

PIOTR CIŻKOWICZ\*  
ANDRZEJ RZOŃCA\*\*

---

## **Dlaczego banki centralne nie powinny podwyższać celu inflacyjnego?**

### **Wstęp**

Olivier Blanchard, główny ekonomista Międzynarodowego Funduszu Walutowego (MFW), wraz z dwoma innymi ekonomistami [Blanchard i in. 2010], zasugerował na początku 2010 r., aby banki centralne rozważyły podniesienie swoich celów inflacyjnych z obecnych około 2%<sup>1</sup> do około 4%. Wyższe w konsekwencji nominalne stopy procentowe miałyby dać bankom centralnym możliwość większych obniżek stóp w sytuacji głębokiej recesji, a w efekcie możliwość silniejszego pobudzania wydatków prywatnych i szybszego wyprowadzania gospodarki z recesji.

Wiele już napisano, dlaczego sugestii Blancharda nie powinno się przyjąć. Wydaje się, że sam autor zaczął się z niej wycofywać, wskazując na nieporozumienia powstałe przy jej interpretacji<sup>2</sup>. Ponieważ jednak zaczęła ona żyć własnym życiem, warto przeanalizować konsekwencje jej ewentualnego wprowadzenia. W niniejszym artykule przedstawiamy słabości tej koncepcji.

Artykuł składa się z trzech części. Najpierw przedstawiamy dotychczasowe dwie główne linie krytyki propozycji Blancharda. Pierwsza, dotycząca krótkiego okresu, jest związana z oceną wpływu podniesienia celu inflacyjnego na premię za ryzyko wliczane do stóp procentowych i skutków zmian tej premii dla stabilności gospodarki światowej. Druga, odnosząca się do dłuższej perspektywy, od-

---

\* Dr Piotr Ciżkowicz – Katedra Międzynarodowych Studiów Porównawczych, Kolegium Analiz Porównawczych, Szkoła Główna Handlowa; e-mail: piotr.cizkowicz@sgh.waw.pl

\*\* Dr Andrzej Rzońca – Katedra Międzynarodowych Studiów Porównawczych, Kolegium Analiz Porównawczych, Szkoła Główna Handlowa; e-mail: andrzej.rzonca@nbp.pl

<sup>1</sup> Cel inflacyjny na poziomie 2% jest typowy dla krajów wysoko rozwiniętych. Jeśli natomiast uwzględnimy wszystkie kraje prowadzące politykę pieniężną według strategii bezpośredniego celu inflacyjnego, wtedy jego typowa wartość przesuwana się w okolice 3% (zob. np. [Roger 2009]).

<sup>2</sup> Zob. np. wywiad Blancharda dla „Rzeczpospolitej” (8.06.2010).

wołuje się do kosztów inflacji. Następnie dodajemy do nich trzecią, wynikającą z wpływu polityki pieniężnej na ryzyko powstawania baniek spekulacyjnych na rynkach aktywów. Wreszcie, zarysowujemy alternatywne rozwiązania względem podniesienia celu inflacyjnego. Argumentujemy, że w świetle doświadczeń z globalnego kryzysu finansowego pożądane byłoby wykorzystanie do badania procesów inflacyjnych, obok analizy ekonomicznej, również analizy monetarnej. Podsumowanie zawiera główne wnioski.

## **1. Dotychczasowe zastrzeżenia do propozycji podwyższenia celu inflacyjnego**

Krytycy propozycji Blancharda, wśród nich J.C. Trichet, prezes Europejskiego Banku Centralnego, A. Weber, prezes banku centralnego Niemiec oraz P. Hildebrand, prezes narodowego banku Szwajcarii, zwracali uwagę głównie na dwie kwestie<sup>3</sup>.

Po pierwsze, samo przechodzenie do podwyższonego celu inflacyjnego mogłoby zdestabilizować gospodarkę światową wychodzącą z kryzysu, bo oczekiwania, że bank centralny pomoże rządowi pozbyć się teraz części realnej wartości ich długów poprzez inflację, musiałyby doprowadzić do wyprzedzaży obligacji skarbowych. Rządy, ale też inni dłużnicy, aby zachęcić ludzi do ponownego pożyczania im pieniędzy, musieliby zrekompensować wierzycielom ryzyko utraty – na skutek inflacji – części wartości wierzytelności. Dłużnicy pozbyliby się co prawda części przeszłych długów, ale droższa stałaby się obsługa nowych. Dany poziom zadłużenia w relacji do dochodów dłużników powodowałby większy ciężar odsetek. To zmniejszałoby zdolność dłużników, a w przypadku niektórych (najbardziej zadłużonych lub – ogólniej – mających najmniejszą swobodę w kształtowaniu swoich wydatków) także skłonność do spłaty zobowiązań. W rezultacie poziomy długów uznawane przez wierzycieli za niegroźące niewypłacalnością dłużników mogłyby w przypadku części z nich (w tym niektórych krajów) spaść poniżej obserwowanych obecnie poziomów. Ryzyko bankructw, zamiast spaść, wzrosłoby. Instytucje finansowe, które wciąż jeszcze nie rozwiązały dotychczasowych problemów, zostałyby uderzone przez kolejne wstrząsy.

Po drugie, w dłuższej perspektywie utrzymywanie inflacji na poziomie podwyższonych celów inflacyjnych oznaczałoby zmuszenie społeczeństw do ponoszenia kosztów podwyższonej inflacji – takich jak zwiększona niepewność przy planowaniu wydatków, trudniejszy dostęp do kredytu, spadek siły nabywczej pieniądza itp.<sup>4</sup>. Koszty te spadłyby przede wszystkim na uboższą część społeczeństw, bo

<sup>3</sup> J.C. Trichet podkreślał pierwsze z zagrożeń związanych z sugestią Blancharda. A. Weber i P. Hildebrand [2010] zwracali uwagę na obie jej wady.

