

PAWEŁ BŁASZCZYK

WSPÓŁCZESNA
STRATEGIA
POLITYKI PIENIĘŻNEJ
W WARUNKACH
DEFLACJI

PERSPEKTYWA UNII EUROPEJSKIEJ
W XXI WIEKU



WYDAWNICTWO UEP



UNIwersytet
EKONOMICZNY
W POZNANIU

PAWEŁ BŁASZCZYK

WSPÓŁCZESNA
STRATEGIA
POLITYKI PIENIĘŻNEJ
W WARUNKACH
DEFLACJI

PERSPEKTYWA UNII EUROPEJSKIEJ
W XXI WIEKU

WYDAWNICTWO UEP



UNIwersytet
EKONOMICZNY
W POZNANIU

Poznań 2019

KOMITET REDAKCYJNY

Szymon Cyfert, Elżbieta Gołata (przewodnicząca), Jacek Lisowski, Ewa Maluszyńska, Eliza Szybowicz (sekretarz), Krzysztof Walczak, Ryszard Zieliński

RECENZENCI

Ryszard Kokoszczyński, Zbigniew Polański

PROJEKT OKŁADKI

Boobry Group

Marta Brzóstowicz

REDAKCJA

Anna Grześ

KOREKTA

Deal

© Copyright by Uniwersytet Ekonomiczny w Poznaniu
Poznań 2019

ISBN 978-83-66199-07-1

e-ISBN 978-83-66199-55-2

<https://doi.org/10.18559/978-83-66199-55-2>



Ta książka jest udostępniana na licencji Creative Commons – Uznanie autorstwa-Użycie niekomercyjne-Bez utworów zależnych 4.0 Międzynarodowe

WYDAWNICTWO UNIWERSYTETU EKONOMICZNEGO W POZNANIU

ul. Powstańców Wielkopolskich 16, 61-895 Poznań

tel. 61 854 31 54, 61 854 31 55

www.wydawnictwo.ue.poznan.pl, e-mail: wydawnictwo@ue.poznan.pl

adres do korespondencji: al. Niepodległości 10, 61-875 Poznań

Skład: Wydawnictwo eMPi²

Druk: Zakład Graficzny Uniwersytetu Ekonomicznego w Poznaniu

ul. Towarowa 53, 61-896 Poznań, tel. 61 854 38 06, 61 854 38 03

SPIS TREŚCI

Spis skrótów.....	5
Wstęp	7
1. Zarys makroekonomii deflacji – przegląd literatury	15
1.1. Pojęcie i pomiar deflacji oraz ryzyka deflacyjnego	15
1.1.1. Problemy definicji deflacji.....	15
1.1.2. Wybór mierników deflacji oraz ryzyka deflacyjnego.....	19
1.2. Przyczyny deflacji.....	26
1.2.1. Dostosowania po stronie zagregowanego popytu.....	26
1.2.2. Dostosowania po stronie zagregowanej podaży.....	35
1.3. Strukturalne uwarunkowania procesów deflacji	37
1.3.1. Sztywności płac nominalnych w dół.....	37
1.3.2. Dolna granica nominalnych stóp procentowych i pułapka płynności .	51
1.3.3. Spirala deflacyjna.....	66
1.4. Diagnoza skutków i ocena rodzaju deflacji	73
Podsumowanie	80
2. Wpływ deflacji na kształt strategii polityki pieniężnej	82
2.1. Istota i uwarunkowania kształtowania strategii polityki pieniężnej.....	82
2.1.1. Pojęcie strategii na tle całokształtu polityki pieniężnej	83
2.1.2. Konsens w zakresie ram strategicznych polityki pieniężnej.....	86
2.1.3. Uwarunkowania kształtowania ram strategicznych polityki pieniężnej	94
2.2. Antydeflacyjne działania polityki pieniężnej	103
2.2.1. Działania standardowe	104
2.2.2. Działania niestandardowe	107
2.2.3. Koncepcja planu antydeflacyjnego.....	117
2.3. Strategia polityki pieniężnej w obliczu deflacji	122
2.3.1. Proces dopasowania strategicznego w warunkach deflacji.....	122
2.3.2. Analiza porównawcza strategii bezpośredniego celu inflacyjnego oraz stabilności cen <i>implicite</i> w obliczu deflacji.....	128
2.3.3. Kontrola poziomu cen jako alternatywna propozycja strategii antydeflacyjnej	132
Podsumowanie	136

3. Historyczne doświadczenia z deflacją	139
3.1. Przegląd historycznych doświadczeń z deflacją	139
3.2. Strategie polityki pieniężnej Systemu Rezerwy Federalnej i Banku Szwecji w obliczu deflacji w warunkach Wielkiego Kryzysu	145
3.2.1. Strategia Systemu Rezerwy Federalnej w obliczu Wielkiego Kryzysu	145
3.2.2. Strategie polityki pieniężnej Banku Szwecji w latach 20. i 30. XX wieku	149
3.3. Deflacja i działania antydeflacyjne Japonii na przełomie XX i XXI wieku ..	155
3.3.1. Makroekonomiczne uwarunkowania deflacyjne w Japonii	155
3.3.2. Antydeflacyjne instrumenty w Japonii	162
3.3.3. Strategia polityki pieniężnej Banku Japonii wobec deflacji	171
Podsumowanie	177
4. Strategie polityki pieniężnej wobec współczesnych doświadczeń z deflacją – analiza wybranych przykładów w Unii Europejskiej w XXI wieku.....	180
4.1. Analiza doświadczeń deflacyjnych w Unii Europejskiej w XXI wieku	180
4.1.1. Diagnoza przykładów deflacji w Unii Europejskiej	180
4.1.2. Makroekonomiczne uwarunkowania deflacyjne w Unii Europejskiej	186
4.2. Ocena strategii polityki pieniężnej wobec deflacji w strefie euro	203
4.2.1. Strategiczne ramy polityki pieniężnej w Unii Europejskiej ze szczególnym uwzględnieniem strefy euro.....	203
4.2.2. Realizacja polityki pieniężnej Europejskiego Banku Centralnego w XXI wieku w warunkach kryzysu i deflacji.....	210
4.3. Ocena strategii polityki pieniężnej wobec deflacji w Polsce.....	225
4.3.1. Makroekonomiczne uwarunkowania deflacyjne w Polsce w XXI wieku.....	225
4.3.2. Ocena strategii bezpośredniego celu inflacyjnego w Polsce wobec deflacji.....	240
Podsumowanie	255
Zakończenie	258
Bibliografia	264
Spis rysunków.....	279
Spis tabel.....	281
Summary	282

SPIS SKRÓTÓW

- ABCP – komercyjne papiery wartościowe zabezpieczone wierzytelnościami (ang. *asset backed commercial papers*)
- ABS – papiery wartościowe zabezpieczone aktywami (ang. *asset backed securities*)
- ABSPP – program zakupu papierów wartościowych zabezpieczonych aktywami EBC (ang. *asset-backed securities purchase programme*)
- AD – krzywa zagregowanego popytu (ang. *aggregate demand*)
- ADF – rozszerzony test Dickey’a-Fullera (ang. *augmented Dickey-Fuller test*)
- AIC – kryterium Akaike’a (ang. *Akaike information criterion*)
- APP – program skupu aktywów EBC (ang. *asset purchase programme*)
- AS – krzywa zagregowanej podaży (ang. *aggregate supply*)
- AS-AD – model zagregowanej podaży i zagregowanego popytu
- BCI – strategia bezpośredniego celu inflacyjnego
- BJ – Bank Japonii
- CBPP – program skupu obligacji zabezpieczonych EBC (ang. *covered bond purchase programme*)
- CP – komercyjne papiery wartościowe (ang. *commercial papers*)
- CPI – indeks cen towarów i usług konsumpcyjnych (ang. *consumer price index*)
- DGNSP – dolna granica nominalnych stóp procentowych
- DSGE – dynamiczny stochastyczny model równowagi ogólnej (ang. *dynamic stochastic general equilibrium*)
- EBC – Europejski Bank Centralny
- EONIA – referencyjna stopa międzybankowych operacji depozytowych typu *overnight* na rynku pieniężnym strefy euro (ang. *euro overnight index average*)
- ERM2 – mechanizm kursu walutowego w UE (ang. *exchange rate mechanism*)
- Eurostat – biuro statystyczne UE (ang. *Eurostat*)
- FAVAR – czynnikowy model VAR (ang. *factor-augmented vector autoregression*)
- Fed – System Rezerwy Federalnej
- GUS – Główny Urząd Statystyczny
- H-B-S – efekt Harroda-Balassy-Samuelsona
- HICP – zharmonizowany indeks cen konsumpcyjnych (ang. *harmonised index of consumer prices*)
- HQC – kryterium Hannan-Quinna (ang. *Hannana-Quinna information criterion*)

ICLI	– międzyokresowy indeks kosztów utrzymania (ang. <i>intertemporal cost of living index</i>)
IDW	– integracyjna statystyka Durbina-Watsona (ang. <i>integration Durbin-Watson statistic</i>)
IMF	– Międzynarodowy Fundusz Walutowy (ang. <i>International Monetary Fund</i>)
JGB	– japońskie obligacje skarbowe (ang. <i>Japanese government bonds</i>)
KKW	– strategia kontroli kursu walutowego
KPC	– strategia kontroli poziomu cen
KPP	– strategia kontroli podaży pieniądza
KPSS	– test Kwiatkowskiego, Phillipsa, Schmidta, Shina
LRAS	– długookresowa krzywa zagregowanej podaży (ang. <i>long run aggregate supply</i>)
LTRO	– długookresowe operacje refinansujące EBC (ang. <i>long-term refinancing operations</i>)
MIRP	– polityka minimalnej stopy procentowej (ang. <i>minimal interest rate policy</i>)
MOG	– miernik oceny gospodarczej
MRO	– podstawowe operacje refinansujące EBC (ang. <i>main refinancing operations</i>)
NBP	– Narodowy Bank Polski
OECD	– Organizacja Współpracy Gospodarczej i Rozwoju (ang. <i>Organisation for Economic Co-operation and Development</i>)
OMT	– bezpośrednie operacje otwartego rynku na wtórnych rynkach obligacji państwowych EBC (ang. <i>outright monetary transactions</i>)
PKB	– produkt krajowy brutto
PNB	– produkt narodowy brutto
PPI	– indeks cen producenta (ang. <i>producer price index</i>)
PSPP	– program zakupu w sektorze publicznym EBC (ang. <i>public sector purchase programme</i>)
QE	– luzowanie ilościowe (ang. <i>quantitative easing</i>)
RT	– reguła Taylora
SCI	– strategia stabilności cen o charakterze <i>implicite</i>
SE	– strefa euro
SPND	– sztywności płac nominalnych w dół
SVAR	– strukturalny model VAR (ang. <i>structural vector autoregression</i>)
TB	– bony skarbowe (ang. <i>treasury bills</i>)
TLTRO	– ukierunkowane dłuższe operacje refinansujące EBC (ang. <i>targeted longer-term refinancing operations</i>)
UE	– Unia Europejska
VAR	– model wektorowej autoregresji (ang. <i>vector autoregression</i>)
VECM	– wektorowy model korekty błędem (ang. <i>vector error correction model</i>)
WAP	– wielowymiarowa analiza porównawcza
WPI	– indeks cen hurtowych (ang. <i>wholesale price index</i>)
ZGNP	– zerowa granica nominalnych stóp procentowych
ZIRP	– polityka zerowej stopy procentowej (ang. <i>zero interest rate policy</i>)

WSTĘP

Patrząc z wielowiekowej perspektywy, inflacja i deflacja występowały naprzemiennie, równie często i trwale, w szczególności w XIX w. i w pierwszej połowie XX w. Dopiero ostatnie kilkadziesiąt lat na świecie upłynęło głównie w warunkach zjawiska inflacji. Od II wojny światowej do końca XX w. większość krajów zmagala się ze zjawiskiem inflacji. Walka z inflacją była jednym z podstawowych celów polityki gospodarczej, a uwzględniając współczesny układ kompetencji, polityki pieniężnej. W tych warunkach wykształciły się odpowiednie narzędzia oraz strategie antyinflacyjne. Dopiero przełom XX w. i XXI w. przyniósł wyraźne osłabienie dynamiki ogólnego poziomu cen na świecie, a w tym deflację – m.in. w Japonii od połowy lat 90. XX w. w wielu krajach w warunkach kryzysu finansowego i gospodarczego pierwszej dekady XXI w. oraz w latach 2014–2016 – w obliczu spadku cen surowców, w tym ropy naftowej, na rynkach światowych. W konsekwencji zaczęto mówić o „śmierci inflacji” (Bootle, 1996). Od początku XXI w. wiele gospodarek doświadczało ujemnej dynamiki ogólnego poziomu cen, w szczególności w Unii Europejskiej. Może to być sygnał, że tendencje deflacyjne, pomimo występowania pieniądza fiducjarnego, powstającego dzięki kredytom, stały się ponownie elementem współczesnych gospodarek państw rozwiniętych¹. Ujawnia się przy tym potrzeba dostosowania polityki pieniężnej w sferze realizacji, a przede wszystkim strategii do nowych uwarunkowań.

Deflacji nie można rozpatrywać jako zjawiska całkowicie symetrycznego w stosunku do inflacji (głównie wysokiej). Warunkują ją bowiem specyficzne przyczyny, kanały transmisji i skutki powiązane ze zjawiskami – np. sztywności płac nominalnych w dół, dolnej granicy nominalnych stóp procentowych, pułapki płynności, recesji bilansowej czy spirali deflacyjnej². Można zatem mówić o „makroekonomii deflacji”, mając na uwadze specyfikę funkcjonowania go-

¹ Za wcześniej jednak, by po około dwóch dekadach doświadczeń deflacyjnych, jednoznacznie stwierdzić, że mamy obecnie do czynienia z tzw. „przechyłem” deflacyjnym (ang. *deflation bias*).

² Należy zaznaczyć, że niektóre ze wskazanych problemów mogą występować także w warunkach bardzo niskiej inflacji.

spodarki w warunkach ujemnej dynamiki ogólnego poziomu cen. W szczególności uwarunkowania deflacyjne mogą podważyć konsens w makroekonomii, który od kilkudziesięciu lat kształtował się głównie w warunkach inflacji i ma odzwierciedlenie w kształcie krótko- i długookresowej krzywej Phillipsa. Konieczne jest przy tym rozpoznanie rodzaju deflacji i odpowiedź na pytanie, czy ma ona „złą”, czy „dobrą” naturę. Warunkuje to bowiem zarówno przyczyny, jak i kanały transmisji oraz skutki ujemnej dynamiki ogólnego poziomu cen, w tym wpływ na sferę strategiczną polityki pieniężnej. Należy mieć jednak na uwadze możliwość transformacji deflacji z „dobrej” w „złą” jej odmianę.

