odczuwalne w innych obszarach gospodarki. Dla odmiany, złagodzenie polityki pieniężnej może skutecznie przeciwdziałać negatywnym skutkom spowolnienia gospodarczego związanego z załamaniem cen aktywów. Wskazuje to na pewną asymetrię w sposobie prowadzenia krajowej polityki monetarnej, gdy mowa o powyższych procesach.

Po piąte, prowadzenie polityki pieniężnej według powyższych czterech zasad oznacza potrzebę uelastycznienia kursu waluty krajowej. Jeśli dany kraj chce jednak ograniczać wahania kursowe, należy podkreślić jeszcze jedną istotną asymetrię polityki monetarnej. Deprecjacji można zapobiegać poprzez interwencje walutowe tylko o tyle, o ile pozwalają na to posiadane rezerwy walutowe (bądź możliwość ich pożyczania). Takich ograniczeń nie ma natomiast w przypadku przeciwstawiania się aprecjacji. Bank centralny w celu zakupu dewiz może wyemitować tyle waluty krajowej, ile tylko uzna za stosowne, oczywiście przy założeniu, że będzie akceptował efekty uboczne tego typu operacji.

4.2. Argumenty za utrzymaniem *status quo*

Chociaż już na pierwszy rzut oka przeprowadzenie ponownej oceny obecnego systemu polityki pieniężnej wydaje się uzasadnione, można raz jeszcze przywołać przekonujący argument za utrzymaniem obecnego *status quo*. Dotyczy on korzyści związanych z Wielkim Uspokojeniem (analogia do okresu Wielkiego Kryzysu oraz Wielkiej Inflacji – przyp. tłum.), tzn. że wahania produkcji oraz poziom i zmienność inflacji zostały znacząco ograniczone w ostatnich dziesięcioleciach. Innymi słowy banki centralne, na podstawie własnych doświadczeń, zrozumiały jak bardzo szkodliwa może być inflacja i postanowiły ją obniżyć. Władze monetarne odniosły sukces w realizacji tego celu i teraz wszyscy z tego korzystamy, ponieważ gospodarka ma się znacznie lepiej. Przykładowo, w warunkach niskiej i stabilnej inflacji, nie było potrzeby okresowego gwałtownego zacieśnienia polityki pieniężnej i towarzyszącego temu ryzyka wystąpienia niezamierzonej recesji.

Wskazując na przykłady wzrostu zaburzeń w sektorze finansowym, zwolennicy obecnego sposobu prowadzenia polityki pieniężnej są zdania, że może to w znacznej mierze wynikać z problemów „uczenia się” w warunkach coraz silniejszej deregulacji sektora finansowego, a także z powodu niedostatecznie rozwiniętej (w niektórych krajach) infrastruktury, która wzmacniałaby stabilność tego sektora. Najistotniejsze jest to, że w obu przypadkach powyższe problemy powinny okazać się przejściowe. Następstwem takiego podejścia jest przekonanie, że zliberalizowane systemy finansowe nie są z natury procykliczne i zdecydowanie nie są podatne na okresowe występowanie kryzysów. Przeciwnie, bardziej rozwinięte rynki finansowe okażą się w ostatecznym rozrachunku efektywne i bardzo odporne na występowanie zaburzeń. Rozwinięte rynki nie tylko pozwalają na przenoszenie ryzyka na tych, którzy najlepiej nim zarządzają, lecz także ułatwiają międzyokresowe wygładzanie dochodu, co pozwala podtrzymać popyt nawet w okresie recesji. Jeśli spojrzeć na liczbę poważnych wstrząsów, jakim w ostatnich latach zostały poddane globalna gospodarka i system finansowy, to ta naturalna odporność staje się, w rzeczy samej, coraz bardziej oczywista.

Na koniec należy zauważyć, że obecny system pozwalał na antycykliczne prowadzenie polityki monetarnej, gdy tylko jakieś zdarzenia wydawały się zagrażać perspektywom trwałego globalnego wzrostu. Z jednej strony, wyższe stopy procentowe w latach 80., w 1994 r., a także pod koniec

lat 90. miały przeciwdziałać wzrostowi oczekiwań inflacyjnych. Z drugiej strony, stopy procentowe zostały na całym świecie gwałtownie obniżone po krachu giełdowym w 1987 r. Stopy zostały także wyraźnie obniżone pod koniec lat 90., w momencie załamania się cen nieruchomości w wielu krajach i przy widocznych słabościach wielu systemów bankowych. W 1997 r., w odpowiedzi na możliwe skutki kryzysu azjatyckiego, stopy procentowe utrzymano na niezmiennym poziomie, chociaż tradycyjne wskaźniki presji inflacyjnej sygnalizowały potrzebę zacieśnienia polityki pieniężnej. Upadek LTCM (funduszu hedgingowego – przyp. tłum.) i związany z tym kryzys rosyjski, który także zagroził stabilności gospodarki brazylijskiej, doprowadził do widocznego złagodzenia polityki monetarnej, podobnie jak późniejszy spadek cen na giełdach światowych. To ostatnie wydarzenie doprowadziło ostatecznie do obniżenia stóp nominalnych do poziomu zaledwie 2 procent w Europie Kontynentalnej, 1 procenta w Stanach Zjednoczonych i – oczywiście – utrzymania zerowych stóp procentowych w Japonii, które było wspierane przez „ilościowe złagodzenie” polityki pieniężnej.