<sup>4</sup> Omówienie szerokiej listy kosztów inflacji można znaleźć m.in. w: Fischer i Modigliani [1980]. Również Blanchard, Dell’Ariccia i Mauro [2010] wymieniają wiele z tych kosztów. Mają rację, że część z nich, w szczególności te związane z brakiem neutralności systemów podatko-

ludzie biedni mają mniejsze niż zamożni możliwości zabezpieczenia się przed tymi kosztami (zob. np. Easterly, Fischer [2001]). W zamian wcale nie byłoby dużo lepiej niż obecnie zabezpieczeni przed pogłębianiem się ewentualnych kolejnych kryzysów. Banki centralne mają bowiem inne niż stopa procentowa instrumenty, po które mogą sięgnąć, gdy zbliża się ona do zera<sup>5</sup>. Mogą wpływać na płynność w sektorze bankowym, strukturę terminową i skalę zobowiązań sektora finansów publicznych wobec sektora prywatnego czy też strukturę (w tym terminową) aktywów sektora prywatnego<sup>6</sup>. Z tych możliwości właśnie masowo korzystają. Kupując różnego rodzaju aktywa, starają się pompować dodatkowy pieniądz do gospodarki oraz wpływają na bilanse gospodarstw domowych, przedsiębiorstw i sektora finansów publicznych. W ten sposób próbują oddziaływać zarówno na zdolność, jak i skłonność tych sektorów do wydawania. Można oczywiście mieć zastrzeżenia do takich działań banków centralnych. Zbyt intensywne ich podejmowanie powoduje różnego rodzaju ryzyko, w tym ryzyko wzrostu inflacji na dłuższy czas<sup>7</sup>. Ten ostatni rodzaj ryzyka oznacza jednak, że działania te są, a przynajmniej mogą być – przy odpowiednio dużej ich dawce – skuteczne w przeciwdziałaniu pogłębianiu się kryzysu. Ponieważ nie ma technicznych granic w intensywności korzystania z nich, stanowią one lepsze zabezpieczenie przed pogłębianiem się kryzysu niż poszerzenie możliwości obniżek nominalnych stóp procentowych w następstwie podniesienia celu inflacyjnego. Ten brak technicznych granic jest o tyle ważny, że głębokie kryzysy są zazwyczaj spowodowane czynnikami, które ograniczają skuteczność zmiany polityki pieniężnej, w tym obniżki stóp procentowych w stymulowaniu popytu [MFW 2009, 2010].

## 2. Podniesienie celu inflacyjnego a ryzyko powstawania baniek spekulacyjnych

Do tych dwóch linii krytyki propozycji Blancharda chcemy dodać trzecią: sugestia podniesienia celu inflacyjnego nie bierze w dostatecznym stopniu pod uwagę

względem inflacji, teoretycznie można ograniczyć. Ale w praktyce tego się nie robi i nie jest to zapewne przypadek. Warto też zauważyć, że nowsze badania wskazują, że koszty inflacji pojawiają się już przy bardzo niskim jej poziomie. Na przykład Kahn i Senhadji [2001] wskazują, że próg, po którego przekroczeniu inflacja ma negatywny wpływ na wzrost gospodarki, wynosi 1–3% dla krajów wysoko rozwiniętych oraz 7–11% dla krajów rozwijających się. Burdekin i in. [2004] oceniają, że również dla gospodarek wschodzących wynosi on 3%. Kremer, Bick i Nautz [2010] szacują go na około 2% dla krajów wysoko rozwiniętych i 17% dla gospodarek wschodzących, a Espinoza, Leon i Prasad [2010] na odpowiednio 1% i 10%.

<sup>5</sup> Osobnym problemem, którym tutaj się nie zajmujemy, jest zasadność obniżania stóp procentowych przez banki centralne do poziomów bliskich zera w sytuacji, kiedy mają one inne instrumenty pozwalające na przeciwdziałanie pogłębianiu się kryzysu. Analizę skutków utrzymywania stóp procentowych na poziomie bliskim zera można znaleźć np. w: Rzońca [2004] lub BIS [2010].

<sup>6</sup> Mimo że te wielkości nie są uwzględniane w standardowym schemacie analitycznym wpływu polityki pieniężnej na gospodarkę, to oddziałują one na gospodarkę.

<sup>7</sup> Analizę niekonwencjonalnych sposobów prowadzenia polityki pieniężnej, jak i rodzajów ryzyka z nimi związanych można znaleźć m.in. w Borio i Disyatat [2009].



wpływu luźnej polityki pieniężnej na ryzyko powstawania niebezpiecznych banków spekulacyjnych na rynkach aktywów (za niebezpieczne uznajemy takie banki, których pęknięcie może zdestabilizować sektor finansowy, jeśli ten odgrywa istotną rolę w gospodarce). Innymi słowy, próba wprowadzenia tej propozycji mogłaby zwiększyć ryzyko zjawiska, przed którego skutkami miałyby nas lepiej chronić.

Oczywiście, można kwestionować tę trzecią linię krytyki (której uzasadnienie przedstawiamy poniżej), wychodząc od słusznego skądinąd spostrzeżenia, że wyższa inflacja jest z wielu powodów bardziej zmienna niż niska [Ball 1992; Holland 1993a, 1993b; Evans, Wachtel 1993]. Wierzyiele domagają się rekompensaty za ryzyko wynikające z tej zmienności w postaci większego narzutu na stopy procentowe w stosunku do inflacji. Z kolei wyższe realne stopy procentowe są czynnikiem hamującym akcję kredytową<sup>8</sup>. Wreszcie, wolniejszy wzrost kredytu ogranicza ryzyko powstawania niebezpiecznych banków spekulacyjnych. Nie jest to jednak jedyny skutek wolniejszego wzrostu kredytu. Ma on też negatywne konsekwencje dla długofalowego wzrostu gospodarki [Levine 1997; Beck, Levine, Loayza 2000; Bank Światowy 2001; Levine 2005]. Innymi słowy, kwestionować tę trzecią linię krytyki może tylko ktoś przekonany o wysokich kosztach inflacji (których występowanie również przecież podważa sens podniesienia celu inflacyjnego).