Deflacja zatem tworzy specyficzne uwarunkowania kształtowania strategii polityki pieniężnej w sferze celów, instrumentów, sposobu ich powiązania oraz instytucjonalnych uwarunkowań. Współczesna strategia polityki pieniężnej powinna być dostosowana do zagrożeń deflacyjnych, chronić przed wystąpieniem deflacji, w tym w postaci spirali deflacyjnej, a także powinna umożliwiać walkę z nią, gdy już wystąpi, a następnie sprawne przeprowadzenie procesu reflacji, czyli przejścia z ujemnej do dodatniej dynamiki ogólnego poziomu cen. Deflacja wymusza więc konieczność weryfikacji dopasowania strategicznego. Stosowany dotychczas typ strategii może być nieadekwatny do specyficznych uwarunkowań i będzie wymagać korekty lub zastąpienia innym. Będzie to zależec z jednej strony od rodzaju deflacji, jej dynamiki, trwałości i skutków, a z drugiej od dopasowania dotychczasowego typu strategii do danych uwarunkowań deflacyjnych. Nie każdy bowiem przypadek deflacji musi prowadzić do zmian strategicznych, np. gdy mamy do czynienia z „dobrą” deflacją i stosowany jest właściwy typ strategii. Konieczne jest zatem porównanie typów strategii polityki pieniężnej pod kątem dopasowania do uwarunkowań deflacyjnych zarówno w ujęciu teoretycznym, jak i w odniesieniu do praktycznych doświadczeń historycznych i współczesnych, przede wszystkim w ramach strategii bezpośrednio celu inflacyjnego (m.in. przykład Polski), dyskrecjonalnej (przykłady Stanów Zjednoczonych i Japonii), mieszanej (przykład strefy euro³) oraz kontroli poziomu cen (historyczny przykład Szwecji). Konieczne są badania w zakresie niniejszej tematyki, co może się przyczynić do wypracowania procedury zmiany i wyboru strategii polityki pieniężnej w warunkach deflacji we współczesnej bankowości centralnej. Można nawet się pokusić o wskazanie zarysu pożądanego kształtu i typu strategii wobec deflacji.

W tym kontekście podstawowym celem pracy jest ocena wpływu deflacji na kształt strategii polityki pieniężnej. W monografii rozpatruje się politykę pieniężną przede wszystkim z perspektywy strategicznej, co wymaga precyzyjnego określenia pojęcia strategii oraz jej systematyki. Podjęto próbę oceny, w jaki

³ Strategia EBC w XXI w. ewoluowała w kierunku BCI, w szczególności gdy mamy na uwadze filar monetarny. Powstają nawet wątpliwości, czy obecnie można ją jeszcze określać mianem „mieszanej” (por. podrozdział 4.2).

sposób specyficzne uwarunkowania deflacyjne oddziałują na strategię polityki pieniężnej zarówno w ujęciu teoretycznym, jak i praktycznym oraz w odniesieniu do sfery celów, instrumentów, sposobu ich powiązania i w konsekwencji typu strategii. Warto się odnieść do trzech aspektów analizy: po pierwsze, na etapie prewencji przed deflacją, po drugie, w sytuacji gdy już wystąpi, i po trzecie, w ramach procesu reflacji, czyli po ustąpieniu deflacji⁴. W centrum zainteresowania pracy nie są działania i instrumenty walki z deflacją, ale przede wszystkim aspekt strategiczny, w którym można: po pierwsze, wskazać wyzwania strategiczne wynikające z deflacji, po drugie, porównać na tle tych uwarunkowań dominujące typy strategii współczesnej polityki pieniężnej (głównie BCI i strategię dyskrecjonalną, a pośrednio także strategię EBC), i po trzecie, wskazać na tym tle zarys pożądanego kształtu strategii w obliczu deflacji z uwzględnieniem trzech wskazanych powyżej aspektów czasowych. W związku z tym w pracy można zauważyć nakładanie się dwóch podejść analizy powiązania uwarunkowań deflacyjnych i strategii polityki pieniężnej. Z jednej strony podjęto próbę zarysowania uwarunkowań deflacyjnych i na tym tle wskazania wyzwań dla kształtu strategii polityki pieniężnej, jeszcze bez rozpatrywania konkretnych jej typów (analiza w tym przypadku ma głównie charakter teoretyczny, zob. np. podrozdziały 2.1.3 i 2.3.1). Z drugiej strony podjęto próbę oceny przydatności poszczególnych typów strategii polityki pieniężnej w kontekście uwarunkowań deflacyjnych (zob. np. podrozdziały 2.3.2 i 2.3.3 oraz w sferze empirycznej rozdziały 3 i 4). W pracy dominuje drugie podejście, w szczególności w ramach analizy empirycznej, jakkolwiek wynika ono z pierwszego.

Realizacji celu głównego pracy służą następujące zadania badawcze odnoszące się w znacznej mierze do kolejnych rozdziałów:

- Teoretyczna diagnoza specyfiki uwarunkowań deflacyjnych w ramach pojęcia „makroekonomii deflacji” i ich wpływu na konsens głównego nurtu ekonomii.
- Teoretyczna analiza oddziaływania uwarunkowań deflacyjnych na kształt strategii polityki pieniężnej w zakresie celów, instrumentów i sposobu ich powiązania na etapach jej prewencji, zwalczania oraz reflacji. Porównanie podstawowych typów strategii współczesnej polityki pieniężnej na tle uwarunkowań deflacyjnych i określenie pożądanego kształtu strategii w obliczu deflacji.
- Analiza historycznych doświadczeń deflacyjnych w ujęciu przekrojowym oraz z wykorzystaniem wybranych przypadków, w szczególności pod kątem strategii polityki pieniężnej.

⁴ W niniejszej monografii sformułowanie „strategia polityki pieniężnej wobec czy w obliczu deflacji” odnosi się do tych trzech aspektów oddziaływania. Jest to zatem spojrzenie szersze, dotyczące dłuższego okresu. Działania antydeflacyjne, gdy ujemna dynamika cen już wystąpi, są jedynie elementem całokształtu rozważań strategicznych w tej pracy i odnoszą się raczej do krótkiego okresu (por. podrozdział 2.2).

- Analiza współczesnych doświadczeń deflacyjnych oraz ocena wpływu na strategię polityki pieniężnej w UE w XXI w., przede wszystkim w odniesieniu do strefy euro i Polski.

Na tle przedstawionego powyżej układu celów i zadań badawczych monografii została sformułowana hipoteza mówiąca, że *deflacja, patrząc z perspektywy XXI w. w Unii Europejskiej, będąc zjawiskiem coraz częściej spotykanym w praktyce i jednocześnie stosunkowo słabo rozpoznanym w literaturze przedmiotu, stwarza specyficzne uwarunkowania polityki pieniężnej, co wywołuje konieczność weryfikacji dopasowania jej ram strategicznych, w zakresie celów, instrumentów, a w konsekwencji typu strategii.*

W tym kontekście władze gospodarcze powinny regularnie prowadzić badania nad dopasowaniem strategicznym i w związku z tym być otwarte na ewentualne zmiany strategii, np. jej typu lub wariantu, w obliczu burzliwie zmieniających się uwarunkowań, np. wynikających z wystąpienia złej odmiany deflacji. Pożądana w takiej sytuacji jest strategia hybrydowa łącząca typ strategii podstawowej (przede wszystkim BCI z uwzględnieniem odpowiednich korekt i ewentualnie wariantu) oraz plan awaryjny na wypadek wystąpienia deflacji. Plan ten powinien być uporządkowanym układem instrumentów antydeflacyjnych o charakterze standardowym i niestandardowym, z określeniem warunków i sposobu ich użycia. Klarowne określenie ram strategicznych zwiększa przejrzystość i wiarygodność polityki wobec deflacji zarówno na etapie jej prewencji, działań antydeflacyjnych, jak i reflacji. Dzięki temu możliwa staje się kontrola oczekiwań dotyczących dynamiki ogólnego poziomu cen, która determinuje skuteczność i efektywność realizacji strategii polityki pieniężnej w warunkach deflacji. Mało klarowne, *implicite* określone strategie dyskrecjonalne nie są skuteczne i efektywne w warunkach deflacji.

W monografii zastosowano charakterystyczną dla nauk społecznych hipotetyczno-dedukcyjną metodę wnioskowania. Powyżej postawiono hipotezę badawczą, którą zweryfikowano w ujęciu teoretycznym i praktycznym. Zastosowano przy tym różne metody badawcze – metodę historyczną, studium przypadków, statystyczną metodę opisową oraz analizę współzależności. W konsekwencji praca ma charakter teoretyczno-empiryczny. Pierwsze dwa rozdziały mają przede wszystkim charakter teoretyczny i dotyczą odpowiednio uwarunkowań deflacyjnych oraz ich wpływu na kształt strategii polityki pieniężnej. Stanowią one tło do badań empirycznych przeprowadzonych w dwóch kolejnych rozdziałach. W obu sferach odniesiono się do dotychczasowej literatury dotyczącej poszczególnych zagadnień i zaproponowano badania autorskie. Warto także odnotować, że szczegółowość badań w sferze empirycznej (rozdziały 3 i 4), głównie pod kątem strategii polityki pieniężnej, wzrasta wraz z kolejnymi analizowanymi przypadkami. W odniesieniu do przypadków historycznych Stanów Zjednoczonych i Szwecji zastosowano metody bardziej podstawowe i na

ile było to możliwe, odniesiono się do aspektu strategicznego polityki pieniężnej. Przypadki Japonii (rozdział 3) i strefy euro (rozdział 4) zostały poddane bardziej poszerzonym badaniom, z uwzględnieniem szerszego zakresu metod i w większym stopniu w odniesieniu do kwestii dopasowania strategicznego. Najbardziej zaawansowane metody badawcze zastosowano w przypadku Polski (ostatnia część rozdziału 4). W badaniach empirycznych, poza podstawowymi metodami statystycznymi, wykorzystano m.in. szacunki miernika ryzyka deflacyjnego oraz funkcji reakcji w postaci reguły Taylora oraz – na podstawie skorygowanego *misery index* – zaproponowano miernik oceny gospodarczej (MOG). Wykorzystano także modele korelacji liniowej i nieliniowej, w tym o postaci funkcji Tornquista II, m.in. w odniesieniu do krzywej Phillipsa, oraz model wektorowej autoregresji (VAR).

Zakresy czasowy i przestrzenny pracy są determinowane wystąpieniem ujemnej dynamiki ogólnego poziomu cen. Badania empiryczne mają zatem przede wszystkim charakter studiów przypadków. Podzielono je na dwie części: badania historyczne i współczesne. W obu obszarach, poza analizą studiów przypadków, dokonano jednak na wstępie próby przekrojowych badań w zakresie diagnozy doświadczeń deflacyjnych. Jeśli chodzi o studia przypadków, to w ujęciu historycznym przedmiotem analiz jest Szwecja w latach 20. i 30. XX w., Stany Zjednoczone w warunkach Wielkiego Kryzysu oraz Japonia na przełomie XX i XXI w. jako przykład łączący historyczne i współczesne doświadczenia z deflacją. Mimo że w obliczu Wielkiego Kryzysu wiele krajów na świecie odnotowało deflację, to w analizowanych przypadkach można się doszukać przejawów zastosowania strategii polityki pieniężnej we współczesnym tego słowa znaczeniu, co jest przedmiotem i celem badań w tej pracy. W Stanach Zjednoczonych stosowano strategię dyskrecjonalną, a w Szwecji opartą na kontroli poziomu cen, które obecnie mogą być rozpatrywane dla uwarunkowań deflacyjnych (zob. podrozdział 2.3 oraz rozdział 4). Dodatkowo w obu przypadkach nastąpiła podczas Wielkiego Kryzysu rezygnacja z systemu waluty złotej (w Szwecji w 1931 r., a w Stanach Zjednoczonych w 1933 r.), a wraz z tym zwiększenie autonomii działań monetarnych. Japonia natomiast to jeden z niewielu, a może nawet jedyny przypadek z drugiej połowy XX w., który dotyczy doświadczeń trwałej i „złej” odmiany deflacji, a jednocześnie w obliczu którego jest stosowana charakterystyczna strategia polityki pieniężnej. Badania współczesne z kolei w szerszym ujęciu obejmują okres od początku XXI w. do 2017 r. Dolna cezura czasowa wynika z osłabienia dynamiki ogólnego poziomu cen w wielu krajach na całym świecie, w tym w UE, górna cezura wynika natomiast z dostępności danych statystycznych. Do badania w tym ujęciu wybrano przykład UE, koncentrując się jednak na strefie euro oraz Polsce. Zasadniczy okres badawczy w tych przypadkach często został ograniczony do czasu, gdy występowała deflacja. Należy wyraźnie zaznaczyć, że zakresy czasowy i prze-

strzenny wynikają z faktu, że w centrum zainteresowania pracy jest współczesna polityka pieniężna prowadzona w systemie pieniądza fiducyjnego, głównie o charakterze kredytowym. Analizy historyczne odnoszą się niekiedy do innych systemów walutowych, jednak stanowią jedynie tło dla analizy z punktu widzenia współczesnej perspektywy lub też dotyczą przypadków, w których można doszukiwać się strategii we współczesnym tego słowa znaczeniu.

W pracy wykorzystano literaturę polsko- i anglojęzyczną z różnych dziedzin nauk ekonomicznych, przede wszystkim z polityki gospodarczej, w szczególności polityki pieniężnej i bankowości centralnej. Powołano się również na literaturę z zakresu makroekonomii i historii myśli ekonomicznej, a także analizy strategicznej i strategii przedsiębiorstw, zarządzania oraz teorii podejmowania decyzji. Oprócz publikacji książkowych są to artykuły naukowe i publicystyczne oraz dokumenty źródłowe różnych instytucji, w tym banków centralnych. Warto dodać, że oprócz aktualnych źródeł, które często dotyczą ostatnich uwarunkowań kryzysowych i pokryzysowych, w szerokim zakresie wykorzystano źródła z początku XXI w. Wynika to z faktu, że właśnie w tym okresie, w obliczu osłabienia dynamiki cen na świecie, powstało wiele często pionierskich publikacji na temat polityki pieniężnej w warunkach niskiej inflacji i deflacji. Dane wykorzystane w badaniach pochodzą z różnych źródeł. Do głównych z nich można zaliczyć strony internetowe i bazy danych: Eurostat, OECD, IMF, GUS, NBP oraz wielu banków centralnych, których dotyczą badania empiryczne⁵. Dołożono wszelkich starań, aby dane były jednolite, w szczególności przy zastosowaniu poszczególnych narzędzi i metod badawczych.