Gdy weźmiemy pod uwagę skuteczność powyższego sposobu prowadzenia polityki pieniężnej w stabilizacji wzrostu gospodarczego, argumenty sugerujące zmianę obecnego systemu mogą wydawać się nieprzekonujące. Niemniej, poza powyższymi oczywistymi spostrzeżeniami, ocena obecnej polityki monetarnej powinna uwzględniać także inne czynniki, które są omówione w dalszej części pracy.

4.3. Argumenty za zmianami

Ze względów analitycznych cztery poniższe zagadnienia zostały przedstawione osobno, chociaż w praktyce wzajemnie na siebie oddziałują, prowadząc do niekorzystnego, dynamicznego przebiegu procesów gospodarczych. Po pierwsze, w sytuacji gdy polityka pieniężna koncentruje się wyłącznie na osiągnięciu stabilności cen, bank centralny w okresie przyspieszenia wzrostu przeciwdziała procykliczności systemu finansowego tylko o tyle, o ile prowadzi ona do narastania presji inflacyjnej. Po drugie, asymetryczna reakcja polityki pieniężnej na późniejsze spowolnienie wzrostu (o ile te decyzje banku centralnego nie zostaną szybko odwrócone) może sprzyjać powstaniu nowych rodzajów nierównowagi. Po trzecie, jeśli skutki korzystnych wstrząsów podażowych są dodatkowo wzmocnione łagodnymi warunkami kredytowymi, to taka polityka monetarna może w rzeczywistości nasilić powyższe procykliczne tendencje w systemie finansowym. Po czwarte, realizacja podobnej polityki w następujących po sobie cyklach finansowych może przez dłuższy czas pozwolić na utrzymanie wzrostu gospodarczego i stabilności cen, ale może także znacząco zwiększyć ryzyko wystąpienia poważnych zaburzeń. Po przybliżeniu argumentów przemawiających za zmianą obecnego systemu, w rozdziale piątym niniejszego opracowania przedstawiono, jak mogłyby wyglądać zmienione zasady prowadzenia polityki pieniężnej.

Ograniczona reakcja polityki pieniężnej w warunkach wzrostu optymizmu

W podrozdziale 3.2. przybliżono przeszłe wydarzenia ilustrujące sposób, w jaki system finansowy może prowadzić do nadmiernego wzrostu kredytu i cen aktywów, a także niewłaściwego wydatkowania. Analiza tych wydarzeń musi być jednak skonfrontowana ze wspomnianą tezą o tymczasowości tego typu problemów. W rzeczywistości problemy te są tak naprawdę obserwowane od stuleci i to we wszystkich reżimach monetarnych. Co ważniejsze, były one obecne także w systemach, które nie podlegały zmianom regulacyjnym ani nie znajdowały się pod wpływem oddziaływania zaawansowanych technologii finansowych. Oczywiście, nie stoi to w sprzeczności z tym, że powyższe procesy mogą znacząco pogłębić naturalną tendencję do „nieracjonalnego entuzjazmu” (zobacz Andersen i White, 1996). Podsumowując, powtarzający się problem nadmiernych wzrostów, po których następują gwałtowne załamania gospodarcze jest zjawiskiem powszechnym, z którym, jak się wydaje, będziemy mieć jeszcze przez długi czas do czynienia.

Pomimo tego, banki centralne były, jak do tej pory, zdecydowanie niechętnie reagowaniu na powyższe problemy, z wyjątkiem sytuacji, w jakiej reakcja taka była uzasadniona szacunkami bezpośrednich skutków inflacyjnych. Jak podkreślono wyżej, powszechnie stosowanym argumentem jest to, że „bąble” na rynkach aktywów są trudne do zidentyfikowania i że „przekłucie” takiego bąbla

wymagałoby na tyle wysokich stóp procentowych, że zaszkodziłoby to innym obszarom gospodar-ki. Jednak przekonującym kontrargumentem jest to, że decydenci powinni uwzględnić znacznie więcej wskaźników niż tylko ceny aktywów. To raczej kombinacja szybkiego wzrostu kredytu, rosnących cen aktywów i nietypowej (nie do utrzymania) struktury zagregowanego popytu powinna wywołać odpowiednią reakcję polityki pieniężnej. Pierwsze dwie kwestie wskazują na prawdopodobieństwo wystąpienia w przyszłości napięć czy kryzysu, podczas gdy ostatnia mówi więcej o związanych z tym późniejszych kosztach, gdyby taki problem rzeczywiście zaistniał²². Na przykład, nienaturalnie niska stopa oszczędności gospodarstw domowych (np. w wyniku międzyokresowej optymalizacji, której sprzyja współczesny system finansowy) oznacza potrzebę ograniczenia wydatków w przyszłości. Podobnie, nienaturalnie wysoka stopa inwestycji przedsiębiorstw może prowadzić do nierentownej alokacji zasobów, czego negatywnym skutkiem będzie osłabienie popytu na kapitał i pracę.