Ale przedstawiony powyżej sposób kwestionowania naszej oceny ma jeszcze inną poważną słabość. Nie bierze pod uwagę tego, że banki centralne nie dekretują inflacji, a jedynie na nią oddziałują. To proste spostrzeżenie jest osią trzeciej linii krytyki propozycji Blancharda. Gdyby banki centralne próbowały wprowadzić jego sugestię przed wybuchem niedawnego kryzysu, musiałyby w okresie poprzedzającym kryzys jeszcze dłużej utrzymywać stopy procentowe na niskim poziomie lub – ujmując to inaczej – jeszcze później rozpocząć cykl podwyżek. W rezultacie mielibyśmy jeszcze większą bankę na rynkach aktywów. Ponadto jest co najmniej prawdopodobne, że w wyniku później rozpoczętego cyklu podwyżek stóp procentowych ich poziom w momencie pęknięcia banki spekulacyjnej i, w efekcie, wybuchu kryzysu byłby niższy od tego, na którym znalazły się one w rzeczywistości. W rezultacie gdyby banki centralne próbowały wprowadzić sugestię Blancharda przed kryzysem, mielibyśmy i większy wstrząs (bo większa by-

---

<sup>8</sup> Inflacja może ograniczać dostęp do kredytu także z powodu występowania asymetrii informacji między potencjalnymi kredytobiorcami i kredytodawcami oraz jej negatywnych skutków: negatywnej selekcji wśród kredytobiorców, odczuwanej przez nich pokusy nadużycia lub wysokich kosztów weryfikacji przez potencjalnych kredytodawców zapewnien przedstawianych przez ubiegających się o kredyt. Skutki asymetrii informacji mogą co prawda skłaniać potencjalnych kredytodawców do ograniczania podwyżek oprocentowania kredytów w ślad za rosnącą inflacją, ale to zmusza ich do racjonowania kredytu albo do żądania od kredytobiorców zaangażowania środków własnych w projekt lub przedstawienia odpowiedniego zabezpieczenia spłaty kredytu [Leland, Pyle 1977; Greenwald, Stiglitz, Weiss 1984; Bernanke, Gertler 1986]. Tymczasem inflacja jest swego rodzaju podatkiem od funduszy ulokowanych w pieniądzu [Boyd, Smith 1998; Huybens, Smith 1999], zniechęcającym do ich trzymania [Smith, van Egteren 2005]. Niedostateczny poziom środków własnych lub zbyt niska wartość majątku może uniemożliwić potencjalnemu kredytobiorcy uzyskanie kredytu albo spowodować, że koszt kredytu stanie się zbyt wysoki, aby projekt, który zamierzał on zrealizować, był opłacalny [Kaplan, Zingales 1997].

łaby pękająca bańka), i mniejsze możliwości łagodzenia jego skutków poprzez obniżki stóp procentowych.

Ktoś, kto twierdzi, że bańka spekulacyjna wcale nie musiałaby być większa, przyjmuje – nawet jeśli tego nie ujawnia – jedno z dwóch założeń:

- albo polityka pieniężna nie oddziałuje na ceny aktywów,
- albo istnieją inne instrumenty niż stopa procentowa, przy użyciu których można zapobiegać niebezpiecznym perturbacjom na rynkach aktywów, a skuteczność i koszty zastosowania owych instrumentów nie zależą od tego, czy polityka pieniężna jest luźna, czy zdyscyplinowana.

Pierwsze założenie jest w naszej ocenie całkowicie błędne. Taką ocenę wspiera analiza niedawnego globalnego kryzysu finansowego. Jego ważnym źródłem była zbyt ekspansywna polityka pieniężna w okresie poprzedzającym kryzys [Taylor 2009]. Jak wynika z obliczeń MFW [2009], w latach 2002–2006 niemal we wszystkich krajach wysoko rozwiniętych stopa procentowa banków centralnych była niższa niż wynikałoby to z reguły Taylora (tj. równania opisującego przeszłe reakcje tych banków na odchylenia inflacji od celu inflacyjnego oraz PKB rzeczywistego od PKB potencjalnego). Innymi słowy, mimo że inflacja była obniżana, a potencjalny PKB – podwyższany przez wzrost znaczenia w gospodarce światowej krajów o niskich kosztach wytwarzania czy szerzej przez globalizację [White 2008], to stopy procentowe i tak były zbyt niskie, i było to zjawisko powszechne. W Stanach Zjednoczonych, najważniejszej gospodarce świata, w latach 2002–2006 były one zbyt niskie o około 2,5 pkt. proc.<sup>9</sup>. Można pokazać, że zmieniano je w reakcji nie tylko na odchylenia inflacji od celu oraz PKB rzeczywistego od potencjalnego, ale też na wzrost cen aktywów. Tyle tylko, że ten ostatni prowadził nie do podwyżek, lecz do obniżek stóp procentowych [Lansing 2008; Walsh 2009]. Niskie stopy procentowe w Stanach Zjednoczonych zmuszały banki centralne w innych krajach do rozluźniania polityki pieniężnej, jeśli chciały zahamować umacnianie swoich walut, obniżające konkurencyjność cenową krajowych przedsiębiorstw. Globalnie luźna polityka pieniężna oznaczała nie tylko łatwy dostęp do taniego pieniądza. Przyczyniała się także do brania przez banki na siebie zwiększonego ryzyka (jeśli mierzyć je relacją kredytów do depozytów)<sup>10</sup>.

Oczywiście istnieją analizy wskazujące, że do szybkiego wzrostu cen aktywów, szczególnie w Stanach Zjednoczonych, przyczyniały się głównie nadwyżkowe oszczędności w krajach azjatyckich i u eksporterów ropy naftowej, które obniżały

---

<sup>9</sup> Niektórzy ekonomiści dowodzą [Bernanke 2010], że stopy procentowe w Stanach Zjednoczonych po 2002 r. nie były zbyt niskie, jeśli wziąć pod uwagę nie faktyczne rozmiary inflacji i luki popytowej, lecz ich prognozy dostępne w momencie podejmowania decyzji. Podkreślają oni, że kierowanie się prognozami pozwoliło FED na uniknięcie podniesienia stóp procentowych do nadmiernie wysokiego poziomu w 2008 r. w odpowiedzi na przejściowy wzrost inflacji. Jednocześnie jednak argument ten – zapewne wbrew intencji jego autorów – uwypukla skalę wyzwania, przed którymi stoją obecnie banki centralne. Muszą one znaleźć nowy sposób analizowania gospodarki, skoro dotychczas stosowane przez nie modele wskazują, że polityka pieniężna w latach 2002–2006, kiedy powstawała niebezpieczna bańka na rynku aktywów, była właściwa.