Monografia składa się z czterech rozdziałów, wstępu i zakończenia. Pod koniec każdego rozdziału dokonano krótkiego podsumowania w celu zwiększenia przejrzystości całokształtu wywodu. Wnioski podsumowujące całą pracę zostały przedstawione w zakończeniu.

W pierwszym rozdziale w sferze teoretycznej, głównie korzystając z literatury przedmiotu, podjęto próbę określenia ram „makroekonomii deflacji”, analizując najpierw definicję deflacji, a następnie specyficzne dla niej teorie i zjawiska, w odniesieniu np. do sztywności płac nominalnych w dół, dolnej granicy nominalnych stóp procentowych, pułapki płynności, recesji bilansowej czy spirali deflacyjnej, które determinują pomiar, przyczyny, kanały transmisji, skutki i rodzaje deflacji. W ten sposób uzyskano kompleksowy i uporządkowany obraz uwarunkowań deflacyjnych. Sformułowania „makroekonomii deflacji” użyto w celu podkreślenia specyfiki i kompleksowego ujęcia uwarunkowań,

⁵ Można wskazać następujące banki centralne, których dotyczą badania w niniejszej pracy (zgodnie z kolejnością odniesienia w strukturze pracy): System Rezerwy Federalnej (Fed), Bank Szwecji, Bank Japonii, Europejski Bank Centralny, Narodowy Bank Bułgarii, Narodowy Bank Chorwacji, Narodowy Bank Czeski, Narodowy Bank Danii, Narodowy Bank Rumunii, Narodowy Bank Węgier, Bank Anglii oraz Narodowy Bank Polski.

jakie tworzy deflacja, wpływając na kluczowe powiązania wielkości i zjawiska makroekonomiczne, które odmiennie kształtują się w warunkach dodatniej dynamiki cen. W poszczególnych podrozdziałach podjęto kilka problemów badawczych, opierając się na dostępnej literaturze i innych źródłach, a także dokonując własnych analiz oraz formułując propozycje rozwiązań. Po pierwsze, rozważono sposób pomiaru deflacji oraz ryzyka jej wystąpienia, w szczególności pod kątem celów i wyznaczników współczesnej polityki pieniężnej. Po drugie, dokonano analizy przyczyn deflacji z uwzględnieniem strony popytowej i podażowej. Po trzecie, przeanalizowano kluczowe zjawiska, które wpływają na transmisję deflacji w polityce pieniężnej i jej skutki społeczno-gospodarcze. Po czwarte, ukazano możliwy dysonans w odniesieniu do konsensu w zakresie głównego nurtu makroekonomii, w szczególności w kontekście wpływu sztywności płac nominalnych w dół na kształt krzywej Phillipsa. Wreszcie, po piąte, na podstawie wcześniejszych rozważań dokonano uporządkowania skutków deflacji, dzięki czemu możliwe jest wyróżnienie jej rodzajów z uwzględnieniem „dobrej” i „złej” odmiany.

W drugim rozdziale podjęto w sferze teoretycznej próbę analizy wpływu uwarunkowań deflacyjnych na kształt strategii polityki pieniężnej, wcześniej definiując *explicit* to pojęcie na potrzeby pracy. W pierwszym podrozdziale, poza pojęciem strategii, ukazano współczesny konsens w tym zakresie na świecie, uwzględniając sferę celów, instrumentów i w konsekwencji całokształtu strategii. Przedstawiono także w ujęciu ogólnym uwarunkowania i procedurę zmiany oraz wyboru typu strategii polityki pieniężnej, by w kolejnych dwóch podrozdziałach rozważyć na tym tle deflację i ukazać, w jaki sposób wpływa ona na kształt strategii polityki pieniężnej zarówno na etapie jej prewencji, działań antydeflacyjnych, jak i reflacji. Na tym tle przedstawiono koncepcję planu antydeflacyjnego oraz porównano różne typy strategii polityki pieniężnej w obliczu deflacji.

W trzecim rozdziale podjęto próbę diagnozy historycznych doświadczeń deflacyjnych, w szczególności w odniesieniu do przypadków, gdzie były stosowane elementy strategii polityki pieniężnej we współczesnym tego słowa znaczeniu. Rozważono w kolejności przypadki Stanów Zjednoczonych w warunkach Wielkiego Kryzysu, Szwecji w latach 20. i 30. XX w. oraz w Japonii począwszy od lat 90. XX w. Poza analizą doświadczeń i uwarunkowań deflacyjnych podjęto próbę uchwycenia ich wpływu na strategię polityki pieniężnej, zwłaszcza pod kątem odniesienia do współczesnych doświadczeń.

W czwartym rozdziale ukazano współczesne doświadczenia z deflacją w Unii Europejskiej, uznając za dolną cezurę czasową początek XXI w. W tym przypadku skupiono uwagę na sednie tematyki niniejszej pracy, czyli wpływie rozpatrywanych uwarunkowań na kształt strategii polityki pieniężnej. Po badaniach ogólnych i przekrojowych odniesiono się do mieszanej strategii EBC oraz

BCI w Polsce. Zastosowano w tych przypadkach poszerzone i bardziej zaawansowane metody badań empirycznych w porównaniu do doświadczeń historycznych przedstawionych w rozdziale trzecim. W każdym przypadku w pierwszej kolejności zdiagnozowano makroekonomiczne uwarunkowania deflacyjne, aby następnie odnieść się do konsekwencji dla polityki pieniężnej, przede wszystkim o charakterze strategicznym. Ukazano zarówno pozytywne, jak i negatywne (wymagające korekty) aspekty strategii polityki pieniężnej analizowanych przypadków.

W zakończeniu sformułowano wnioski odnoszące się do celów, zadań i hipotezy pracy. Zostały one uporządkowane w kolejności odpowiadającej tematyce poszczególnych rozdziałów książki.

1. ZARYS MAKROEKONOMII DEFLACJI – PRZEGLĄD LITERATURY

1.1. Pojęcie i pomiar deflacji oraz ryzyka deflacyjnego

1.1.1. Problemy definicji deflacji

Pojęcie deflacji jest rzadko definiowane, w szczególności w polskiej literaturze przedmiotu. Najczęściej dzieje się to przy okazji definiowania inflacji, która do czekała się znacznie większej ilości teoretycznych i praktycznych analiz. Najogólniej jako przyczynę można wskazać dominację doświadczeń z inflacją w porównaniu do doświadczeń deflacyjnych, przede wszystkim od początku XX w. Inflacja stała się „wrogiem publicznym numer jeden” w wielu krajach na całym świecie, w szczególności dla decydentów gospodarczych. Literatura dotycząca deflacji natomiast odnosi się głównie do doświadczeń Wielkiego Kryzysu lat 30. oraz Japonii od początku lat 90. XX w. Również początek XXI w. przyniósł większe zainteresowanie deflacją, co wynika z obniżenia dynamiki wzrostu cen na całym świecie i ogólnoświatowego kryzysu finansowego i gospodarczego. Uznając fakt ograniczonej literatury, w niniejszej publikacji różne aspekty analiz zjawiska deflacji będą po części opierać się na bogatej i w znacznym stopniu sprawdzonej wiedzy w zakresie inflacji.

Inflacja i deflacja były i nadal są definiowane na wiele sposobów. Porządkując wiedzę w tym zakresie, można zauważyć dwa kierunki definicji. Jeden z nich dotyczy podaży pieniądza, a drugi ogólnego poziomu cen. Taką dwoistość dostrzegają m.in. Hazlitt (2007, s. 23, 24) oraz Mises (2012, s. 215–217). Ten drugi, będąc wybitnym reprezentantem austriackiej szkoły ekonomii, w swoim traktacie ekonomicznym z 1912 r. uznał pierwszy kierunek za mający „znaczenie w czystej ekonomicznej teorii pieniądza”, a drugi za wykorzystywany „w codziennych rozważaniach na temat obecnej polityki” (Mises, 2012, s. 215). Jednocześnie zarówno Mises, jak i Hazlitt opowiadają się za definicją pierwszego

typu¹. Taką definicję stosują także polscy autorzy – Knakiewicz (1967) oraz Staniewicz (2003).

Według tego podejścia Mises definiuje deflację (inaczej restrykcję lub kontrakcję) jako zmniejszenie ilości pieniądza (w szerokim znaczeniu, czyli wliczając środki fiducyjne²), które nie jest równoważone przez odpowiedni spadek popytu na pieniądz (również w szerokim znaczeniu) tak, że musi nastąpić wzrost wartości wymiennej pieniądza, czyli jego siły nabywczej (Mises, 2012, s. 216)³. Wartość ta jest, jego zdaniem, głównym elementem „ekonomicznego problemu pieniądza” i oznacza „antycypowaną wartość rzeczy, które można za niego nabyć”. Dodatkowo autor mówi, że w przeciwieństwie do towaru „pieniądz nie posiada żadnej innej użyteczności niż wynikająca z możliwości otrzymania w zamian za niego innych dóbr” (Mises, 2012, s. 94). Jest zatem zdania, że funkcja pieniądza sprowadza się do powszechnego środka wymiany. Pozostałe funkcje, często wskazywane w literaturze, są jedynie pochodną funkcji podstawowej⁴.

Po zdefiniowaniu pojęć inflacji i deflacji Mises formułuje uwagę, że mamy zawsze do czynienia albo z inflacją, albo z deflacją, jako że sytuacja, w której nie następuje zmiana obiektywnej wartości wymiennej pieniądza, nie może długo się utrzymywać (Mises, 2012, s. 216). Sformułowanie to i w konsekwencji proponowane przez autora definicje inflacji i deflacji mogą budzić wątpliwości. W celu ich zobrazowania posłużmy się kilkoma oznaczeniami. Niech ΔM oznacza zmianę podaży pieniądza ($+\Delta M$ – wzrost, $-\Delta M$ – spadek), natomiast ΔL oznacza zmianę popytu na pieniądz ($+\Delta L$ – wzrost, $-\Delta L$ – spadek). Mises formułuje prezentowane definicje w następujący sposób:

- inflacja: $|+\Delta M| > |+\Delta L|$,
- deflacja: $|\Delta M| > |\Delta L|$.

Dodatkowo stwierdza, że sytuacja, gdy $\Delta M = \Delta L$, jest przejściowa.

Mises *explicitie* nie definiuje innych procesów, przede wszystkim tych, które można oznaczyć jako:

- $|+\Delta M| < |+\Delta L|$,
- $|\Delta M| < |\Delta L|$.

¹ Podobną definicję stosuje m.in. Hulsmann (2008, s. 9–11) oraz Soto (2011, s. 334–342). Szerzej na temat roli pieniądza w teoriach szkoły austriackiej zob. Marszałek (2011b, s. 131–145).

² Należy zaznaczyć, że w tym okresie dominował system waluty złotej, w którym za pieniądz uznawano głównie złoto.

³ Jednocześnie autor mówi o inflacji, że „w analizach teoretycznych temu terminowi można racjonalnie przypisać tylko jedno znaczenie: czyli wzrost ilości pieniądza (w szerokim znaczeniu), który nie jest równoważony przez odpowiedni wzrost zapotrzebowania na pieniądz (również w szerokim znaczeniu, tak, że musi nastąpić spadek wartości pieniądza (Mises, 2012, s. 216; zob. także: Soto, 2011, s. 334–335).

⁴ Szerzej na temat funkcji pieniądza w odniesieniu do różnych teorii zob. np. (Knakiewicz, 2004; Knakiewicz, Jurek i Marszałek, 2011).

Rodzi się pytanie: co się dzieje, gdy następuje wzrost podaży pieniądza mniejszy od wzrostu popytu na pieniądz oraz gdy podaż pieniądza spada wolniej niż popyt na pieniądz. Wątpliwość może także budzić druga część definicji deflacji (także inflacji) mówiąca, że przedstawiona powyżej nierównowaga między zmianami podaży i popytu na pieniądz dla deflacji (inflacji) musi się przełożyć na wzrost (dla inflacji – spadek) siły nabywczej pieniądza. Jak już wspomniano, Mises utożsamia siłę nabywczą z wartością wymienną pieniądza, czyli ilością dóbr, jaką można za niego nabyć. Jeśli podaż pieniądza spada, to siła nabywczą wzrośnie wtedy, gdy ceny towarów i usług spadną. Gdyby ceny pozostawały bez zmian (a także ich ilość), to dlaczego ludzie, dysponując mniejszą ilością pieniądza, mieliby nabywać za niego więcej dóbr? Musi zatem nastąpić spadek cen, a w takiej sytuacji następuje nałożenie się pojęcia deflacji definiowanej z punktu widzenia zmian podaży pieniądza i zmian poziomu cen – którą Mises odrzuca.

Problem w definiowaniu deflacji w odniesieniu do podaży pieniądza ukazuje W. Staniewicz w pracy przygotowanej w latach 40. i 50. XX w. (Staniewicz, 2003, s. 119–124). Jednocześnie podejmuje próbę uporządkowania tej terminologii. Zaznacza, że „[...] deflacja nie ma powszechnie przyjętego znaczenia. Pierwotnie słowo to oznaczało jedynie zmniejszenie ilości pieniędzy obiegowych. Potem znacznie je rozszerzono, tak że obejmowało ono i surogaty pieniądza, a więc środki płatnicze w ogóle, i wreszcie samą możliwość dysponowania środkami płatniczymi – czyli kredyt [...]. Usiłowano także ująć deflację, i to symetrycznie do inflacji, nie jako bezwzględne zmniejszenie środków płatniczych, lecz jako zmniejszenie ich w stosunku do potrzeb obiegu [...].” (Staniewicz, 2003, s. 119). Autor tłumaczy mechanizm tego procesu, pisząc, że jeżeli przy niezmiennym strumieniu dóbr i zapotrzebowaniu na pieniądz mniejszy się strumień pieniężny, ceny spadają i ma miejsce deflacja. Deflacja ma również miejsce, gdy przy niezmiennym strumieniu pieniężnym wzrasta strumień dóbr i popyt na pieniądz (Staniewicz, 2003, s. 119–120). Wyjaśnienie to zawiera zatem połączenie definicji inflacji poprzez podaż pieniądza, jak i zmiany cen i w pewnym stopniu porządkuje wiedzę w tym zakresie⁵.