Zacieśnienie polityki pieniężnej w wyniku uwzględnienia kombinacji powyższych wskaźników co najmniej złagodziłoby skalę nadmiernego wzrostu i następującego po nim załamania. Ponadto sama świadomość, że bank centralny prawdopodobnie postąpiłby w taki sposób mogłaby doprowadzić do zmiany zachowania podmiotów ekonomicznych. Wydaje się, że osłabiłoby to naturalną procykliczność systemu. Choć powyższe rozumowanie może wydawać się zbyt daleko idące, taka reakcja byłaby podobna do tej, która wystąpiła po tym jak banki centralne zdecydowały się dążyć do osiągnięcia stabilności cen. Wynikiem tego było zakotwiczenie oczekiwań inflacyjnych, co z kolei zmniejszyło potrzebę gwałtownych reakcji polityki pieniężnej.

Asymetryczne złagodzenie polityki pieniężnej w warunkach spowolnienia wzrostu

Zdecydowane obniżenie stóp procentowych w celu zmniejszenia kosztów wynikających z gwałtownego „załamania” cyklu ma także pewne wady. Po pierwsze, taka polityka może okazać się nieskuteczna. Zarówno Keynes, jak i Hayek zdawali sobie sprawę z ograniczonej skuteczności złagodzenia polityki monetarnej w niesprzyjających warunkach związanych z wcześniejszym załamaniem koniunktury i pogorszeniem nastrojów konsumentów. Rozważania Keynesa na temat „pułapki płynnościowej” oraz trudności związanych z ożywieniem gospodarki przez politykę pieniężną, gdy nastroje społeczne są bardzo złe (ang. „*pushing on a string*”) są dobrze znane. Z kolei Hayek podkreślał paradoks polegający na tym, że jeśli zasadniczym problemem jest niewłaściwa alokacja realnych zasobów, wynikająca z „nadmiernej” kreacji pieniądza i kredytu, to szukanie rozwiązania poprzez dalsze zwiększenie dostępności kredytu i – potencjalnie – dalsze pogłębienie nierównowagi jest mało zrozumiałe. W tym kontekście warto przywołać niedawne doświadczenia Japonii i Stanów Zjednoczonych. W pierwszym przypadku, bezprecedensowe złagodzenie warunków monetarnych nie wystarczyło, aby odwrócić 15-letni okres spowolnienia gospodarczego. W drugim przypadku, podobnie niespotykane złagodzenie polityki pieniężnej (i fiskalnej) po 2001 r. doprowadziło do przyspieszenia wzrostu, ale tempo ożywienia gospodarczego było nadal najwolniejsze w całym okresie powojennym²³.

Druga potencjalna wada zdecydowanego złagodzenia polityki monetarnej ma związek ze strukturą kapitału, w tym jego strukturą własnościową. Po okresie nadmiernych inwestycji, nierentowny kapitał powinien zostać wycofany, aby stopa zwrotu powróciła do właściwego poziomu. Jednak doświadczenia Japonii jasno pokazują, że firmy „zombie” mają łatwy dostęp do prawie nieograniczonego, szczególnie w warunkach niskich stóp procentowych, źródła finansowania przez powiązane z nimi banki, co może istotnie hamować proces koniecznych zmian. Ostatecznie może

²² Z rozumowaniem tym wiąże się koncepcja oczekiwanej straty, obliczanej jako iloczyn prawdopodobieństwa wystąpienia danego wydarzenia i związanego z nim kosztu.

²³ Doświadczenie takiego wpływu niekorzystnych uwarunkowań związanych z wcześniejszym okresem nadmiernego entuzjazmu w Stanach Zjednoczonych w późnych latach 90., mogłoby także uzasadniać potrzebę dokonania ponownej oceny przyczyn Wielkiego Kryzysu z lat 30. ubiegłego stulecia. Być może, kryzys ten nie był po prostu efektem złej polityki Fed-u, ale nieuniknionym skutkiem wcześniejszej nierównowagi – zobacz Eichengreen i Mitchener (2003). Kryzys w Azji Południowo-Wschodniej w późnych latach 90. jest kolejnym przykładem ograniczonej skuteczności łagodnej polityki pieniężnej. Niższe stopy procentowe, mające doprowadzić do ożywienia gospodarki, stworzyły zagrożenie załamania kursu walutowego i w rezultacie doprowadziły do wzrostu stóp długoterminowych. Ponadto, gdy zważymy na występujące w wielu krajach niedopasowanie struktury walutowej aktywów i pasywów, to stwierdzimy, że deprecjacja waluty krajowej prowadziła w efekcie do zacieśnienia, a nie złagodzenia warunków funkcjonowania krajowych podmiotów gospodarczych.