<sup>10</sup> O ile dowody na takie skutki luźnej polityki pieniężnej w pojedynczym kraju są słabe, o tyle wydaje się, że luźna polityka pieniężna w skali całego świata miała taki efekt [MFW 2010].

długoterminowe stopy procentowe na świecie [Bernanke 2005; Warnock, Warnock 2009]. Analizy te nie biorą jednak pod uwagę wpływu polityki pieniężnej w Stanach Zjednoczonych na wielkość nadwyżkowych oszczędności we wspomnianych krajach. Poza tym, inne badania [np. Bracke, Fidor 2008] pokazują, że choć nadwyżkowe oszczędności wpływały na ceny aktywów, to za gwałtowny wzrost tych cen odpowiadała głównie polityka pieniężna. Są oczywiście ekonomiści (np. Dokko i in. [2009] i Bernanke [2010]), którzy taki wniosek próbują podważyć, podkreślając słaby związek w przeszłości między stopą procentową banku centralnego a dynamiką cen na rynku mieszkaniowym. Jednocześnie jednak nie wyjaśniają oni w przekonujący sposób, co – jeśli nie luka polityka pieniężna – spowodowało gwałtowny wzrost cen mieszkań. Tymczasem rosnąca – szczególnie od 2003 r. – popularność kredytów mieszkaniowych o zmiennej stopie procentowej (podążającej za stopą procentową banku centralnego), szczególnie wśród osób o obniżonej wiarygodności kredytowej, wskazuje, że wpływ polityki pieniężnej na ceny mieszkań w Stanach Zjednoczonych mógł być wobec nadzwyczaj niskich stóp procentowych dużo większy niż wcześniej<sup>11</sup>. Wspomniani autorzy odwołują się także do porównań międzynarodowych, które wskazują na słaby związek między stopniem restrykcyjności polityki pieniężnej a dynamiką cen na rynku mieszkaniowym [np. MFW 2009]. Porównania te jednak nie uwzględniają wpływu innych czynników niż polityka pieniężna.

Można więc bez większego ryzyka stwierdzić, że gdyby banki centralne w latach 2002–2006 reagowały na inflację i przegrzewanie się gospodarki tak jak przed 2002 r., mielibyśmy niższą inflację i niższe ceny aktywów. Jeśli nawet świat nie uniknąłby baniek spekulacyjnych na rynkach aktywów, to zapewne byłyby one mniejsze. Wyższe natomiast byłyby stopy procentowe, dając bankom centralnym możliwość silniejszej stymulacji gospodarki w momencie wybuchu kryzysu.

Drugie z wymienionych wyżej założeń przyjmowanych w rozumowaniu kwestionującym wpływ luźnej polityki pieniężnej na powstawanie baniek spekulacyjnych na rynku aktywów budzi jeszcze większe zastrzeżenia. Nie kwestionujemy poglądu, że poprzez zastosowanie regulacji ostrożnościowych (np. zaostrzenie wymogów kapitałowych wobec banków wraz z poprawą koniunktury) można zmniejszyć ryzyko wystąpienia baniek spekulacyjnych. Teoretycznie są one lepszym instrumentem niż podwyżki stóp procentowych do przeciwdziałania powstawaniu takich baniek, bo można próbować nadać im kształt zawężający ich działanie do zidentyfikowanego problemu, podczas gdy podwyżki stóp mają szeroki wpływ na gospodarkę [Walsh 2009].

---

<sup>11</sup> Autorzy ci, analizując dane dotyczące dynamiki kredytu mieszkaniowego o zmiennej stopie przyznają, że rzeczywiście wpływ polityki pieniężnej na ceny mieszkań mógł być w okresie powstawania bańki silniejszy niż w przeszłości. Podkreślają jednak, że przy umiarkowanie wyższych stopach banku centralnego rata standardowego kredytu mieszkaniowego o stałej stopie byłaby niewiele wyższa od faktycznej. Jednocześnie odpowiedzialnością za dopuszczenie do ekspansji niestandardowych kredytów mieszkaniowych o zmiennej stopie, które dużo silniej niż zwykły kredyt o stałej stopie obniżały ratę spłaty obciążają odpowiedzialnością politykę regulacyjną i nadzorczą [Bernanke 2010]. Nie eksponują jednak faktu, że wysokość raty tych niestandardowych kredytów była jeszcze bardziej wrażliwa na zmiany stopy procentowej banku centralnego niż zwykłego kredytu o zmiennej stopie.



Ale nadanie takiego kształtu regulacjom wymagałoby ogromnych zdolności analitycznych – posiadania doskonałego modelu gospodarki i doskonałego rozumienia wszelkich zależności w niej występujących. W praktyce wycinkowe regulacje mogą być obchodzone i mogą powodować zaburzenia w rozwoju sektora finansowego, a w efekcie negatywnie wpływać na rozwój gospodarki [BIS 2010]. Nawet gdyby stworzenie odpowiednich regulacji było możliwe, to ich dostosowywanie do zidentyfikowanych problemów mogłoby być niemożliwe w związku z ograniczeniami instytucjonalnymi [Borio, Shim 2007]. W rzeczywistości nie istnieje wszechwiedzący planista mogący swobodnie dobrać (i kształtować) instrumenty oddziaływania na gospodarkę.

Dotychczas, mimo postępu, jaki się dokonał w ostatnich latach w tej sferze badań, prace nad ogólną formą regulacji makroostrożnościowych są dalekie od zakończenia [BIS 2010; MFW 2010]. Regulacje, które sprawdzono w praktyce (w szczególności w krajach azjatyckich), okazały się skuteczne we wzmacnianiu odporności instytucji finansowych na turbulencje na rynku aktywów, ale nie potrafiły istotnie i trwale wpłynąć na dynamikę kredytu i cen aktywów [BIS 2010].