Podobnie jak Mises również H. Hazlitt opowiada się za definicją inflacji, a pośrednio także deflacji, poprzez zmiany podaży pieniądza. Autor uważa, że „używanie terminu „inflacja” w znaczeniu „wzrost cen” odwraca uwagę od prawdziwej przyczyny inflacji oraz od lekarstwa, które mogłoby ją uleczyć” (Hazlitt, 2007, s. 24). W tym jednak przypadku Hazlitt określa pojęcie inflacji w sposób bardziej ogólny, twierdząc, że „jest ona wzrostem podaży pieniądza i kredytu” (Hazlitt, 2007, s. 23). Można zatem dodać, że deflacja jest spadkiem podaży pieniądza i kredytu. A zatem abstrahuje się tutaj od zmian popytu na

⁵ Należy mieć na uwadze, że zarysowany mechanizm deflacji jest uproszczony. Będzie o nim szerzej mowa w dalszej części rozdziału.

pieniądz, a zarazem zmian siły nabywczej pieniądza. Mimo że Hazlitt opowiada się za taką definicją, to jest świadomy, że drugie podejście (dotyczące cen – „inflacja cenowa”) jest równie powszechnie stosowane. Wskazuje na obecność obu rodzajów definicji w *American College Dictionary*. Sam autor obawia się, że w cytowanym opracowaniu jest niekonsekwentny w używaniu obu podejść pisząc: „Osobiście stwierdzam, że uchronienie się od popadnięcia w tę dwuznaczność jest zajęciem beznadziejnie trudnym [...] starałem się to czynić w kolejnych rozdziałach, choć obawiam się, że pewnie nie zawsze konsekwentnie” (Hazlitt, 2007, s. 24).

Dla porządku warto zaznaczyć, że zarysowane podejście było głównie stosowane w przeszłości, przed II wojną światową⁶ (Hazlitt, 2007, s. 25; Salerno, 2002, s. 5). Spadek lub wzrost cen były uważane jedynie za jedno z wielu konsekwencji deflacji i inflacji. Można uznać, że zmiana definicji dokonała się w obliczu rewolucji Keynesowskiej, będąc bezpośrednio związanej ze zjawiskiem deflacji w czasie Wielkiego Kryzysu. Definicja deflacji związana ze spadkiem cen już w latach 50. stała się silnie zakorzeniona zarówno w sferze rozważań akademickich, jak i praktyce gospodarczej (Salerno, 2002, s. 5).

W niniejszej pracy przyjęto ten drugi kierunek definicji. Deflacja w tym ujęciu oznacza spadek ogólnego poziomu cen, z położeniem nacisku na słowo „ogólny” (Bernanke, 2003, s. 2). Deflacja bowiem występuje tylko wtedy, gdy spadające ceny dotyczą nie poszczególnych, ale znacznej ilości dóbr i usług, tak że ma to odzwierciedlenie w kompleksowych indeksach pomiaru zmian cen, np. wskaźnik cen dóbr i usług konsumpcyjnych, CPI. Deflacja stanowi zatem trwały wzrost siły nabywczej pieniądza. Za tę samą kwotę można nabyć realnie więcej dóbr i usług.

W takiej definicji pewne wątpliwości może budzić sformułowanie „poziom cen”. Jest ono abstrakcyjne, a zarazem mało precyzyjne. Zdaniem Misesa, tego pojęcia nie powinno się używać, a ceny nie zmieniają się o ten sam procent w tym samym czasie. We współczesnej praktyce jest ono określane w sposób umowny i uproszczony, najczęściej jako wartość średnia ważona cen pewnego koszyka dóbr i usług. Wartość ta spada, gdy cena odpowiedniej ilości jego elementów składowych z odpowiednio wysokimi wagami ulega obniżeniu. Nie musi natomiast nastąpić spadek cen we wszystkich sektorach gospodarki (por. Samaryna, 2010, s. 11). Ponieważ jednak pojęcie poziomu cen jest powszechnie stosowane, zostanie również zaakceptowane w niniejszym opracowaniu, mimo pewnych zastrzeżeń w tym zakresie. Dodatkowo należy zaznaczyć, że ukazany problem dotyczy raczej sposobu pomiaru deflacji i nie podważa samej jej definicji.

⁶ Przykłady zastosowania definicji inflacji i deflacji w kontekście zmian podaży pieniądza, także w odniesieniu do systemu waluty złotej, zostały przedstawione przez Salerno (2002). Autor przytacza m.in. definicje Rothbarda, Carrola, Walkera i Kemmerera.

W ten sposób zdefiniowana deflacja jest obecnie przedmiotem teoretycznych i praktycznych analiz i budzi duże obawy wśród decydentów gospodarczych. Większość autorów w podobny sposób określa to pojęcie (por. np. Buitter, 2003, s. 1; Bordo i Filardo, 2005, s. 1; Kumar, Baig, Decressin, Faulkner-MacDonagh i Feyzioglu, 2003, s. 3). Należy jednak zaznaczyć, że niektóre definicje są zbyt obszerne i przypisują deflacji cechy, które nie mają odzwierciedlenia w praktyce. Przykładowo wiążą to zjawisko ze spadkiem PKB, spadkiem cen aktywów czy aprecjacją kursu walutowego (por. Samaryna, 2010, s. 11–12). Procesy te mogą, ale nie muszą współwystępować z trwałym spadkiem ogólnego poziomu cen. Nie stanowią zatem o istocie deflacji i powinny być rozpatrywane poza jej definicją w kontekście przyczyn i (lub) skutków. W szczególności przyjęte w tej pracy pojęcie deflacji nie obejmuje dynamiki cen aktywów (finansowych i nieruchomości, ang. *asset prices*), dotyczy tylko cen bieżących dóbr i usług konsumpcyjnych. Wiadomo jednak, że zmienność cen aktywów, odzwierciedlając oczekiwania co do przyszłych cen dóbr i usług, może stanowić przyczynę, element mechanizmów transmisji lub skutek deflacji (por. Buitter, 2003, s. 2).

1.1.2. Wybór mierników deflacji oraz ryzyka deflacyjnego

Dynamika cen dóbr i usług⁷, która obejmuje zarówno inflację, jak i deflację, jest mierzona na wiele sposobów. Po pierwsze, wyróżnia się deflatory poszczególnych agregatów rachunku narodowego, jak np. deflator PKB czy deflator PNB⁸. Obejmują one wszystkie finalne dobra i usługi wytworzone w danym kraju bądź, jak w przypadku PNB, przez jego obywateli. Po drugie, stosowane są indeksy cen, które opierają się na odpowiednio dobranym koszyku dóbr i usług. Najbardziej powszechny jest indeks cen dóbr i usług konsumpcyjnych (ang. *consumer price index*, CPI)⁹.

Obok niego wyróżnia się także indeks cen producenta (ang. *producer price index*, PPI) oraz inflację bazową. Istotną cechą pierwszego miernika jest to, że dotyczy cen hurtowych, i to jedynie w odniesieniu do dóbr. Zasadniczą cechą inflacji bazowej natomiast jest wyeliminowanie z koszyka wybranych składników. Kryteria wyłączenia mogą być różne i w związku z tym mamy do czynienia z odmiennymi miarami inflacji bazowej. Najczęściej wyłączone są te elementy, które charakteryzują się dużą zmiennością oraz na które bank centralny

⁷ Należy ponownie zaznaczyć, że w centrum zainteresowania niniejszej pracy są ceny dóbr i usług konsumpcyjnych i pomija się ceny aktywów zarówno w samej definicji deflacji, jak i sposobach jej pomiaru.

⁸ W Stanach Zjednoczonych jest stosowany deflator spożycia prywatnego (ang. *personal consumption expenditure*, PCE deflator).

⁹ W przypadku UE jest to zharmonizowany indeks cen konsumpcyjnych (ang. *harmonised index of consumer prices*, HICP).

ma niewielki wpływ lub też w ogóle go nie ma. Zalicza się do nich przede wszystkim: ceny paliw, energii, żywności, a także podatki pośrednie i stopy procentowe. Przyczyną wyłączenia dwóch ostatnich składników jest ich bezpośrednia zależność od polityki gospodarczej. Celem obliczania inflacji bazowej jest stworzenie wskaźnika pokazującego długookresową tendencję inflacji oraz będącego pod dużą kontrolą władz monetarnych. Pierwsza cecha jest zgodna z horyzontem czasowym stabilności cen, druga natomiast ma sprzyjać większej odpowiedzialności banku centralnego¹⁰. Skoro bowiem bank centralny mógłby sprawniej kontrolować inflację, to powinien być również bardziej czytelnie i rygorystycznie rozliczany za osiągnięcie jej docelowej wartości.

Chociaż wszystkie powyższe wskaźniki znajdują się w polu zainteresowania banku centralnego, to nie wszystkie równo nadają się do odgrywania roli oficjalnego miernika celu inflacyjnego¹¹. Miernik taki powinien mieć odpowiednie cechy, w znacznym stopniu zdeterminowane istotą strategii polityki pieniężnej. W szczególności można do nich zaliczyć: zrozumiałość, przejrzystość, wiarygodność i adekwatność do cen płaconych przez społeczeństwo¹², a także pozostawanie pod silnym wpływem władz monetarnych, a dokładniej mówiąc – instrumentów stojących do dyspozycji banku centralnego. Z tego względu jako cel polityki pieniężnej stosuje się przede wszystkim wskaźniki CPI oraz – znacznie rzadziej – inflacji bazowej.

Oba mierniki mają wady i zalety. W kontekście cech, które zostały wyżej wymienione, można powiedzieć, że CPI w większym stopniu ma pierwsze trzy cechy, natomiast inflacja bazowa – ostatnią. Trudno jednoznacznie wskazać, który miernik jest lepszy. Wybór powinien być uzależniony od konkretnych uwarunkowań. W warunkach deflacji i ryzyka deflacyjnego, gdzie ważna jest precyzja kontroli dynamiki cen, m.in. w kontekście prowadzenia polityki pieniężnej w warunkach niskiej i stabilnej inflacji i w tym zapobiegania deflacji, mierniki inflacji bazowej powinny zyskiwać na znaczeniu. Nie podejmując w tym miejscu szerszej dyskusji na temat wad i zalet obu mierników, należy jednak zaznaczyć, że praktyczne zastosowanie inflacji bazowej w roli oficjalnego celu polityki pieniężnej ma coraz mniej zwolenników (zob. szerzej w Błaszczuk, 2010a, s. 50–55).

Aby decydenci gospodarczy mogli precyzyjnie prowadzić działania mone-
tarne w warunkach stabilności cen, w tym przede wszystkim w celu unikania
deflacji, powinni dążyć do wyeliminowania niedokładności w pomiarze fak-

¹⁰ Szerzej na temat inflacji bazowej zob. np. w: (Organisation for Economic Co-operation and Development [OECD], 2005, s. 125–141).

¹¹ Pod pojęciem oficjalnego celu inflacyjnego mam na myśli cel, który jest elementem strategii polityki pieniężnej. Jest powszechnie ogłaszany, a bank centralny jest oficjalnie zobowiązany do jego realizacji.

¹² Precyzyjniej mówiąc, chodzi tutaj o skład koszyka, który powinien stanowić reprezentatywny obraz zakupów konsumenta.

tycznej dynamiki cen w odniesieniu do wybranego miernika, przede wszystkim CPI. Precyzyjne określenie granic między deflacją, inflacją i zerową dynamiką cen staje się problematyczne. Przykładowo, jeśli przyjęty miernik będzie niedoszacowywać zmiany cen, to w szczególnym przypadku może on wskazywać na inflację niższą niż faktycznie ma miejsce. Biorąc pod uwagę możliwość napędzającej się spirali inflacyjnej, działania pieniężne mające na celu jej zapobieganie będą zbyt słabe i opóźnione. Dodatkowo będzie to szkodliwe w warunkach długich i zmiennych opóźnień zewnętrznych, które są charakterystyczne dla polityki pieniężnej. Również w przypadku błędu niedoszacowania może powstać sytuacja, gdy miernik będzie wskazywać na deflację, podczas gdy faktycznie dynamika cen będzie zerowa lub dodatnia. Ekspansywna polityka pieniężna, mająca na celu wyjście z deflacji, może w praktyce napędzać inflację.

Należy również wziąć pod uwagę możliwość przeszacowania dynamiki cen. W szczególności miernik może pokazywać na inflację, podczas gdy faktycznie może występować niższa inflacja, zerowa lub nawet deflacja. Może to uspić czujność władz gospodarczych w obliczu ich dążeń do zapobiegania ujemnej dynamice ogólnego poziomu cen. Działania prewencyjne będą nieskuteczne i zwiększy się ryzyko spirali deflacyjnej. Dodatkowo w warunkach deflacji faktyczny spadek cen może być większy niż wskazuje na to przyjęty miernik. W tym przypadku ryzyko spirali deflacyjnej również wzrasta. Ten rodzaj niedokładności pomiaru (przeszacowanie) jest istotny z punktu widzenia tematyki niniejszej pracy, a zarazem często występuje w praktyce gospodarczej, w szczególności w odniesieniu do indeksu CPI. Jego konstrukcja opiera się zwykle na formule Laspeyresa, która ma postać jak we wzorze 1.1¹³:

$$CPI_L = \frac{\sum p_i q_0}{\sum p_0 q_0} \cdot 100, \quad (1.1)$$

gdzie:

- q_0 – ilość poszczególnych dóbr i usług wchodzących w skład koszyka stanowiącego podstawę obliczania wskaźnika w roku bazowym „0”,
- p_0, p_i – ceny wskazanych elementów koszyka odpowiednio dla roku „0” oraz „i”.