to prowadzić do znacznego wydłużenia procesu odpowiedniego dostosowania w bilansach przedsiębiorstw (w szczególności dotyczy to zmniejszenia ich zadłużenia). Ponadto, możliwość pozyskania przez firmy kapitału po bardzo niskim koszcie z różnych źródeł finansowania, a także zakumulowane znaczne rezerwy gotówkowe również odsuwają perspektywę bankructwa, nawet jeśli jest ono uzasadnione czynnikami fundamentalnymi. Tanie finansowanie ułatwia także fuzje i przejęcia, chociaż praktyka pokazuje, że działania takie częściej prowadzi do obniżenia niż wzrostu wartości przedsiębiorstw. Wreszcie, silne obniżenie stóp procentowych prowadzi do przepływu środków od wierzycieli do dłużników, co w perspektywie może zmniejszać skłonności do oszczędzania i pogarszać perspektywę długofalowego wzrostu. Podsumowując, utrzymywanie przez dłuższy czas stóp procentowych na niskim poziomie nie daje gwarancji, że osiągnie się pożądane efekty, czyli pobudzenie zagregowanego popytu, natomiast ma zdecydowanie negatywny, długookresowy wpływ na stronę podażową gospodarki.

Trzecia możliwa wada ma związek z potencjalnymi niedoskonałościami rynków finansowych. Po pierwsze, doświadczenia Japonii z ostatnich pięciu lat pokazują, że przy długookresowym utrzymywaniu stóp procentowych na bardzo niskim poziomie może nastąpić załamanie rynku międzybankowego, które zmusi bank centralny do pełnienia roli „animatora rynku ostatniej instancji”. Po drugie, co w ostatnich latach widać wyraźnie na przykładzie krajów azjatyckich, łatwo dostępny, tani kredyt w systemie zdominowanym przez sektor bankowy utrudnia rozwój innych form finansowania rynkowego. Z czasem, przy słabo rozwiniętym systemie finansowym, może to ograniczać efektywność i stabilność sektora finansowego. Po trzecie, odnosi się to w większym stopniu do rozwiniętych rynków finansowych, niższe stopy procentowe mogą sprzyjać inwestowaniu w bardziej ryzykowne aktywa o wyższej stopie zwrotu. Dotyczy to w szczególności instytucji finansowych (firm ubezpieczeniowych i funduszy emerytalnych o zdefiniowanej stopie zwrotu), które są zobowiązane do osiągnięcia określonej minimalnej stopy zwrotu. To zachęca inwestorów do lokowania kapitału w coraz bardziej ryzykowne aktywa, a także do zwiększania dźwigni w celu zwiększenia stopy zwrotu z kapitału. Takie postępowanie prowadzi do zmniejszenia premii za ryzyko dla niżej ocenianych papierów komercyjnych i obligacji rządowych oraz zwiększa dostępność taniego finansowania w przypadku inwestycji typu *venture capital* oraz zakupu papierów wartościowych zabezpieczonych aktywami. Z jednej strony, sprzyja to pożądanemu zwiększeniu spożycia i inwestycji. Z drugiej strony, gdyby niektóre sektory gospodarki były w tych inwestycjach szczególnie preferowane (*vide* przykład spółek technologicznych pod koniec lat 90. i obecnie rynku mieszkaniowego), mogłoby to prowadzić do kolejnego kryzysu związanego z napędzaną kredytem złą alokacją zasobów.

Ostatnią wadą zdecydowanego złagodzenia polityki pieniężnej po okresie boomu jest ostateczna potrzeba znalezienia wyjścia z tej sytuacji. Z jednej strony, będzie to tym trudniejsze, im bardziej wymienione wady będą już widoczne. Jeśli ceny aktywów wydają się być zawyżone, a poziom długu jest wysoki, wzrost stóp procentowych może mieć większe i potencjalnie bardziej nieliniowe skutki niż można byłoby tego oczekiwać w innych warunkach. Tego rodzaju obawy były przypuszczalnie przyczyną stopniowego (a także bardziej zdecydowanego) cyklu zacieśniania polityki pieniężnej przez Fed, który to cykl rozpoczął się w czerwcu 2004 r. Z drugiej strony, stosowanie przez Bank Japonii „ilościowego łagodzenia” polityki pieniężnej, jako uzupełnienia do utrzymywanych bardzo niskich stóp procentowych, podkreśla występowanie dalszych trudności, gdy bank centralny ponownie zdecyduje się zacieśnić politykę pieniężną. Podmioty ekonomiczne będą wtedy świadome tego, jakie nadwyżkowe rezerwy posiadają banki komercyjne, co może prowadzić do wzrostu obaw o inflacyjny wpływ tych rezerw. Pokazuje to jak trudną i subtelną sztuką jest prowadzenie polityki pieniężnej, gdzie zacieśnienie musi być dostatecznie powolne, aby uniknąć zdestabilizowania rynków finansowych, ale dostatecznie szybkie, żeby nie doprowadzić do „odbicia” oczekiwań inflacyjnych.