Ponieważ nie żyjemy w idealnym świecie, banki centralne nie mogą ignorować ryzyka powstawania niebezpiecznych baniek spekulacyjnych na rynkach aktywów. Oczywiście dopóki zmiany cen aktywów są niewielkie, nie przeszkadzają one w prognozowaniu przyszłej inflacji, ani też nie mają wpływu na naturalną stopę procentową. Ale kiedy zmiany te zaczynają być duże, to nieaktualny staje się zarówno pierwszy, jak i drugi wniosek. Wtedy zaś branie ich pod uwagę przy podejmowaniu decyzji w polityce pieniężnej staje się konieczne [Walsh 2009].

Celem regulacji makroostrożnościowych jest ograniczenie nadmiernych wahań cyklicznych w sektorze finansowym [Borio, Furfine, Lowe 2001; Borio, Shim 2007; MFW 2010]. Niezależnie od tego, w jakim stopniu pozwalają one na realizację tego celu, bank centralny nie powinien tego utrudniać. Tymczasem luźna polityka pieniężna, napędzając wzrost podaży pieniądza i zachęcająca do podejmowania ryzyka w celu zagospodarowania dodatkowej płynności, sprzyja takiej cykliczności [Borio, Zhu 2008; BIS 2010]. W rezultacie ogranicza skuteczność takich regulacji lub zwiększa ryzyko, że będą one zaburzały rozwój sektora finansowego, a w konsekwencji całej gospodarki.

Wreszcie, gdyby można było skutecznie wdrożyć i stosować takie regulacje, to zniknąłby podstawowy argument za podniesieniem celu inflacyjnego: skoro banki byłyby w stanie zapobiegać kryzysom przy użyciu innych instrumentów niż stopa procentowa, to po co miałyby poprzez podniesienie celu inflacyjnego poszerzać przestrzeń dla obniżek stóp procentowych na wypadek kryzysu.

### 3. Proponowane zmiany w sposobie prowadzenia polityki pieniężnej

Nie ma oczywiście gwarancji, że gdyby polityka pieniężna w krajach wysoko rozwiniętych była w latach 2002–2006 prowadzona w standardowy sposób, to

uniknęlibyśmy baniek spekulacyjnych. To spostrzeżenie oraz przekonanie, że nie można wypracować regulacji, które niezależnie od kształtu polityki pieniężnej, skutecznie i bez nadmiernego zaburzenia rozwoju sektora finansowego, chroniłyby nas przed tymi bankami, prowadzą do wniosku, iż potrzebna jest modyfikacja sposobu prowadzenia polityki pieniężnej, ale inna niż podniesienie celu inflacyjnego.

Pożądane byłoby wykorzystanie do badania procesów inflacyjnych, obok analizy ekonomicznej, również analizy monetarnej. W głównych modelach wykorzystywanych dotychczas przez banki centralne w ramach tego, co jest nazywane analizą ekonomiczną, pieniądź i kredyt (czy też sektor finansowy, który wpływa na te wielkości) nie odgrywają istotnej roli. Nie przywiązuje się też odpowiednio dużej wagi do kształtowania się cen najważniejszych rodzajów aktywów, takich jak akcje czy nieruchomości [Walsh 2009; Roger 2009; Stark 2010a, 2010b]. Fakt, że nie uwzględnia się (w ogóle lub przynajmniej w dostatecznym stopniu) pieniądza, kredytu i cen aktywów w modelach wspierających podejmowanie decyzji w polityce pieniężnej, nie oznacza jednak, że decyzje te nie wpływają na te wielkości, a te z kolei nie mają znaczenia dla stabilności cen. Analiza monetarna złaodziłaby te ułomności analizy ekonomicznej (por. Vinals [2009]).

Banki centralne powinny rozważyć zaostrzenie polityki pieniężnej w reakcji na szybki wzrost kredytu lub szerzej – masy pieniądza<sup>12</sup>, nawet jeśli w danym czasie analiza ekonomiczna nie wskazuje na nasilanie się presji inflacyjnej na rynku dóbr. Zwiększona masa pieniądza, zanim trafi na rynek dóbr, może bowiem wcześniej wylać się na rynki aktywów, powodując szybki wzrost ich cen. Z kolei inflacja na rynku aktywów w końcu obejmie także rynek dóbr, gdyż:

- wielu konumentów, pod wpływem podwyższonej wyceny swojego majątku, zwiększy wydatki na zakup dóbr i usług;
- wzrosną również inwestycje przedsiębiorstw i osłabną ich bodźce do ograniczania kosztów, bo, posiadając wysoko wyceniane zabezpieczenia, będą miały łatwy dostęp do zewnętrznego finansowania,
- wreszcie rządy, mając coraz większe wpływy z podatków od majątku i zysków kapitałowych, nie będą patrzyły, jak rośnie nadwyżka w finansach publicznych, tylko zwiększą wydatki państwa.

Im później inflacja z rynku aktywów przeniesie się na rynek dóbr, tzn. im bardziej ceny aktywów oderwą się od cen produktów, tym większe jest ryzyko, że z chwilą zaostrzenia polityki pieniężnej dojdzie do spadku cen aktywów i turbulencji na rynkach finansowych, a na ich skutek – do załamania popytu także na rynku dóbr [Cecchetti, Genberg, Wadhvani 2002; Borio, White 2004].

Analiza obiegu pieniężnego wydłużyłaby horyzont brany pod uwagę przez banki centralne przy podejmowaniu decyzji w polityce pieniężnej i umożliwiłaby

<sup>12</sup> Ramy tej analizy są zbyt wąskie, abyśmy mogli porównać wady i zalety analizowania przez banki centralne dynamiki, z jednej strony, kredytu, a z drugiej strony, masy pieniądza. Opis tego, jak zmieniło się znaczenie obu tych podejść w teorii ekonomii i bankowości, można znaleźć np. w: Borio i Lowe [2004].



w większym niż dotychczas stopniu uwzględnianie w niej zagrożeń dla stabilności sektora finansowego [Borio, Lowe 2004]<sup>13</sup>.