Ogólnie jako przyczynę przeszacowania dynamiki cen można wskazać fakt niedokonywania zmian składu koszyka między okresami, dla których jest obliczany indeks. Mowa tutaj zarówno o rodzaju i liczbie elementów składowych, jak i o ich wagach. W formule 1.1 obrazuje to symbol q_0 występujący zarówno

¹³ Do innych formuł można zaliczyć: indeks Paasche’go, Sidgwicka-Bowleya, Fishera, Marshalla-Edgewortha, Walsha, Tornqvista-Theila (Kokoszcyński, 2004b, s. 132–155).

w liczniku, jak i mianowniku ułamka. W praktyce natomiast następują zmiany w koszyku dóbr i usług konsumpcyjnych. Problem ten stał się przedmiotem ożywionego zainteresowania w połowie lat 90., kiedy to w grudniu 1996 r. opublikowano w USA Raport Komisji Boskina¹⁴. W Raporcie *Toward a more accurate measure of the cost of living* do przyczyn zmian koszyka, a zarazem błędu pomiaru dynamiki cen, zostały zaliczone:

- substytucja produktów: w praktyce dobra droższe są zastępowane tańszymi,
- substytucja rynków zbytu: konsumenci dokonują zakupów w nowo powstałych sklepach – dużych centrach handlowych – oferujących niższe ceny,
- zmiany jakości produktów: często są one powiązane ze zmianą cen produktów i nie są odzwierciedlane w CPI,
- nowe produkty: nowe produkty pojawiające się na rynku nie są włączane do CPI lub dzieje się to z pewnym opóźnieniem.

Wynikające z tych źródeł szacunki wartości błędu pomiaru dynamiki cen za pomocą CPI, dokonane przez Komisję Boskina dla USA, zawierają się w przedziale 0,8–1,6, a średnio 1,1 pkt proc. w ujęciu rocznym. Na oszacowaną wartość błędu składają się przede wszystkim trzy elementy (około 90% całokształtu błędu): substytucja w kierunku tańszych dóbr i usług należących do koszyka, nowe dobra i usługi, które nie wchodzą w skład koszyka lub odbywa się to z pewnym opóźnieniem, oraz wzrost jakości składników koszyka, który wpływa na ich cenę (Social Security Administration, 1996).

Zgodnie natomiast z szacunkami J.B. Taylora w połowie lat 90. wartość błędu była jeszcze wyższa i wynosiła 2 pkt proc. (Friedman, Solow i Taylor, 2002, s. 89–90). Nowsze szacunki dla Stanów Zjednoczonych są niższe. Lebow i Rudd szacują niedokładność na 0,6 pkt proc. (Lebow i Rudd, 2001). Postęp ten jest w dużej mierze wynikiem przyjęcia w amerykańskiej praktyce statystycznej zaleceń sformułowanych przez Komisję Boskina¹⁵. Dla porównania M. Wynne i D. Rodriguez-Palenzuela szacują, że dla trzech krajów europejskich: Niemiec, Francji i Wielkiej Brytanii, wartość przeszacowania wynosi odpowiednio: +0,75; od +0,1 do +0,25; od +0,35 do +0,8 pkt proc. (Wynne i Rodriguez-Palenzuela, 2002, s. 146). Podobne wyniki dają nowsze badania dla Nowej Zelandii oraz Stanów Zjednoczonych, wskazując na błąd około 1 pkt proc. (Gibson i Scobie, 2010, s. 1327–1335) oraz dla Kanady, wskazując na błąd 0,5 pkt proc. (Sabourin, 2012)¹⁶.

¹⁴ Nazwa pochodzi od nazwiska przewodniczącego komisji Michaela Boskina. Pełna nazwa to *The Advisory Commission To Study The Consumer Price Index. Raport Toward a more accurate measure of the cost of living* (Social Security Administration, 1996).

¹⁵ Zalecenia Komisji Boskina dotyczące CPI zostały sformułowane w szesnastu punktach w ósmej części *Raportu*.

¹⁶ Szerzej na temat pomiaru deflacji zob. (Kaufman, 2016).

Takie wartości wydają się nieznaczne i nie powinny w istotny sposób wpływać na politykę pieniężną. Taka teza byłaby prawdziwa w sytuacji realizacji polityki pieniężnej w warunkach wysokiej inflacji i dezinflacji. Jeśli jednak rozpatrzmy oszacowane wartości błędów, np. w odniesieniu do celów inflacyjnych stosowanych obecnie w praktyce w wielu krajach na całym świecie (Błaszczak, 2010a, s. 54), to werdykt będzie już niejednoznaczny. Relacje te, w sytuacji relatywnie niskich celów inflacyjnych, mogą się okazać dość znaczne i w szczególności powinny być uwzględnione w ustalaniu docelowych wartości inflacji, tak aby w rzeczywistości cele nie były ujemne lub zbyt niskie. Takie rozwiązanie, chociaż często sugerowane w literaturze i praktyce polityki pieniężnej, stanowi jedynie tzw. *second best solution* (rozwiązanie drugie po najlepszym) na problem niedokładności pomiaru dynamiki cen. Pierwszym i najlepszym rozwiązaniem powinno być wyeliminowanie błędów pomiaru, chociaż w praktyce nie jest to do końca możliwe. Dopiero gdy ono nie przyniesie pożądanego rezultatu, należałoby zastosować drugie, wskazywane powyżej rozwiązanie (por. Kaufmann, 2016, s. 26). Określenie wartości celu powinno być dodatkowo poprzedzone oszacowaniem ostatecznego błędu oraz przeprowadzeniem odpowiedniej polityki informacyjnej w celu uzasadnienia docelowej stopy zmian ogólnego poziomu cen.

Decydenci, realizując politykę pieniężną w warunkach niskiej, w tym ujemnej, dynamiki ogólnego poziomu cen, stoją nie tylko przed dylematem wyboru jej właściwego sposobu pomiaru, ale powinni także rozważyć wyznaczanie miary ryzyka deflacyjnego. Ryzyko deflacyjne jest rozumiane jako zagrożenie wystąpienia szkodliwej odmiany deflacji (por. podrozdział 1.4), nawet gdy jeszcze nie występuje ujemna dynamika ogólnego poziomu cen. Miara ta, po pierwsze, wpisuje się w politykę prewencyjną przed wystąpieniem deflacji i ma za zadanie z wyprzedzeniem informować o zagrożeniu wystąpienia deflacji w przyszłości, a po drugie, może służyć do oceny rodzaju deflacji i pokazywać, czy wiąże się ona z zagrożeniami, czyli czy ma charakter pozytywny, czy negatywny. Może się przykładowo zdarzyć, że mimo występowania ujemnej dynamiki cen zagrożenia deflacyjne, rozumiane jako negatywne przejawy i skutki deflacji, nie występują.

Ryzyko deflacyjne może być badane na wiele sposobów. Najczęściej jest ono określane na podstawie rzeczywistej, oczekiwanej lub prognozowanej dynamiki ogólnego poziomu cen, ewentualnie innych mierników zmian cen. Wykorzystywane są w tym celu różne modele ekonometryczne, m.in. oparte na funkcji strat (por. Kilian i Manganeli, 2007, s. 561–588; Decressin i Laxton, 2009, s. 3, 6–18). Powszechną metodą jest korzystanie z indeksu wrażliwości deflacyjnej (ang. *index of deflation vulnerability*). Pozwala ona badać ryzyko deflacyjne w szerszym ujęciu. Uwzględnia wiele czynników presji deflacyjnej, a jej zaletą jest kompleksowy charakter.

Metodyka miernika została zaproponowana przez grupę badawczą w składzie: Kumar, Baig, Decressin, Faulkner-MacDonagh i Feyzioglu (2003). Uwzględnionych zostało 11 czynników presji deflacyjnej, z czego trzy dotyczą inflacji, trzy produkcji krajowej, dwa kredytów prywatnych i po jednym: kursu walutowego, cen papierów wartościowych oraz podaży pieniądza. Każdy z czynników ma charakter binarny – przyjmuje wartość 1, gdy wynika z niego potencjalna presja deflacyjna, w przeciwnym przypadku przyjmuje wartość 0. O przypisaniu wartości decyduje porównanie faktycznego stanu danego czynnika ze z góry określoną wartością graniczną.

Poszczególne czynniki ryzyka deflacyjnego, ich wartości krytyczne oraz uproszczona metodyka indeksu zostały przedstawione w tabeli nr 1. Ostateczna ocena ryzyka deflacyjnego jest średnią arytmetyczną ocen cząstkowych, a zatem zawiera się w przedziale $\langle 0, 1 \rangle$. Autorzy określili również podprzedsziały odpowiadające różnym wielkościom ryzyka deflacyjnego. Ryzyko minimalne odpowiada przedziałowi $\langle 0; 0,2 \rangle$, ryzyko niskie $\langle 0,2; 0,3 \rangle$, ryzyko umiarkowane $\langle 0,3; 0,5 \rangle$, ryzyko wysokie $\langle 0,5; 1 \rangle$. Należy również zaznaczyć, że w cytowanej pracy, z której została zaczerpnięta metodyka miernika, obliczono również miernik ważony. W tym przypadku kraje o bardziej rozwiniętym rynku akcji otrzymywały 2 lub 3 punkty, gdy miernik dotyczący cen akcji wykazywał zagrożenie deflacyjne. W takim ujęciu mianownik w średniej

Tabela nr 1. Elementy składowe indeksu wrażliwości deflacyjnej

Czynniki ryzyka deflacyjnego i ich wartości graniczne (gdy warunek jest spełniony, ocena czynnika przyjmuje wartość 1, gdy nie jest spełniony – wartość 0)	Ocena (wartość 0 lub 1)
1. CPI $\langle 0,5\%$	0/1
2. Inflacja bazowa $\langle 0,5\%$	0/1
3. Deflator PKB $\langle 0,5\%$	0/1
4. Zmiana luki PKB w ostatnich 4 kwartałach $\rangle 2$ pkt proc.	0/1
5. Ujemna luka PKB $\rangle 2\%$	0/1
6. Stopa wzrostu realnego PKB w ostatnich 3 latach \langle [średni wzrost realnego PKB w ostatniej dekadzie	0/1
7. Spadek cen akcji w ostatnich 3 latach $\rangle 30\%$	0/1
8. Aprecjacja realnego efektywnego kursu walutowego $\rangle 4\%$	0/1
9. Wzrost kredytu dla sektora prywatnego \langle wzrost nominalnego PKB	0/1
10. Skumulowany wzrost kredytu dla sektora prywatnego w ostatnich 3 latach $\langle 10\%$	0/1
11. Wzrost podaży pieniądza M3 \langle wzrost bazy pieniężnej pomniejszony o 2 pkt proc. w ostatnich 8 kwartałach	0/1
Miernik ryzyka deflacyjnego (średnia arytmetyczna zwykła lub ważona ocen poszczególnych czynników)	$\langle 0, 1 \rangle$

Źródło: Na podstawie: (Kumar i in. 2003).

stanowiła jednak liczba 12 lub 13 (zamiast 11) (Kumar i in., 2003, s. 15–16, 31–32).

Tak zdefiniowany wskaźnik może także stanowić przydatne narzędzie w praktyce polityki pieniężnej, w szczególności prowadzonej w warunkach stabilizacji dynamiki cen na niskim poziomie, gdzie realne stają się zagrożenia deflacyjne, w tym przede wszystkim mając na uwadze, że decydenci banków centralnych mają bardzo dobry dostęp do różnego rodzaju danych statystycznych, dotyczących czynników ryzyka deflacyjnego (także ich prognoz i projekcji). Powinni dokonywać regularnych i częstych szacunków tego miernika, kontrolując jego dynamikę i strukturę, a także prognozy.

Należy jednak dostrzec pewne wady i wątpliwości wobec miernika. Po pierwsze, dyskusyjne mogą się wydawać wartości graniczne przyjęte dla jedenaście czynników ryzyka deflacyjnego. Nie dyskutując w tym miejscu zasadności dla każdego z nich, należy zwrócić uwagę, że wątpliwość budzi przede wszystkim ich arbitralność. Powinny być one raczej dostosowane do uwarunkowań badanego kraju (ewentualnie unii), jeśli miernik ma służyć jako narzędzie pomocne w prowadzeniu polityki pieniężnej¹⁷.

Po drugie, w szczególności odnosząc się do trzech kryteriów dotyczących bezpośrednio dynamiki cen, pewne wątpliwości budzi ich niska wartość (dla każdego poniżej 0,5%). Ogólnoświatowe badania wskazują, że nawet nieco wyższe wartości są szkodliwe dla społeczeństwa i gospodarki. Za optymalną stopę inflacji są najczęściej uznawane wartości 2–3%¹⁸. Wskazują na to zarówno badania oparte na wpływie inflacji na wzrost gospodarczy, jak i dobrobyt społeczny, a także praktyka banków centralnych w zakresie ustalania celów inflacyjnych (Błaszczuk, 2010a, s. 50–54). Co więcej, wartość ta w pewnym stopniu może się różnić między krajami rozwijającymi się (wartość relatywnie wyższa) i wysoko rozwiniętymi, co może wynikać m.in. z efektu Harroda-Balassy-Samuelsona (H-B-S) (Błaszczuk, 2016, s. 1–12). Jednocześnie fakt ten podważa zasadność przyjmowania uniwersalnej wartości granicznej dla tych czynników (por. Schmitt-Grohe i Uribe, 2010).

Po trzecie, należy wziąć pod uwagę możliwość korekty analizowanego wskaźnika poprzez uwzględnienie innych czynników ryzyka deflacyjnego oraz zmianę wag. Mogłyby one być określone na podstawie badań przyczyn, skutków i mechanizmów transmisji zjawiska deflacji. Należałoby dołożyć starań, aby czynniki te były niezależne, co nie ma zastosowania w oryginalnej wersji miernika.

¹⁷ Jeśli indeks ma służyć do porównań międzynarodowych, to sformułowana uwaga traci na znaczeniu.

¹⁸ Przeglądu badań tego typu dokonują np. Baranowski (2008) oraz Błaszczuk (2010a, s. 56–60).

1.2. Przyczyny deflacji

1.2.1. Dostosowania po stronie zagregowanego popytu

Zakładając, że deflacja polega na zmianie (dokładnie spadku) cen, a siłami, które kształtują ceny, są popyt i podaż, można najogólniej stwierdzić, że to te siły rynkowe mogą wywołać spadek ogólnego poziomu cen dóbr i usług konsumpcyjnych. Dokładniej mówiąc, taką możliwość daje spadek popytu i wzrost podaży. Ponieważ deflacja odnosi się do ogólnego poziomu cen, a nie cen na poszczególne produkty i usługi, może być wywołana jedynie przez zagregowane zmiany popytu i podaży *ceteris paribus*. Modelem ekonomicznym, który umożliwia analizę dynamiki cen w takim ujęciu, jest model AS-AD. W tym miejscu zostanie on wykorzystany w celu przedstawienia możliwych mechanizmów wystąpienia deflacji¹⁹. Obie ogólne przyczyny (po stronie popytu i podaży) zostaną rozpatrzone oddzielnie. Należy mieć przy tym na uwadze, że zarówno spadek popytu, jak i wzrost podaży mogą nastąpić pod wpływem wielu czynników. Można je uznać za szczegółowe przyczyny deflacji.