Korzystne wstrząsy podażowe

Jednym z zagadnień związanych z korzystnymi wstrząsami podażowymi jest to, czy w takiej sytuacji banki centralne powinny nadal dążyć do osiągnięcia niskiej dodatniej inflacji w bliskiej perspektywie czasowej. Jak przedstawiono powyżej, „nieszkodliwa” deflacja spowodowana korzystnymi wstrząsami podażowymi ma inne skutki dla gospodarki niż deflacja mająca swe źródło w niedo-

statecznym popycie. Analogicznie do powszechnego przekonania, że efekty pierwszej rundy związane z negatywnymi wstrząsami cenowymi nie powinny powodować reakcji polityki pieniężnej, podobny tok rozumowania powinien dotyczyć korzystnych wstrząsów podażowych. Ponadto, trzeba pamiętać, że przy postępującej globalizacji wstrząsy te mogą występować przez wiele lat, a ich wpływ na dynamikę cen może trwać dłużej niż np. rok. W pewnym momencie może to nawet wskazywać na potrzebę *obniżenia* celu inflacyjnego²⁴. Warto w tym kontekście zwrócić uwagę na wyraźny kontrast wobec zaleceń formułowanych przez osoby obawiające się następstw deflacji. Przymuszczenie obawiając się możliwego wystąpienia jej „dotkliwej” formy, najczęściej wskazują na potrzebę *podniesienia* celu inflacyjnego, aby zmniejszyć ryzyko wystąpienia niezamierzonej deflacji.

Brak obniżenia celu inflacyjnego (czy to w sposób otwarty, czy pośrednio) w sytuacji korzystnych wstrząsów podażowych doprowadziłby do ukształtowania się stóp procentowych na niższym poziomie niż miałyby to miejsce w przypadku dostosowania celu. Prowadziłoby to do zwiększania obaw dotyczących wyżej wymienionych skutków utrzymywania zbyt niskich stóp procentowych. Paradoksalnie, ubezpieczenie się przed „nieszkodliwą” deflacją może w dłuższym okresie zwiększyć ryzyko wystąpienia „złej”, a następnie „dotkliwej” deflacji. Prawdopodobieństwo takiego scenariusza rosnęłoby wraz z długością okresu oddziaływania korzystnych wstrząsów podażowych, a także z ilością kolejnych asymetrycznych reakcji polityki pieniężnej ukierunkowanej na przeciwdziałanie następstwom pęknięcia „bąbla”.

Skumulowane efekty w warunkach powszechnie prowadzonej polityki pieniężnej

Być może najmocniejszym z wymienionych argumentów za utrzymaniem obecnego sposobu prowadzenia polityki pieniężnej jest to, że w wielu krajach system ten okazał się wyjątkowo skuteczny w utrwaleniu wzrostu gospodarczego przy niskiej inflacji. Na przykład w Stanach Zjednoczonych, ekspansja gospodarcza, która rozpoczęła się na początku lat 80. została zatrzymana tylko na krótko na początku lat 90., a następnie na jeszcze krócej na przełomie wieku. Gdy weźmiemy pod uwagę serię kolejnych wstrząsów finansowych w gospodarce światowej, nie ulega wątpliwości, że do wspomnianych osiągnięć makroekonomicznych przyczyniło się umiejętne prowadzenie polityki monetarnej. Procesowi temu towarzyszył odpowiedni wzrost wiarygodności banków centralnych, który także pomógł znacząco w zakotwiczeniu oczekiwań inflacyjnych. Należy jednak zaznaczyć, że pozytywne wstrząsy podażowe również odegrały swoją rolę w utrzymaniu niskiej inflacji. Pozwoliło to uniknąć typowej dla okresu powojennego reakcji polityki monetarnej przeciw rosnącej inflacji, która często kończyła się recesją gospodarczą. Ponadto, przy stłumionym wzroście cen, polityka pieniężna mogła z dobrym skutkiem przeciwdziałać zagrożeniom wzrostu, wynikającym z zaburzeń w sektorze finansowym.

Nie negując tych osiągnięć, kwestią otwartą pozostaje to czy osiągnięty wzrost okaże się trwały. Jedną z możliwości jest doprowadzenie do ostatecznego odbicia inflacyjnego, spowodowanego dotychczasową akumulacją łagodzenia warunków monetarnych. Obecny gwałtowny wzrost cen energii i surowców może stanowić przedsmak takiego efektu. W warunkach bardziej płaskiej niż w przeszłości, krótkookresowej krzywej Phillipsa, przeciwdziałanie wzrostowi oczekiwań inflacyjnych mogłoby być kosztowne i wymagać mocniejszego zacieśnienia polityki monetarnej niż się to obecnie wydaje.

Kolejnym skutkiem zakumulowanego pobudzenia procesów gospodarczych przez politykę pieniężną jest wzrostowa tendencja zadłużenia gospodarstw domowych w Stanach Zjednoczonych i w wielu innych krajach, czemu towarzyszy spadkowy trend stopy oszczędności krajowych. Zarówno w przypadku wzrostu zadłużenia, jak i spadku stopy oszczędności, zjawiska te osiągnęły historyczne poziomy. Dla odmiany w Chinach, inwestycje krajowe rosną i obecnie kształtują się na rekordowym poziomie w relacji do PKB. Ponadto, na rynkach światowych premia za ryzyko związane z aktywami bardzo często obniżyła się do najniższych w historii poziomów i to w czasie, gdy ceny