Z analizy monetarnej korzysta przy kształtowaniu polityki pieniężnej Europejski Bank Centralny. Z zewnątrz trudno jednak ocenić, jak dużą rolę odgrywa ona w decyzjach EBC. Mimo że do maja 2003 r. uznawano ją za „pierwszy filar w polityce pieniężnej”, szybszy wzrost masy pieniądza od wartości referencyjnej w latach 2001–2003 nie skłonił banku do zaostrzenia polityki pieniężnej, bo za źródło szybkiego wzrostu podaży pieniądza uznano zmiany w strukturze oszczędności gospodarstw domowych i przedsiębiorstw. Głębokość kryzysu, którego doświadczyła strefa euro, wskazuje, że ta ocena niekoniecznie była trafna. Jednak ewentualne zastrzeżenia do dotychczasowego sposobu prowadzenia analizy monetarnej przez EBC nie oznaczają, że znany jest właściwy kierunek poszukiwań metody, która powinna pomóc w asymetrycznym traktowaniu odchyłeń od celu inflacyjnego. Każda metoda analizy w ekonomii, a więc także analiza monetarna wymaga ciągłej poprawy. EBC wniósł duży wkład w to, aby jej rozwój nie zatrzymał się na stanie z lat 80., gdy zarówno pieniądz, jak i kredyt przestały mieć istotny wpływ na decyzje większości banków centralnych [Borio, Lowe 2004]. Analiza monetarna stwarza możliwość uwzględniania sytuacji na rynkach cen aktywów w kształtowaniu polityki pieniężnej.

Wskaźniki inflacji, jeżeli w ogóle uwzględniają zmiany cen aktywów, to wyłączenie cen nieruchomości, a i to rzadko, i w bardzo niedoskonały sposób. Na przykład w niemal połowie krajów UE indeksy cen mieszkań w ogóle nie są zintegrowane z indeksami inflacji. Każdy ze stosowanych sposobów połączenia indeksów cen mieszkań ze wskaźnikami inflacji powoduje ryzyko wysyłania mylących sygnałów do banków centralnych. W najważniejszych krajach dla gospodarki światowej (w Stanach Zjednoczonych, Japonii, Chinach czy Niemczech) integruje się je przy użyciu tzw. czynszów imputowanych (*imputed rent*). To podejście jest wrażliwe na przesunięcia w strukturze popytu na mieszkania. Przepływ popytu z rynku mieszkań na wynajem na rynek mieszkań własnościowych może wywołać spadek czynszów i w efekcie – spadek indeksów inflacji przy jednoczesnym silnym wzroście cen nieruchomości. Takie zjawisko można było zaobserwować na początku tworzenia się bańki spekulacyjnej na rynku mieszkaniowym w Stanach Zjednoczonych, której pęknięcie zapoczątkowało ostatni kryzys [Łaszek, Widłak 2008].

Ponieważ nie istnieje dobry wskaźnik, który integrowałby wzrost cen dóbr i wszystkich aktywów, muszą być one analizowane osobno. Innymi słowy, banki centralne mogą obserwować zmiany cen względnych, ale nie uzyskają z tej obserwacji dokładnej informacji na temat tego, jak zmienił się poziom wszystkich cen łącznie, na który oddziałuje polityka pieniężna. Jeśli zaś chodzi o ceny względne, to trudno jest z góry stwierdzić, czy na rynku danego rodzaju aktywów powstała bańka, czy też zmiana cen względnych ma bardziej trwały charakter. Poza tym, nawet jeśli na rynku jednego lub kilku rodzajów aktywów powstała bańka, to jej pęknięcie nie musi być niebezpieczne dla stabilności całej gospodarki. Wyciąganie

<sup>13</sup> Więcej na temat zalet analizy monetarnej pisze np. Stark [2010b].

wniosek dla polityki pieniężnej z odrębną analizą rynku dóbr i poszczególnych rodzajów aktywów jest dodatkowo komplikowane przez fakt, że polityka pieniężna oddziałuje na różne ceny z innym opóźnieniem. W rezultacie hamowanie wzrostu jednego rodzaju cen może destabilizować inne ceny, jak również zwiększać wahania PKB. Te trudności były i są wysuwane jako argumenty przeciwko przeciwdziałaniu powstawaniu baniek na rynku aktywów przy użyciu standardowych narzędzi polityki pieniężnej [Bernanke, Gertler 2001; Walsh 2009; Dale 2009; MFW 2010].

Analiza monetarna umożliwiłaby obejście większości z tych problemów, gdyż pozwala skupić się na źródle (zamiast na symptomach) niebezpiecznych baniek na rynkach aktywów, czyli takich, których pęknięcie może zdestabilizować sektor finansowy i doprowadzić do recesji, jeśli sektor ten odgrywa istotną rolę w gospodarce. Przy danych rozmiarach baniek stabilność tego sektora jest tym bardziej zagrożona, w im większym stopniu brał on udział w ich napompowaniu (lub wykorzystaniu do sfinansowania innych wydatków). Innymi słowy, silny wzrost cen aktywów powoduje tym większe ryzyko turbulencji w sektorze finansowym, im szybszy wzrost kredytu – lub ogólniej – wzrost ilości pieniądza mu towarzyszy. Sam przyrost kredytu – lub ogólniej – podaży pieniądza nie musi przy tym służyć finansowaniu zakupu aktywów. Może się rozpocząć także wtedy, kiedy ceny aktywów już wzrosną i być sposobem na wykorzystanie wzrostu ich cen do sfinansowania innych wydatków.

## Podsumowanie

Podniesienie celu inflacyjnego, które według Blancharda miało by poszerzyć możliwości łagodzenia przez banki centralne skutków kryzysów podobnych do obecnego, mogłoby stanowić dodatkowy wstrząs dla gospodarki światowej. Stałoby się tak, gdyby wierzyciele uznali wzrost inflacji za bliską perspektywę i zaczęli domagać się od dłużników rekompensaty za to ryzyko. W dłuższym okresie podniesienie celu inflacyjnego oznaczałoby zmuszenie społeczeństw do ponoszenia kosztów podwyższonej inflacji, skutkujących wolniejszym wzrostem gospodarki.