Aby jednak doszło do odpowiednio silnych, wywołujących deflację zmian po stronie zagregowanego popytu i (lub) podaży, muszą się pojawić specyficzne okoliczności, nadzwyczajne uwarunkowania gospodarcze. Nie dzieje się to w odniesieniu do wahań sezonowych czy klasycznych koniunkturalnych w skali kilku lat. Źródła należy szukać w długookresowych waniach gospodarczych, w których wyniku co kilkadziesiąt lat może dochodzić do nasilania doświadczeń deflacyjnych (zob. podrozdział 3.1).

Zdaniem monetarystów, zasadniczym czynnikiem, który może wywołać spadek zagregowanego popytu, jest spadek podaży pieniądza²⁰. Pozostałe potencjalne czynniki są całkowicie wypierane, nawet w krótkim okresie, w szczególności

¹⁹ Należy mieć na uwadze, że model AS-AD jest podstawowym narzędziem analizy mechanizmów popytu, podaży i dynamiki cen. W tym miejscu oraz w kilku innych w rozdziale 1 posłużył on do uporządkowania niektórych kwestii podstawowych, aby w dalszej części rozdziału i pracy można było przejść do rozważań pogłębionych i bardziej złożonych, nie burząc przy tym logiki wyводу. Poza tym model ten został wykorzystany w pracy w wersji poszerzonej, w odniesieniu do przyczyn i mechanizmów transmisji deflacji oraz z uwzględnieniem roli oczekiwań. Najczęściej bowiem ukazywane są na jego podstawie kwestie dotyczące inflacji. Warto też wskazać badania oparte na bardziej współczesnych modelach, w szczególności w zakresie działań polityki pieniężnej w obliczu deflacji (Eggertsson i Woodford, 2003; Levin, López-Salido, Nelson i Yun, 2009). To zagadnienie z kolei będzie poruszane głównie w rozdziale 2 tej pracy.

²⁰ W tym przypadku zakłada się zasadniczo, że pieniądz jest egzogeniczny. Obecnie należy przyjąć założenie o endogenicznym charakterze kreacji pieniądza. Powoduje to m.in., że jest on pod mniejszym wpływem władz pieniężnych, a jego oddziaływanie na gospodarkę jest opóźnione i trudne do przewidzenia. Trzeba mieć to na uwadze w rozważaniach na temat możliwych przyczyn deflacji we współczesnych uwarunkowaniach polityki pieniężnej, opartych głównie na

zmiany wydatków rządowych (Mishkin, 2002, s. 751–752, 755–756). W przypadku spadku popytu zagregowanego wywołanego m.in. spadkiem wydatków rządowych ($G\downarrow$), mamy jednak do czynienia ze zjawiskiem przeciwnym do wypierania. Spadek wydatków rządowych oznacza spadek zapotrzebowania państwa na pieniądź. Rząd przestaje konkurować o środki pieniężne z prywatnymi pożyczkobiorcami, co wywołuje spadek rynkowych stóp procentowych ($i\downarrow$). Te z kolei pozytywnie wpływają na inwestycje ($I\uparrow$) i eksport netto ($X\uparrow$), a po części również konsumpcję ($C\uparrow$)²¹ (zob. formuła 1.2). Wzrost tych wielkości, zgodnie z podejściem monetarystycznym, jest równoważny ze spadkiem G . Przedstawia to formuła 1.3²².

$$G\downarrow \Rightarrow i\downarrow \Rightarrow I\uparrow, X\uparrow, \quad (1.2)$$

$$\Delta G = \Delta I + \Delta X + \Delta C. \quad (1.3)$$

Mechanizm wpływu zmian zasobu pieniądza na zagregowany popyt monetaryści przedstawiają poprzez równanie wymiany²³, które przedstawia formuła 1.4 (Werner, 2005, s. 182):

$$M \cdot V = P \cdot Y, \quad (1.4)$$

gdzie:

- M – zasób pieniądza,
- V – transakcyjna szybkość obiegu pieniądza,
- Y – wolumen produkcji,
- P – ogólny poziom cen.

Przy założeniu, że V zmienia się w czasie w przewidywany sposób (lub nie zmienia się), niezwiązany ze zmianami M , można sformułować wniosek o wpływie M na P^*Y , czyli efektywny popyt²⁴.

pieniądzu fiducyjnym, o charakterze kredytowym. Należy dodatkowo zaznaczyć, że spadek podaży pieniądza o charakterze endogenicznym w gospodarce otwartej jest mało prawdopodobny.

²¹ Zakłada się tutaj, że część wydatków konsumpcyjnych jest finansowana poprzez kredyt.

²² Wypieranie, a także zjawisko do niego przeciwne, może również wynikać z efektu dostępności, a nie jedynie ze zmian stóp procentowych. Zmiany popytu na pieniądź zgłaszane przez rząd na rynku zmieniają dostępność kredytu dla podmiotów prywatnych. W rozpatrywanym przypadku staje się ona większa, co pozytywnie wpływa na I , X oraz C .

²³ Szersze rozważania nt. różnych interpretacji teorii ilościowej (w wersji transakcyjnej, zasobowej oraz monetarystycznej) zob.: (Belka, 1986, s. 96–113). Porównaj także rozważania w dalszej części pracy.

²⁴ Taka postać równania wymiany jest powszechnie przyjmowana w literaturze i głównym nurcie makroekonomii. Nie jest ona całkowicie zgodna z oryginalną wersją Fishera i nie do końca przystaje do współczesnych uwarunkowań, w tym dotyczących deflacji (por. podrozdział 1.3.2).

Zdaniem keynesistów natomiast, oprócz spadku podaży pieniądza zagregowany popyt obniżyć mogą także: spadek konsumpcji ($C\downarrow$), inwestycji ($I\downarrow$), eksportu netto ($X\downarrow$), wydatków rządowych ($G\downarrow$) i wzrost podatków ($T\uparrow$), które m.in. negatywnie wpływają na konsumpcję. Praktyka wskazuje obecnie, że takie podejście jest bliższe rzeczywistości, a wypieranie (i zjawisko do niego przeciwne) nie jest całkowite w krótkim okresie. Do przyczyn po stronie popytu można również zaliczyć czynniki, które oddziałują na wyżej wymienione zmienne. Jeśli idzie o M , G i T , to często są one uznawane za zmienne egzogeniczne, które są wyznaczone przez organy władzy państwowej: bank centralny (M) i stronę rządową (G , T). Należy jednak zaznaczyć, że współczesny pieniądz (kredytowy, fiducjarny) jest endogeniczny. Bank centralny próbuje kontrolować jego endogeniczną ekspansję m.in. za pomocą polityki stopy procentowej²⁵.

Na eksport netto oddziałuje kurs walutowy. Aprecjacja kursu negatywnie wpływa na eksport i pozytywnie na import, tym samym pogarszając X i dalej zagregowany popyt. Pojawia się możliwość wystąpienia deflacji. Dodatkowo umocnienie waluty, powodując, że dobra zagraniczne stają się tańsze (w tym czynniki produkcji, surowce, półprodukty itp.), obniża koszty produkcji krajowych przedsiębiorstw i zwiększa zagregowaną podaż. Presja na wystąpienie ujemnej dynamiki cen wzrasta.

Na konsumpcję wpływa przede wszystkim dochód do dyspozycji, który z kolei jest pochodną dochodu narodowego, a na jego wielkość wpływ mają podatki. Na inwestycje natomiast w dużym stopniu oddziałuje koszt pozyskania kapitału, który ma odzwierciedlenie w stopie procentowej, również będącej pod wpływem wielu czynników, w tym decyzji władz monetarnych. Jednak w celu lepszego poznania determinant obu zmiennych należałoby dokładniej przeanalizować przesłanki podejmowania decyzji przez konsumentów i przedsiębiorców, w szczególności w odniesieniu do chęci realizacji wydatków obu typów. Często posiadają one charakter psychologiczny i trudno mierzalny, wiążą się z poczuciem subiektywnego optymizmu lub pesymizmu (tzw. „zwierzęce instynkty”, ang. *animal spirits*) (por. Akerlof i Schiller, 2010)²⁶.

Z punktu widzenia całego kraju i w ujęciu międzynarodowym trzeba zauważyć, że na popyt mają duży wpływ czynniki polityczne, ustrojowe, kulturowe czy wreszcie demograficzne. Patrząc z perspektywy krajów rozwiniętych, warto wspomnieć o tych ostatnich, mając m.in. na uwadze doświadczenia Japonii, ale także strefy euro. Starzenie się społeczeństwa może prowadzić do ograniczenia popytu, głównie konsumpcyjnego, i dalej do obniżenia dynamiki cen oraz pre-

²⁵ Jeśli za zasób pieniądza będziemy przyjmować szersze agregaty (oznaczane zgodnie z rosnącym indeksem), to należy uznać, że w coraz większym zakresie są one kształtowane przez sektor prywatny, w szczególności przez banki komercyjne.

²⁶ Sformułowania „zwierzęce instynkty” użył już Keynes w 1936 r. w swoim dziele pt. *Ogólna teoria zatrudnienia, procentu i pieniądza* (zob. podrozdział 1.3.3).

sji deflacyjnej. W tym kontekście warto się odnieść do badań M. Bieleckiego, M. Brzozy-Brzeziny i M. Kolasy (2018)²⁷. Autorzy dochodzą do wniosku, że starzenie się społeczeństwa, przyczyniając się do obniżenia realnej naturalnej stopy procentowej²⁸, wywołuje presję deflacyjną i zwiększa ryzyko wystąpienia zerowej lub szerzej dolnej granicy nominalnych stóp procentowych (zob. podrozdział 1.3.2). Decydenci powinni aktualizować szacunki naturalnej stopy procentowej w swoich działaniach, nawet jeśli są one dość powolne.

W literaturze przedmiotu wśród przyczyn po stronie popytowej wskazuje się także zadłużenie przedsiębiorstw, które różnymi kanałami oddziaływania, pośrednio może obniżać zagregowane wydatki (C, I, X, G). Przykładowo według I. Fishera przedsiębiorstwa, chcąc spłacić zadłużenie, sprzedają aktywa, co prowadzi do spadku podaży pieniądza i dalej do obniżenia zagregowanych wydatków. Autor zatem nawiązuje do wcześniej wskazanych przyczyn (M, C, I, X, G). H.P. Minsky (1994) z kolei nieco odmiennie opisuje kanał transmisji między zadłużeniem przedsiębiorstw i deflacją. Tutaj również przedsiębiorstwa w celu spłaty zadłużenia sprzedają aktywa, co się przekłada na spadek ich cen. Posiadacze aktywów (konsumenci i przedsiębiorstwa) ponoszą straty, ograniczając zagregowane wydatki. Uwidacznia się zatem w tym miejscu powiązanie między deflacją aktywów i deflacją dóbr i usług konsumpcyjnych, przy czym ta pierwsza jest przyczyną i kanałem transmisji tej drugiej²⁹. Bernanke wiąże natomiast omawiany kanał transmisji z systemem bankowym (Bernanke i James, 1991, s. 33–68). Zadłużone przedsiębiorstwa mają problemy z regulowaniem zobowiązań. Banki, będąc ważnymi kredytodawcami w gospodarce, posiadają w swoich bilansach coraz większą ilość złych kredytów. Wynika to z jednej strony z problemów przedsiębiorstw (również konsumentów), które podczas dobrej koniunktury i przy niskich stopach procentowych zbyt optymistycznie oceniają swoją możliwość spłaty kredytów, a podczas jej pogorszenia nie są w stanie regulować zobowiązań. Z drugiej strony wynika to również ze zbyt optymistycznego postępowania banków, które podczas dobrej koniunktury, w warunkach realnie niskich stóp procentowych i dużego popytu na kredyt, często pochopnie, bez właściwego badania zdolności kredytowej swoich klientów udzielają kredytów. Gdy koniunktura pogarsza się, część kredytów nie jest spłacana (tzw. złe kredyty), a banki mają problemy finansowe. Dokonują ograniczenia działalności kredytowej (zwiększając skalę racjonowania kredytów), co skutkuje zmniejszeniem dostępności kredytu i w konsekwencji spadkiem zagregowanego popytu

²⁷ Autorzy przeprowadzili badania, wykorzystując model odnoszący się do krajów strefy euro.

²⁸ Badania wykazały, że w okresie 1980–2030 nastąpi spadek realnej naturalnej stopy procentowej o 1,5 pkt proc., co przy obecnych, relatywnie niskich celach inflacyjnych jest znaczną wartością.

²⁹ Szerzej na temat poglądów Minskiego na temat dostosowań cenowych w gospodarce kapitalistycznej zob. w: (Minsky, 2008, s. 157–190).

w gospodarce. Takie podejście, nadające bankom komercyjnym dużą rolę w gospodarce, m.in. poprzez racjonowanie kredytu, w szczególności w obliczu sytuacji kryzysowej, jest zgodne z teorią proponowaną przez Wernera (por. dalej).

Powyżej opisane zjawiska i teorie w przekonujący sposób łączy współczesna koncepcja recesji bilansowej (ang. *balance sheet recession*) autorstwa R.C. Koo (2011, 2013)³⁰. Czerpie ona w znacznej mierze z modeli keynesowskich i opiera się na „paradoksie zapobiegliwości”, a więc twierdzeniu, że w warunkach kryzysowych ludzie zaczynają oszczędzać i mniej wydawać, co prowadzi do recesji. Recesja bilansowa różni się jednak od typowych recesji wynikających ze zwykłej cykliczności gospodarek rynkowych. Także nie wszystkie recesje współwystępujące z kryzysami finansowymi można określić mianem bilansowych. Ten typ recesji jest zjawiskiem rzadko występującym (zdaniem autora co kilkadziesiąt lat), ale bardzo szkodliwym. Może prowadzić do deflacji, a jego negatywne konsekwencje są długookresowe i wymagają odpowiednich działań władz gospodarczych.