²⁴ W okresie przed II wojną światową nieustannie toczyła się dyskusja dotycząca tego, w jaki sposób najlepiej zapewnić jednoczesne występowanie wzrostu krańcowej produktywności i wzrostu realnych wynagrodzeń. Z jednej strony wskazywano, że płace nominalne powinny wzrosnąć przy utrzymaniu cen na niezmiennym poziomie. Inni podkreślali jednak, że płace powinny pozostać niezmiennymi, podczas gdy ceny powinny się obniżyć w takim samym stopniu, w jakim wzrosła wydajność. Zobacz Selgin (1997).

mieszkań urosły rekordowo. Globalna nierównowaga w bilansach obrotów bieżących także osiągnęła niespotykane dotąd poziomy, na podstawie których widać, że kraje o największej nierównowadze zewnętrznej zazwyczaj charakteryzują się również najgłębszą nierównowagą wewnętrzną. Gdyby którekolwiek lub wszystkie z powyższych wielkości miały powrócić do swoich historycznie średnich poziomów, trwałość przyszłego wzrostu gospodarki światowej mogłaby zostać podważona, prowadząc raczej do deflacji niż do inflacji. Gdy weźmiemy pod uwagę te dwie możliwości, najgorszym scenariuszem byłoby wystąpienie presji inflacyjnej prowadzącej do gwałtownego zacieśnienia polityki pieniężnej, które z kolei spowodowałoby „powrót do średniej” na kilku rynkach równocześnie.

Kolejnym problemem wynikającym z obecnie stosowanego podejścia do polityki pieniężnej jest to, że gdy nierównowagi narastają w czasie, zdolność przeciwdziałania im za pomocą polityki pieniężnej może się stopniowo zmniejszać. Mniejsze podwyżki stóp procentowych w okresie boomu niż ich obniżki w okresie recesji mogą w efekcie sprowadzić stopy banku centralnego do poziomu zerowego. Doświadczenia Japonii pokazują, że w takiej sytuacji możliwości pobudzenia gospodarki przez władze monetarne są bardzo ograniczone. Jeśli w takim przypadku nastąpiłoby dodatkowo osłabienie wzrostu, przy początkowo bardzo niskiej inflacji, zwiększyłoby się prawdopodobieństwo wystąpienia kosztowniejszej formy deflacji. Gdyby zdarzyła się taka sytuacja, wtedy zalecane jest zastosowanie jeszcze bardziej niekonwencjonalnych środków polityki pieniężnej niż te wykorzystane w Japonii. Oczywiście towarzyszyłaby temu jeszcze większa niepewność co do skutków takiego działania²⁵. Przedstawione tutaj możliwe następstwa prowadzenia polityki monetarnej według powszechnie obowiązujących zasad są mocnym argumentem przemawiającym za poprawieniem obecnego systemu.

²⁵ Zobacz Bernanke (2002).

5

Jak może wyglądać nowa polityka pieniężna?

Silniejszy nacisk, który w ostatnich dziesięcioleciach banki centralne kładą na osiągnięcie stabilności cen przyczynił się już do znacznego wydłużenia horyzontu czasowego, uwzględnianego przy prowadzeniu polityki pieniężnej. Po okresie, w którym uwagę zwracano przede wszystkim na natychmiastowe skutki polityki pieniężnej odczuwalne w produkcji i zatrudnieniu, nastąpiła zasadnicza zmiana, w wyniku której analiza polityki monetarnej koncentruje się na jej wpływie na inflację w okresie roku lub dwóch lat po decyzji. W świetle argumentacji przedstawionej w niniejszym opracowaniu, zasadność tej zdecydowanej reorientacji w ekonomicznym myśleniu i branie pod uwagę możliwych efektów, które wystąpią w dłuższym okresie nie powinna być w żaden sposób kwestionowana. Co więcej, horyzont taki powinien być jeszcze dłuższy, aby można było w pełni uwzględnić skutki oddziaływania zakumulowanej przez lata nierównowagi systemu finansowego na ceny.

Być może najważniejszą z wymaganych w obecnym systemie zmian byłoby – mając na uwadze koszty zakumulowanej nierównowagi finansowej – odejście od działań ukierunkowanych wyłącznie na rozwiązywanie teraźniejszych problemów, jeśli miałyby powodować ryzyko powstania znacznie poważniejszych trudności w przyszłości. Oczywiście, przekonanie społeczeństwa, że zaciśnienie polityki pieniężnej jest konieczne nie z powodu ograniczenia inflacji w tradycyjnie branych pod uwagę horyzoncie czasowym, ale w celu uniknięcia niepożądanego dezinflacji w jeszcze dłuższym czasie z wiadomych względów nie będzie zadaniem łatwym. Zatem, szczególną rolę powinny odgrywać rozwiązania instytucjonalne, które sprzyjałyby właściwej reakcji polityki pieniężnej na narastanie widocznej nierównowagi²⁶.