Zanim jednak inflacja osiągnęłaby podwyższony poziom, luźna polityka pieniężna mogłaby, przynajmniej w niektórych krajach, kolejny raz przyczynić się do napompowania niebezpiecznej bańki spekulacyjnej na rynku aktywów, której pęknięcie groziłoby wywołaniem ponownego kryzysu. Aby takie ryzyko się nie pojawiło, musiałby być spełniony jeden z dwóch warunków: polityka pieniężna nie mogłaby oddziaływać na ceny aktywów lub musiałyby istnieć inne instrumenty niż stopa procentowa, przy użyciu których można byłoby zapobiegać niebezpiecznym bańkom na rynkach aktywów, a skuteczność i koszty zastosowania owych instrumentów musiałyby nie zależeć od kształtu polityki pieniężnej. Spełnienie pierwszego z tych warunków jest niemożliwe zarówno w świetle teorii, jak i doświadczenia. Z kolei spełnienie drugiego, choć teoretycznie możliwe, napotyka liczne trudności w praktyce. Jednocześnie, gdyby zostały one pokonane, to

zniknąłby powód, dla którego zaproponowano podniesienie celu inflacyjnego: banki centralne nie potrzebowałyby szerszych możliwości łagodzenia kryzysów podobnych do obecnego, bo takie kryzysy by się nie zdarzały.

Zamiast podnosić cele inflacyjne banki centralne powinny szerzej wykorzystywać do badania procesów inflacyjnych, obok analizy ekonomicznej, również analizę monetarną, rozwijaną w ostatnich latach przez Europejski Bank Centralny. Umożliwiłaby im ona obejście trudności, które powstają przy próbie wyciągnięcia wniosków dla polityki pieniężnej z bezpośredniej analizy kształtowania się cen aktywów. Analiza monetarna koncentruje się bowiem na potencjalnym źródle niebezpiecznych baniek, tj. na szybkim wzroście kredytu lub szerzej – masy pieniądza, a nie zajmuje się ich symptomami.

Tekst wpłynął 8 kwietnia 2011 r.

## Bibliografia

- Ball L., *Why Does High Inflation Raise Inflation Uncertainty?* „Journal of Monetary Economics” 1992, nr 29(3).
- Bank Światowy, *Finance for Growth. Policy Choices in a Volatile World*, World Bank, Washington 2001.
- Beck T., Levine R., Loayza N., *Finance and the Sources of Growth*, „Journal of Financial Economics” 2000, nr 58(1–2).
- Bernanke B.S., *The Global Savings Glut and the U.S. Current Account Deficit*, Sandridge Lecture, Virginia Association of Economics, Richmond 2005.
- Bernanke B.S., *Monetary Policy and the Housing Bubble*, Annual Meeting of the American Economic Association, Atlanta, Georgia 2010.
- Bernanke B.S., Gertler M., *Agency Costs, Collateral, and Business Fluctuations*, „NBER Working Papers” 1986, nr 2015.
- Bernanke B.S., Gertler M., *How Should Central Bankers Respond to Asset Prices?* „American Economic Review Papers and Proceedings” 2001, nr 91(2).
- BIS, *80th Annual Report. 1 April 2009–31 March 2010*, Bank For International Settlements, Basel 2010.
- Blanchard O.J., *Euro ma swoje zalety*, „Rzeczpospolita”, nr 246, 8.06.2010 (wywiad przeprowadzony przez G. Siemionczyka).
- Blanchard O.J., Dell’Ariccia G., Mauro P., *Rethinking Macroeconomic Policy*, „IMF Staff Position Note” 2010, nr 10/03.
- Borio C.E.V., Disyatat P., *Unconventional Monetary Policies: An Appraisal*, „BIS Working Paper” 2009, nr 292.
- Borio C.E.V., Lowe P., *Assessing the Risk of Banking Crisis*, „BIS Quarterly Review” 2002.
- Borio C.E.V., Lowe P., *Securing Sustainable Price Stability: Should Credit Come Back From the Wilderness*, „BIS Working Paper” 2004, nr 157.
- Borio C.E.V., Shim I., *What can (macro) Prudential Policy do to Support Monetary Policy?* „BIS Working Paper” 2007, nr 242.

- Borio C.E.V., White W.R., *Whither Monetary and Financial Stability? The Implications of Evolving Policy Regimes*, „BIS Working Paper” 2004, nr 147.
- Borio C.E.V., Zhu, *Capital Regulation, Risk-Taking and Monetary Policy: a Missing Link in the Transmission Mechanism?* „BIS Working Paper” 2008, nr 268.
- Boyd J.H., Smith B.D., *Capital Market Imperfections in a Monetary Growth Model*, „Economic” 1998, nr 11.
- Bracke T., Fidora M., *Global Liquidity Glut Or Global Savings Glut? A Structural VAR Approach*, „ECB Working Paper” 2008, nr 911.
- Burdekin R.C.K., Denzau A.T., Keil M.W., Sitthiyot T., Willett T. D., *When Does Inflation Hurt Economic Growth? Different Nonlinearities for Different Economies*, „Journal of Macroeconomics” 2008, nr 26.
- Cecchetti S., Genberg H., Wadhvani S., *Asset Prices in a Flexible Inflation Targeting Framework*, w: *Asset Price Bubbles: The Implications for Monetary*, red. W. Hunter, G. Kaufman, M. Pomerleano, Regulatory and International Policies, Cambridge 2002.
- Dale S., *Inflation Targeting: Learning the Lessons From the Financial Crisis*, Remarks at the Society of Business Economists’ Annual Conference, London 2009.
- Dokko J., Doyle B., Kiley M.T., Kim J., Sherlund S., Sim J., Van den Heuvel S., *Monetary Policy and Housing Bubble*, „Finance and Economic Discussion Series. Division of Research & Statistics and Monetary Affairs”, Federal Reserve Board, Washington 2009.
- Easterly W., Fischer S., *Inflation and the Poor*, „Journal of Money, Credit and Banking” 2001, nr 33(2).
- Espinoza R., Leon H., Prasad A., *Estimating The Inflation–Growth Nexus. A Smooth Transition Model*, „IMF Working Paper” 2010, nr WP/10/76.
- Evans M., Wachtel P., *Inflation Regimes and the Sources of Inflation Uncertainty*, „Federal Reserve Bank of Cleveland Proceedings” 1993.
- Fischer S., Modigliani F., *Towards An Understanding of the Real Effects and Costs of Inflation*, „NBER Working Papers” 1980, nr 0303.
- Greenwald B., Stiglitz, J.E., Weiss A., *Informational Imperfections in the Capital Market and Macroeconomic Fluctuations*, „American Economic Review” 1984, nr 74(2).
- Holland S., *Uncertain Effects of Money and the Link between the Inflation Rate and Inflation Uncertainty*, „Economic Inquiry” 1993a, nr 31(1).
- Holland S., *Inflation Regimes and the Sources of Inflation Uncertainty: Comment*, „Journal of Money, Credit and Banking” 1993b, nr 25(3).
- Huybens E., Smith B.D., *Inflation, Financial Markets and Long-Run Real Activity*, „Journal of Monetary Economics” 1999, nr 43(2).
- Kaplan S.N., Zingales L., *Do Investment-Cash Flow Sensitivities Provide Useful Measures of Financing Constraints*, „Quarterly Journal of Economics” 1997, nr 112(1).
- Khan M.S., Senhadji A., *Threshold Effects In The Relationship Between Inflation and Growth*, „IMF Staff Papers” 2001, nr 48(1).
- Kremer S., Bick A., Nautz D., *Inflation and Growth: New Evidence From a Dynamic Panel Threshold Analysis*, 2010, mimeo.
- Lansing K., *Monetary Policy and Asset Prices*, Federal Reserve Bank of San Francisco „Economics Letters” 2008, nr 2008–34.
- Leland H.E., Pyle D.H., *Informational Asymmetries, Financial Structure, and Financial Intermediation*, „Journal of Finance” 1977, nr 32(2).
- Levine R., *Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda*, „Journal of Economic Literature” 1997, nr 35.