Koo uważa, że recesja bilansowa to taka, która jest spowodowana pęknięciem bąbla spekulacyjnego finansowanego kredytem na rynku nieruchomości lub innych aktywów, np. akcji. Prowadzi to do załamania się bilansów podmiotów prywatnych (przedsiębiorstw, gospodarstw domowych), które są zmuszone do spłacania zaciągniętych długów z bieżących dochodów, co wywołuje trwałą słabość popytu krajowego. Podmioty, będąc pod dużą presją w wyniku spadku wyceny aktywów, w celu poprawienia swoich bilansów spłacają zadłużenie bez względu na okoliczności, w szczególności w obliczu ekspansywnej, standardowej polityki pieniężnej, w tym polegającej na obniżeniu stopy procentowej (por. w dalszej części tekstu zjawisko pułapki płynności). Znaczne pogorszenie się jakości portfela kredytowego powoduje dodatkowo problemy bilansowe w bankach ograniczające skalę ich akcji kredytowej. Koo podkreśla, że o ile w typowej recesji gospodarczej podmioty nadal się kierują maksymalizacją zysku, o tyle w recesji bilansowej głównym ich celem staje się zmniejszenie długu, czyli tzw. oddłużanie (delewarowanie, ang. *deleveraging*).

Bardziej szczegółowo przyczyny, przebieg i konsekwencje recesji bilansowej można opisać za pomocą następującej sekwencji wydarzeń (Koo, 2011, 2013; Sławiński, 2015; Małecki 2016, s. 52–53):

- zaciąganie przez sektor prywatny na dużą skalę kredytów na zakup nieruchomości i (lub) aktywów finansowych, w wyniku czego powstaje bąbel spekulacyjny;
- pęknięcie bąbla i spłata zadłużenia przez podmioty prywatne z bieżących dochodów w warunkach spadku cen posiadanych nieruchomości i (lub) aktywów oraz braku możliwości refinansowania zaciągniętych kredytów;

³⁰ Interesujące zestawienie poglądów Fishera, Minskiego i Koo na temat mechanizmów zadłużenia, kryzysu i deflacji zostało przedstawione w: (Eggertsson i Krugman, 2012, s. 1469–1513).

- pogorszenie jakości portfela kredytowego i straty banków oraz racjonowanie kredytu w obliczu trudności w pozyskaniu dodatkowego kapitału ze źródeł prywatnych lub publicznych;
- wystąpienie recesji gospodarczej w obliczu oddłużania i racjonowania kredytu (część dochodów nie przekształca się w popyt efektywny – środki trafiające do banków ze spłacanych kredytów nie są przez nie pożyczane innym podmiotom);
- nieskuteczność konwencjonalnej polityki pieniężnej (por. podrozdział 2.2) prowadzonej w czasie zwykłych recesji (podmioty dążące do minimalizacji długu nie są skłonne do zaciągania nowych kredytów, nawet bardzo nisko oprocentowanych, banki natomiast ograniczają akcję kredytową, nawet dla kredytobiorców ze zdolnością kredytową, ze względu na własne problemy bilansowe oraz zmianę percepcji ryzyka kredytowego na znacznie bardziej pesymistyczną);
- konieczność przeprowadzenia silnej ekspansji gospodarczej, w szczególności z wykorzystaniem niestandardowej polityki pieniężnej, wspartej polityką fiskalną (brak zdecydowanej polityki gospodarczej może spowodować, że recesja bilansowa będzie długotrwała, proces oddłużania i restrukturyzacji zadłużenia sektora prywatnego może zająć kilka- lub kilkanaście lat – por. przykłady Stanów Zjednoczonych w latach 30. oraz Japonii od lat 90. XX w. – rozdział 3);
- w obliczu braku lub nieodpowiedniej reakcji polityki gospodarczej popadnięcie gospodarki w spiralę deflacyjną powiązaną ze zjawiskiem deflacji długu (Fisher, 1933, s. 337–357) i w konsekwencji dalsze pogorszenie sytuacji zadłużonych podmiotów (w warunkach trwałych oczekiwań deflacyjnych nawet podmioty, które nie są zadłużone, zaczną odkładać w czasie swoje wydatki konsumpcyjne i inwestycyjne w oczekiwaniu na niższe ceny w przyszłości, co prowadzi do dalszego spadku popytu i jeszcze mniejszej skuteczności konwencjonalnej polityki pieniężnej – por. strukturalne uwarunkowania deflacji, w tym zjawisko spirali deflacyjnej w podrozdziale 1.3).

Podsumowując diagnozę przyczyn deflacji, należy zauważyć ich wielość po stronie zagregowanego popytu. Oprócz analizowanych powyżej zapewne można by dodatkowo wskazać szereg innych bardziej lub mniej pośrednich. Sprowadzają się one jednak do kilku najważniejszych i ukazanych w tym punkcie.

W celu analizy mechanizmów wystąpienia deflacji po stronie popytowej można wykorzystać model AS-AD³¹ (rysunki nr 1 i 2). Analizę rozpoczniemy w punkcie przecięcia krzywych *AS* i *AD* dla krótkiego okresu oraz *LRAS* charakterystyczną dla długiego okresu. *LRAS* przecina oś odciętych w punkcie

³¹ Nomenklatura w analizie AS-AD przyjęta za Mishkinem (2002, rozdział 24).

oznaczającym produkcję potencjalną. Odpowiadając naturalnej stopie bezrobocia, jest ona zbieżna z pionową długookresową krzywą Phillipsa. Załómy, że spadek zagregowanego popytu jest wywołany restrykcyjną polityką gospodarczą (np. $M\downarrow$ i (lub) $G\downarrow$ i (lub) $T\uparrow$). W krótkim okresie nastąpi przesunięcie AD w lewo (rysunek nr 1). Konsekwencją jest spadek poziomu cen ($P\downarrow$) oraz produkcji ($Y\downarrow$). W analizie krótkookresowej należy również uwzględnić oczekiwania co do dynamiki cen. Kilkudziesięcioletnie badania w tym zakresie nie dają całkowitej zgodności. Występują różne teorie oczekiwań, często rozpatrywane na tle ewolucji krzywej Phillipsa, od oczekiwań naiwnych – charakterystycznych dla oryginalnej wersji krzywej Phillipsa i zgodnej z nią teorii Keynesa, poprzez oczekiwania adaptacyjne – charakterystyczne dla teorii monetarystycznej z uwzględnieniem oczekiwań ekstrapolacyjnych Metzlera czy też oczekiwań adaptacyjnych *sensu stricto* Cagana, aż do teorii oczekiwań racjonalnych – charakterystycznych w szczególności dla nowej klasycznej ekonomii z czołowymi jej przedstawicielami Lucas czy też Sargenta³².

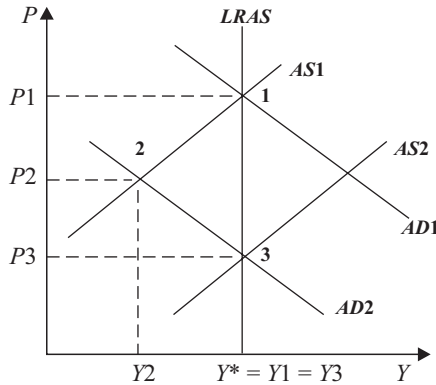
We współczesnych modelach ekonometrycznych najczęściej jest wykorzystywana ta ostatnia hipoteza, chociaż praktyka wskazuje, że podmioty gospodarcze, w zależności od ich typu, są w swoich oczekiwaniach po części racjonalne, a po części adaptacyjne, a także naiwne. Obojętnie jednak jaką hipotezę oczekiwań przyjmujemy, jeśli analizowany spadek popytu zagregowanego jest nieoczekiwany, to krótkookresowe konsekwencje restrykcji gospodarczej są takie same. Obrazuje je punkt 2 na rysunku nr 1. Jeśli natomiast podmioty odczytują intencje decydentów (w różny sposób), to należy analizowany na rysunku przypadek skorygować.

Jeśli przyjmujemy model tradycyjny, z oczekiwaniami adaptacyjnymi, to dla krótkiego okresu rysunek nie wymaga korekty. Oczekiwana i nieoczekiwana redukcja AD przesuwa z punktu 1 do 2. Dopiero w długim okresie następują dostosowania. Należy zauważyć, że po działaniach decydentów gospodarczych w krótkim okresie gospodarka znajduje się poniżej potencjału gospodarczego. Produkcja jest poniżej wartości potencjalnej, a stopa bezrobocia powyżej stopy naturalnej. Na rynku pracy są luźne warunki³³. Popyt na pracę jest niski i występuje presja na obniżanie płac. Ponieważ w długim okresie są one elastyczne, ulegają obniżeniu, co wywołuje spadek płacowych kosztów produkcji. Krzywa AS przesuwa się w prawo (do położenia AS_2) aż do punktu równowagi długookresowej w punkcie 3, który znajduje się na długookresowej

³² Należy także wskazać oczekiwania o charakterze heterogenicznym oraz oparte na procesie uczenia się (Pietrzak, 2009). Szerzej na temat różnych teorii oczekiwań inflacyjnych zob. w: (Kowalski, 2001, rozdziały 1–3; Orphanides i Williams, 2011), w szczególności w obliczu niskiej dynamiki cen (Søraa, 2015, s. 16–19).

³³ Określenia „luźnych” i „ostrych” warunków na rynku pracy zostały zaczerpnięte z opracowania: (Mishkin, 2002, rozdział 24).

krzywej zagregowanej podaży (*LRAS*, odpowiednik długookresowej krzywej Phillipsa). Produkcja powraca do potencjału, natomiast poziom cen znacznie spada (łącznie z P_1 do P_3). Odnosząc model tradycyjny do kształtu krzywej Phillipsa, wskazuje on na ujemnie nachyloną krzywą w krótkim okresie i pionową krzywą w długim okresie (por. podrozdział 1.3.1).

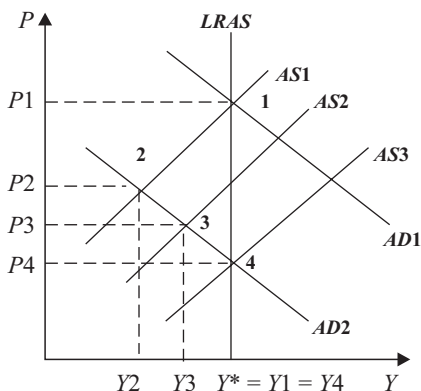


Rysunek nr 1. Mechanizm wystąpienia deflacji po stronie zagregowanego popytu w modelu tradycyjnym i nowym klasycznym modelu makroekonomicznym

Źródło: Na podstawie: (Mishkin, 2002, s. 258–268).

Zgodnie z nowym klasycznym modelem makroekonomicznym, który się opiera na racjonalnych oczekiwaniach i dodatkowo zakłada, że płace i ceny są doskonale elastyczne nawet w krótkim okresie, nieoczekiwana restrykcja polityki gospodarczej może przesuwać krzywą *AD* w lewo, jak w poprzednim przypadku (na rysunku nr 1 położenie *AD*₂ i punkt 2). Jednak zasadnicza różnica występuje, gdy działania państwa są antycypowane. Spadek zagregowanego popytu sprawia, że podmioty gospodarcze (głównie pracodawcy) oczekując dalszego spadku ogólnego poziomu cen, chcąc utrzymać płace realne na niezmiennym poziomie (lub je obniżyć podczas słabej koniunktury), obniżą płace nominalne. Występuje tutaj pewna asymetria w stosunku do oczekiwań inflacyjnych. Te sprawiają, że przede wszystkim społeczeństwo (w roli pracowników) jest zainteresowane utrzymaniem płacy realnej na przynajmniej niezmiennym poziomie i domaga się wzrostu płacy nominalnej. W przypadku oczekiwań deflacyjnych zmiany płac nominalnych (dokładnie ich redukcji) będą się domagać przedsiębiorstwa (w roli pracodawców). Dostosowania cenowo-płacowe w warunkach doskonałej elastyczności w tym zakresie następują już w krótkim okresie. Krzywa *AS* przesuwa się do położenia *AS*₂. Nowy punkt równowagi krótko- i długookresowej to 3. Rysunek dla analizowanego modelu

jest analogiczny do modelu tradycyjnego, w tym jednak przypadku w długim okresie dostosowania nie następują, ponieważ dzieje się to już w krótkim czasie, m.in. produkcja powraca do potencjału. Skutkiem powyższych dostosowań jest duża niestabilność dynamiki cen (w tym przypadku ich spadek) już w krótkim okresie. Zgodnie z takim podejściem krzywa Phillipsa przyjmuje kształt linii pionowej nawet w krótkim okresie.



Rysunek nr 2. Mechanizm wystąpienia deflacji po stronie zagregowanego popytu w nowym modelu keynesowskim

Źródło: Na podstawie: (Mishkin, 2002, s. 258–268).

W nowym modelu keynesowskim (rysunek nr 2), podobnie jak w modelu poprzednim, uwzględnia się racjonalne oczekiwania. W tej jednak sytuacji występują sztywności płac i cen, które mają szczególne znaczenie, biorąc pod uwagę spadek cen i płac. Kwestia ta zostanie szerzej omówiona w podrozdziale 1.3.1. W takich okolicznościach, mimo że podmioty oczekują spadku poziomu cen, w krótkim okresie następują jedynie częściowe dostosowania po stronie AS . Po początkowym spadku AD (położenie AD_2 na rysunku nr 2) pojawiają się oczekiwania deflacyjne, które wywołują presję na obniżenie płac. Krzywa AS przesuwa się w prawo, punkt 3 na rysunku nr 2 obrazuje równowagę w krótkim okresie. Nie jest on zgodny z równowagą długookresową. W punkcie tym gospodarka znajduje się poniżej potencjału, a na rynku pracy są luźne warunki i występuje presja na obniżenie płac. Koszty płacowe spadają, przesuując AS dalej w prawo (położenie AS_3) do punktu równowagi długookresowej (punkt 4). W długim horyzoncie produkcja powraca do potencjału, a dodatkowym skutkiem jest znaczna deflacja niejako rozłożona na krótki ($P_1 \rightarrow P_3$) i długi okres ($P_3 \rightarrow P_4$). Analogicznie odnosząc ten przypadek do krzywej Phillipsa, należy zaznaczyć, że ma on specyficzne konsekwencje zarówno dla jej krótko-, jak i długookresowego kształtu (zob. podrozdział 1.3.1).