Zapewnienie takiej reakcji wymagałoby zarówno właściwej identyfikacji nagromadzonych rodzajów nierównowagi, jak i dostarczenia bodźców instytucjonalnych do odpowiedniego działania władz monetarnych. Żaden z tych warunków nie jest jednak łatwy do spełnienia. Rozpatrując pierwszy z nich, należy rozwinąć obecnie prowadzone badania dotyczące wskaźników stabilności finansowej. Ponadto, należy zwiększyć świadomość społeczeństwa dotyczącą tego, że potencjalne szkody w poprawnie funkcjonującym systemie finansowym nie powinny być jedynym źródłem obaw. Znaczna nierównowaga w bilansie przedsiębiorstw i gospodarstw domowych także może przyczynić się do znacznego pogorszenia sytuacji gospodarczej i w konsekwencji spowodować obniżenie wzrostu gospodarczego wyraźnie poniżej potencjału. Analizując drugi z warunków, polegający na dostarczeniu władzom monetarnym odpowiednich bodźców, można dojść do wniosku, że banki centralne powinny publicznie ogłaszać, iż w swoim postępowaniu będą przeciwdziałać powstającej nierównowadze finansowej, nawet jeśli w pewnych sytuacjach miałyby to prowadzić do ukształtowania się inflacji poniżej celu (w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej). W rzeczy samej, słusznym wydaje się pogląd, że to na decydentach powinna ciążyć odpowiedzialność publicznego wyjaśnienia, dlaczego nie zdecydowali się przeciwdziałać zjawiskom, które przez innych mogły być postrzegane jako niebezpieczne narastanie wyżej wspomnianej nierównowagi. Aby pozyskać rządowe i społeczne poparcie dla nowego sposobu prowadzenia polityki pieniężnej, konieczne będzie podjęcie zdecydowanych wysiłków edukacyjnych w celu przekonania odbiorców o korzyściach płynących z takiej zmiany.

²⁶ Zobacz White (2005a). To spostrzeżenie ma także wymiar przedwojenny. Lucas (1977) zauważa, że „dążenie do wyjaśnienia cykli koniunkturalnych ukierunkowane było na rozpoznanie instytucjonalnych źródeł niestabilności, czemu przysięcała nadzieja, że raz zidentyfikowane, problemy te zostaną usunięte lub ich oddziaływanie złagodzone poprzez odpowiednie zmiany instytucjonalne. (...) Porzuceniu wysiłków do wyjaśnienia wahań koniunktury towarzyszyło przekonanie, że polityka pieniężna może oddziaływać natychmiastowo lub w bardzo krótkim czasie na gospodarkę i spowodować jej przejście z bieżącego niekorzystnego stanu, jakkolwiek osiągniętego, do stanu lepszego.”, str. 8.

Na podstawie przedstawionego rozumowania można stwierdzić, że nowy sposób prowadzenia polityki pieniężnej charakteryzowałby się większą symetrycznością w trakcie cyklu kredytowego. Oznaczałoby to bardziej niż dotąd zdecydowane przeciwdziałanie okresom silnych wzrostów. To z kolei wyeliminowałoby potrzebę asymetrycznego łagodzenia polityki monetarnej w trakcie późniejszego załamania wzrostu i – tym samym – zniknęłyby problemy wynikające z utrzymywania przez dłuższy czas stóp procentowych na bardzo niskim poziomie. Jednym z istotnych efektów bardziej symetrycznej polityki jest również to, że sprzyjałaby zapobieganiu narastającej nierównowagi w systemie finansowym. To z kolei pozwoliłoby władzom monetarnym na bardziej zdecydowaną reakcję w trakcie wzrostowej fazy cyklu kredytowego, ponieważ obawy dotyczące możliwości wywołania kryzysu byłyby mniejsze. W ten sposób, zamiast niekorzystnego sprzężenia zwrotnego mogłyby powstać solidniejsze podstawy dla przebiegu korzystnych i wzajemnie się wzmacniających procesów.

Wdrożenie powyższych zasad do bankowości centralnej jest kolejnym wyzwaniem, które wymaga wielokierunkowego spojrzenia. O ile bowiem łatwo jest zidentyfikować bariery tamujące pożądane zmiany, o tyle znacznie trudniejsze jest usunięcie tych przeszkód. Pomocne w tej kwestii mogłoby być skorzystanie z wyżej przedstawionych zaleceń dla władz monetarnych²⁷. Jednak, czy takie działania zostaną podjęte, będzie w sposób zasadniczy zależać od tego, w jakim stopniu banki centralne będą przekonane o istnieniu tego problemu i potrzebie jego rozwiązania. Można mieć tylko nadzieję, że zrozumienie, iż znajdujemy się na niebezpiecznej ścieżce nie będzie wymagało wcześniejszego poniesienia kosztów w postaci gwałtownego odwrócenia procesu narastającej nierównowagi gospodarczej.

²⁷ Szersza i bardziej szczegółowa analiza tych praktycznych zagadnień została przedstawiona w Borio (2003) i White (2004b).