- Levine R., *Finance and Growth: Theory and Evidence*, w: *Handbook of Economic Growth*, t. 1, red. P. Aghion, S.N. Durlauf, Elsevier, 2005.
- Łaszek J., Widłak M., *Badanie cen na rynku mieszkań prywatnych zamieszkałych przez właściciela z perspektywy banku centralnego*, „Bank i Kredyt” 2008, nr 4.
- MFW, „World Economic Outlook”, International Monetary Fund, Washington, październik 2009.
- MFW, „Central Banking Lessons from the Crisis”, International Monetary Fund, Washington 2010.
- Roger S., *Inflation Targeting at 20: Achievements and Challenges*, „IMF Working Paper” 2009, nr 9(236).
- Rzońca A., *Stopy procentowe bliskie zera a ryzyko wystąpienia deflacji*, „Bank i Kredyt” 2004, nr 3.
- Smith R.T., van Egteren H., *Inflation, Investment and Economic Performance: The Role of Internal Financing*, „European Economic Review” 2005, nr 49(5).
- Stark J., *Towards a Stability-oriented Policy Framework*, Conference „Reconstructing the world economy – Redesigning the macro-framework”, Korea Development Institute and International Monetary Fund, 2010a.
- Stark J., *Enhancing the ECB’s Monetary Analysis: What Have we Learnt?* European Central Bank, Frankfurt am Main 2010b.
- Taylor J.B., *Getting off track: How Government Actions and Interventions Caused, Prolonged, and Worsened the Financial Crisis*, Hoover Institution Press, [... miejsce wyd.....](#) 2009.
- Vinals J., *On Monetary and Financial Stability – Past, Present and Future*, Remarks at the 28<sup>th</sup> SUERF Colloquium on „The Quest for Stability”, Utrecht 2009.
- Walsh C.E., *Using Monetary Policy to Stabilize Economic Activity*, Jackson Hole Symposium on Financial Stability and Macroeconomic Policy, [... miejsce wyd.....](#) 2009.
- Warnock F., Warnock V.C., *International Capital Flows and U. S. Interest Rates*, „Journal of International Money and Finance” 2009, nr 28.
- Weber A.A., Hildebrand P., *The IMF’s Inflation Illusion*, „Wall Street Journal”, 4.03.2010.
- White W.R., *Globalisation and the Determinants of Domestic Inflation*, „BIS Working Paper” 2008, nr 250.



## **WHY SHOULDN'T CENTRAL BANKS RAISE THEIR INFLATION TARGETS?**

### **Summary**

O. Blanchard et al. [2010] proposed that, in the current economic situation central banks increase their inflation targets from 2% to about 4%. This should provide the room for further reductions of interest rates in the case of a possible next financial crisis (or another strong shock). The authors give a critical assessment of that proposal. They recall, first of all, two arguments against the increase of inflationary targets that have been raised hitherto, namely the increase in the costs of debt service in the short run, and the increase in economic and social costs of inflation in the long run. They also add and justify the third argument: the risk of the emergence of dangerous speculative bubbles in asset markets. The authors suggest that, in the light of the experience acquired

from the global financial crisis, the research on inflationary processes should employ both purely economic and monetary analysis.

**Key words:** inflation • inflationary target • speculative bubbles • monetary policy

## ПОЧЕМУ ЦЕНТРОБАНКИ НЕ ДОЛЖНЫ ПОВЫШАТЬ ИНФЛЯЦИОННУЮ ЦЕЛЬ?

### Резюме

О. Бланшар и соавторы (2010) предложили, чтобы центробанки в нынешней экономической ситуации повысили инфляционную цель с 2% до около 4%. Это должно расширить поле для последующих понижений процентных ставок в ситуации возможного очередного финансового кризиса или других сильных потрясений. Авторы статьи подвергают это предложение критической оценке, приводя два аргумента, ранее уже выдвигаемые в дискуссии по этому предложению (в краткий период – рост издержек по обслуживанию долга, в длительный период – рост экономических и социальных издержек инфляции). К этим двум направлениям критики авторы добавляют и обосновывают третий аргумент: риск возникновения опасных спекуляционных пузырей на рынках активов. Авторы утверждают, что в свете опыта, связанного с глобальным финансовым кризисом, для изучения инфляционных процессов было бы желательно использовать, кроме экономического анализа, также монетарный анализ.

**Ключевые слова:** инфляционная цель • глобальный финансовый кризис • спекуляционные пузыри • монетарный анализ