Bibliografia

1. Andersen, P. i W.R. White (1996): *The Macroeconomic Effects of Financial Sector Reforms: An Overview of Industrial Countries*. OECD Proceedings: Macroeconomic Policies and Structural reform, str. 59–104.
2. Bank for International Settlements (czerwiec 1999): *69th Annual Report*. Basel.
3. Bank for International Settlements (czerwiec 2003): *73rd Annual Report*. Basel.
4. Bernanke, B.S. (1983): *Non-monetary effects of the financial crisis in the propagation of the Great Depression*. NBER Working Papers No. 1054.
5. Bernanke, B.S. (21 listopada 2002): *Deflation: making sure „it” doesn’t happen here*. Remarks before the National Economists Club, Washington DC.
6. Blinder, A. (grudzień 1988): *The fall and the rise of Keynesian economics*. „Economic Record” Vol 64 No. 189, str. 278–294.
7. Blinder, A. (1999): *Central banking in theory and practice*. The MIT Press, Cambridge, Massachusetts.
8. Bordo, M.D. i B. Eichengreen (czerwiec 2000): *Is the crisis problem growing more severe?* Praca przedstawiona w Banku Szwecji podczas konferencji „Asset prices and monetary policy”, Stockholm.
9. Bordo, M.D. i A. Filardo (listopad 2005): *Deflation in a historical perspective*. Praca przedstawiona podczas konferencji BIS „Understanding Low Inflation and Deflation”, BIS Working Papers No. 186.
10. Borio, C.E.V. (luty 2003): *Towards a macroprudential framework for financial supervision and regulation?* BIS Working Papers No. 128.
11. Borio, C.E.V. i A. Filardo (marzec 2004): *Looking back at the international deflation record*. „North American Journal of Economics and Finance” No. 15, str. 287–311. Także dostępne w rozszerzonej wersji: *Back to the future? Assessing the deflation record*. BIS Working Papers No. 152.
12. Borio, C.E.V., C. Furfine i P. Lowe (marzec 2001): *Procyclicality of the financial system and financial stability: issues and policy options*. BIS Papers No. 1, str. 1–57.
13. Borio, C. E. V. i W. White (luty 2004): *Whither monetary and financial stability? The implications of evolving policy regimes*. BIS Working Papers No. 147.
14. Cochran, J.P. i F.R. Glahe (1999): *The Hayek-Keynes debate: Lessons for current business cycle research*. Lewiston, NY: Edwin Mellon Press.
15. Dhyne, E., L. Alvarez, H. Le Bihan, G. Veronese, D. Dias, J. Hoffmann, N. Jonker, P. Lünemann, F. Rümmler i J. Vilmunen (2005): *Price setting in the euro area: some stylized facts from individual consumer price data*. ECB Working Paper No. 524.
16. Eichengreen, B. i K. Mitchener (wrzesień 2003): *The Great Depression as a credit boom gone wrong*. Praca przedstawiona podczas konferencji BIS „Monetary stability, financial stability and the business cycle”, BIS Working Papers No. 137.
17. Friedman, M. (marzec 1968): *The role of monetary policy*. „American Economic Review” Vol 58, str. 1–17.
18. Galati, G. i Melick (2005): *The evolving inflation process: an overview*. Background note to the Autumn 2005 Central Bank Economists’ Meeting, BIS Papers, w druku.

19. Hayek, F.A. (sierpień 1975): *Full employment at any price?* The Institute of Economic Affairs (IEA), Occasional Paper 45, London.
20. Hicks, J. (1967): *Critical essays in monetary theory*. John Hicks (red.), Clarendon Press, Oxford.
21. Laidler, D. (1999): *Fabricating the Keynesian revolution: studies of the inter-war literature on money, the cycle, and unemployment*. Cambridge University Press.
22. Laidler, D. (wrzesień 2003): *The price level, relative prices, and economic stability: aspects of the interwar debate*. BIS Working Papers No. 136, Basel.
23. Leijonhufvud, A. (1968): *On Keynesian economics and the economics of Keynes*. Oxford University Press, London 18.
24. Lucas, R.E. (1977): *Stabilization of the domestic and international economy*. W: Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy.
25. Phelps, E. (1968): *Money, wage dynamics and unemployment equilibrium*. „Journal of Political Economy” 76 (4), część 2, str. 678–711.
26. Romer, C. i D. Romer (29–31 sierpnia 2002): *The evolution of economic understanding and postwar stabilization policy*. W: Proceedings of a Conference on Rethinking Stabilization Policy, Federal Reserve Bank of Kansas City.
27. Selgin, G. (1997): *Less than zero. The case for a falling price in a growing economy*. IEA Hobart Papers 132, Institute of Economic Affairs, London.
28. Summers, L. (1991): *The scientific illusion in empirical macroeconomics*. „Scandinavian Journal of Economics” 93 (2), str. 129–48.
29. White, W.R. (18 października 2002): *Changing views on how best to conduct monetary policy*. BIS Speeches.
30. White, W.R. (styczeń 2004a): *Are changes in financial structure extending safety nets?* BIS Working Papers No. 145, Basel.
31. White, W.R. (25–26 października 2004b): *Making macroprudential concerns operational*. W: *Proceedings of the symposium on financial stability policy – challenges in the Asian era*, De Nederlandsche Bank, Amsterdam, str. 47–62.
32. White, W.R. (wrzesień 2005a): *Procyclicality in the financial system: do we need a new macro-financial stabilization framework?* Kiel Economic Policy Papers 2.
33. White, W.R. (2005b): *Changes in productivity and competitiveness: Impact on the international allocation of capital and global imbalances*. Prezentacja przedstawiona podczas *Banque de France Symposium*, Paryż, 4 listopada, w druku.