1.2.2. Dostosowania po stronie zagregowanej podaży

Druga grupa przyczyn deflacji wiąże się z zagregowaną podażą. Jej wzrost może wywołać negatywną dynamikę ogólnego poziomu cen. Logika oddziaływania jest prosta. Im więcej dóbr i usług jest oferowanych na rynku (w całej gospodarce), tym ich cena jest niższa przy stałym zagregowanym popycie. Z kolei główną przyczyną wzrostu podaży jest spadek kosztów produkcji przedsiębiorstw. Żeby jednak skutkował on zmianą zagregowanej podaży dóbr i usług i dalej zmianą ogólnego poziomu cen, musi mieć dużą skalę. Koszty mogą mieć zasadniczo dwojaki rodzaj charakter: płacowy i pozapłacowy. Mechanizm wpływu tych pierwszych na dynamikę cen jest klarowny. Spadek szeroko pojętych płac, zmniejszając koszty dla przedsiębiorstw, zwiększa zagregowaną podaż i prowadzi do deflacji. W odniesieniu do drugiego rodzaju duże zmiany podaży zagregowanej często są określane mianem szoków podażowych. Mogą one mieć charakter pozytywny – gdy podaż wzrasta – lub negatywny – gdy podaż spada. Przyczyną deflacji może być szok pierwszego typu, wynikający m.in.:

- ze spadku cen surowców, np. w wyniku wzrostu ich dostępności, w szczególności ropy naftowej, który determinuje spadek kosztów produkcji w większości sektorów gospodarki; dodatkowo, jak zostało wspomniane w poprzednim punkcie, na krajowe ceny importowanych surowców, czynników produkcji, półproduktów itp. wpływają zmiany kursu walutowego – jego umocnienie może w praktyce obniżyć koszty produkcji;
- ze sprzyjającej pogody, która przekłada się na obfite zbiory owoców, warzyw, zbóż, co powoduje obniżenie kosztów w istotnym dla całej gospodarki sektorze żywnościowym;
- z nowych technologii, innowacji, które zwiększają wydajność pracy i produktywność kapitału, co również się przekłada na sadek kosztów produkcji.

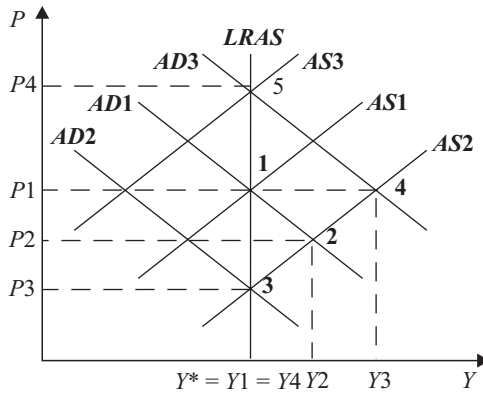
Dodatkowym czynnikiem, który może oddziaływać na koszty, są oczekiwania co do dynamiki cen. Abstrahując w tym miejscu od rodzajów oczekiwań, należy zaznaczyć, że pracownicy są zainteresowani płacami realnymi³⁴. Jeśli będą oczekiwać wzrostu ogólnego poziomu cen (oczekiwania inflacyjne), to aby ich płace w ujęciu realnym nie obniżyły się, będą się domagać wzrostu płac nominalnych nie mniejszego co do stopy zmian niż wartość inflacji³⁵. Jeśli on nastąpi, a pracodawca nie prowadzi rachunku płac w wielkościach relatywnych, spowoduje wzrost kosztów płacowych. W przypadku oczekiwań deflacyjnych sytuacja jest nieco odmienna. Jeśli takie wystąpią, to pracodawca będzie zainteresowany zmianą płac nominalnych (ich spadkiem). Pracownicy będą raczej temu przeciwni (por. dalej zjawisko sztywności płac nominalnych w dół). Jeśli

³⁴ Płaca realna może być wyrażona jako iloraz płacy nominalnej i wskaźnika ogólnego poziomu cen. Zob. np.: (McKenzie, 1986, s. 203).

³⁵ W tym przypadku zakłada się brak występowania iluzji nominalnej.

płace zostałyby obniżone, wtedy koszty płacowe spadną, a podaż zagregowana wzrośnie.

W celu dokładniejszej analizy mechanizmów wystąpienia deflacji po stronie podaży ponownie warto wykorzystać model AS-AD. Analizę rozpoczniemy od stanu równowagi krótko- i długookresowej, gdy produkcja jest na poziomie potencjalnym, wtedy poziom cen wynosi P_1 (na rysunku nr 3 punkt 1). Pozytywny szok podaży przesuną krótkookresową krzywą AS w prawo (do położenia AS_2). Poziom cen spada przy wzroście produkcji, która jest powyżej potencjału, a bezrobocie poniżej stopy naturalnej (punkt 2 na rysunku nr 3). Na rynku pracy są ostre warunki. Takie warunki wywołują dalsze, samoczynne (tj. bez reakcji władz gospodarczych) dostosowania. Pojawiają się oczekiwania inflacyjne i występuje presja na podwyżkę płac. Zwiększa to płacowe koszty produkcji, co przesuną krzywą AS z powrotem do położenia AS_1 . Ostatecznie poziom cen i produkcja powracają do wartości wyjściowych P_1 i Y_1 .



Rysunek nr 3. Mechanizm wystąpienia deflacji po stronie zagregowanej podaży

Mogłoby się zatem wydawać, że deflacja w tym przypadku nie występuje. Jednak przedstawione dostosowania mogą przebiegać w dość długim czasie. Okres ten zależy od stopnia elastyczności płac i cen oraz oczekiwań co do dynamiki cen. Odwołując się do poprzedniego punktu, można ogólnie stwierdzić, że im bardziej są elastyczne ceny i płace oraz racjonalne oczekiwania, tym szybciej będą przebiegać analizowane dostosowania. W takim przypadku reakcja ze strony polityki gospodarczej, zarówno neutralizująca wpływ szoku na produkcję, jak i poziom cen, nie jest wskazana. Gospodarka sama i w szybkim tempie osiągnie równowagę w odniesieniu do obu wielkości makroekonomicznych. Jak już jednak zauważono, praktyka wskazuje na fakt występowania pewnych sztywności w dostosowaniach płacowo-cenowych w krótkim okresie oraz dużego znaczenia oczekiwań adaptacyjnych. W konsekwencji powrót do

punktu 1 na rysunku nr 3 odbywa się w długim czasie. W krótkim natomiast gospodarka doświadcza deflacji i wysokiej dynamiki PKB. W takiej sytuacji występuje pokusa ingerencji państwa w opisany mechanizm, tak aby szybciej przywrócić wyjściowe i pożądane wartości produkcji lub poziomu cen. Takie podejście jest określane mianem aktywizmu.

Należy zauważyć, że reakcja władz gospodarczych na szok podaży, który ma odzwierciedlenie na rysunku nr 3 w przesunięciu z punktu 1 do 2, może być ukierunkowana alternatywnie na stabilizację produkcji lub poziomu cen. Zakładając, że działania z zakresu polityki gospodarczej przesuwają jedynie krzywą AD , aby uzyskać wyjściową produkcję konieczna byłaby restrykcja o odpowiedniej sile (przesunięcie do położenia AD_2). W nowym punkcie równowagi krótkookresowej (punkt 3) produkcja powraca do wyjściowej wartości (Y_1), natomiast poziom cen znacznie spada (do P_3), co oznacza dużą stopę deflacji. Stabilizacja produkcji odbywa się kosztem niestabilności dynamiki cen. Ponieważ punkt 3 leży na $LRAS$, dostosowania długookresowe nie nastąpią.

Jeśli natomiast decydenci chcieliby stabilizować ogólny poziom cen (przywrócić jego wyjściową wartość P_1), konieczna jest ekspansja gospodarcza zwiększająca w odpowiedni sposób zagregowany popyt (przesunięcie do AD_3). Efektem ubocznym takiej polityki jest niestabilna produkcja, która znacznie wzrasta do Y_3 . Nowy punkt równowagi krótkookresowej to 4. W przypadku takiej polityki stabilizacyjnej dostosowania długookresowe i tak nastąpią, ponieważ w punkcie 4 produkcja jest powyżej potencjału, a na rynku pracy są ostre warunki. Wywoła to przesunięcie AS do położenia AS_3 , które skutkuje wzrostem poziomu cen i wystąpieniem inflacji w długim okresie (poziom cen P_4 jest powyżej wyjściowego P_1).

1.3. Strukturalne uwarunkowania procesów deflacji

1.3.1. Sztywności płac nominalnych w dół

Rozważania przeprowadzone w poprzednim podrozdziale pokazują, że mechanizm wystąpienia i transmisji deflacji w znacznym stopniu zależy od sztywności dostosowań płacowo-cenowych. Przede wszystkim istotne są w tym kontekście sztywności płac nominalnych w dół (SPND, ang. *downward rigidity of nominal wages*). To one determinują szybkość przywracania równowagi po wystąpieniu negatywnego szoku popytowego – głównej i groźnej przyczyny deflacji. Poza tym sztywności tego rodzaju determinują mechanizm transmisji deflacji, jej głębokość, czas trwania i w konsekwencji szkodliwość jej skut-

ków. W związku z tym można uznać, co jest ważne z punktu widzenia tematyki niniejszej pracy, że SPND kształtują uwarunkowania prowadzenia polityki pieniężnej (szerzej gospodarczej) w obszarze deflacji. Należy jednak zaznaczyć, że omawiane sztywności istotnie wpływają również na działania gospodarcze, także w warunkach niskiej i zerowej inflacji, ale w warunkach deflacji ich szkodliwość może wzrastać.

Zjawisko SPND zostało przedstawione w 1927 r. przez Pigou (Kwiatkowski, 2002, s. 105), a następnie przeanalizowane dokładniej przez Keynesa w 1936 r. (Keynes, 2003, s. 231–244). Znalazło to potwierdzenie m.in. w badaniach Tobina (1972), a zyskało na popularności w kontekście polityki antyinflacyjnej, m.in. dzięki pracy autorstwa Akerlofa, Dickensa i Perry'ego (Akerlof, Dickens i Perry, 1996, s. 1–59)³⁶. Polega ono na tym, że spadek płac nominalnych, nawet w przypadku gdy płace realne się nie zmniejszają, jest z wielu powodów, w szczególności natury psychologicznej, trudno akceptowalny dla pracowników. O ile zgadzają się oni na wzrost płac nominalnych, o tyle ich spadek powoduje sprzeciwy, które często prowadzą do strajków i innych przejawów niezadowolenia. O sile sztywności płac nominalnych w dół mogą decydować m.in. siła związków zawodowych oraz siła inercji płacowej wynikająca z kontraktów płacowych.

Analizując potencjalne przyczyny SPND, należy wziąć pod uwagę następujące okoliczności (Holden, 2004, s. 3–4):

- Jeśli wystąpi sytuacja, że pracownicy przede wszystkim odnoszą się do płac relatywnych i sprzeciwiają się redukcji płac nominalnych, uznając że obniżają one te pierwsze, i jednocześnie nie sprzeciwiają się redukcji płac realnych poprzez wzrost ogólnego poziomu cen, który nie wpływa na płace relatywne, to w przypadku sytuacji kryzysowej, aby obniżenie płac nie było uważane za niesprawiedliwe (w sensie wpływu na płace relatywne) przez pracowników, powinno się dokonywać równomiernie dla wszystkich pracowników – w firmie, sektorze, a nawet w całej gospodarce – w zależności od tego, jakie płace są uwzględniane w porównaniach między pracownikami. Przy czym należy mieć na uwadze, że szoki gospodarcze, w szczególności popytowe, mogą być asymetryczne w odniesieniu do różnych sektorów gospodarki. Argument ten został sformułowany przez Keynesa, a znalazł potwierdzenie m.in. w mikroekonomicznych badaniach Bhaskara (1990, s. 60–66). Jednak należy mieć na uwadze, że w różnych gospodarkach znaczenie płac relatywnych dla pra-

³⁶ Autorzy sformułowali stochastyczny model równowagi ogólnej dla gospodarki Stanów Zjednoczonych, który oprócz SPND zakłada m.in. konkurencję monopolistyczną oraz heterogeniczność szoków popytowych i podażowych oddziałujących na przedsiębiorstwa (Wojtyna, 2004, s. 202). Pod wpływem zarzutów sformułowanych wobec modelu i zmian uwarunkowań gospodarczych w Stanach Zjednoczonych, które miały miejsce w kolejnych latach, autorzy dokonali korekty modelu (Akerlof, Dickens i Perry, 2000).

- owników może być odmienne, a poza tym może wystąpić sytuacja, gdy odpowiednio zmiany płac nominalnych i inflacji nie zmienią płac relatywnych.
- Jeśli przyjmiemy uwarunkowania, w których występuje iluzja pieniężna (tzn. mylenie zmian płac realnych i nominalnych), to obniżenie płac nominalnych będzie uważane przez pracowników i pracodawców za nieuczciwe. Należy mieć na uwadze, że zjawisko to zaprzecza często przyjmowanej we współczesnej ekonomii racjonalności podmiotów³⁷. Znaczna część badań empirycznych potwierdza jednak występowanie zjawiska iluzji pieniężnej (np. Akerlof i in., 1996; Shafir, Diamond i Tversky, 1997, s. 341–374; Bewley, 1999; Fehr i Tyran, 2001, s. 1239–1262). Przykładowo Bewley (1999), na podstawie przebadanych kilkuset pracowników i pracodawców, stwierdza, że w warunkach sytuacji kryzysowej lepszym sposobem ograniczenia kosztów płacowych jest rezygnacja z zatrudnienia mało efektywnych pracowników niż redukcja płac nominalnych, która ze względu na pierwszy argument powinna być dokonywana symetrycznie dla wszystkich pracowników, co obniżałoby jednocześnie motywację pracowników najbardziej wydajnych i docenianych przez pracodawcę.
 - Trzeci argument wynika z ograniczeń prawnych dotyczących kontraktów płacowych. Warunki wysokiej inflacji, występujące w gospodarce światowej przez kilkadziesiąt lat, przyczyniły się do powstania regulacji prawnych, które utrudniają lub uniemożliwiają obniżenie płac nominalnych (przede wszystkim pozwalają na indeksację płac w górę). W szczególności kontrakty płacowe mogą być zmieniane na drodze obustronnego porozumienia (pracodawca i pracownik), często na drodze negocjacji zbiorowych. Ma to przede wszystkim odniesienie do rynków pracy krajów europejskich (MacLeod i Malcolmson, 1993, s. 343–354; Holden, 1999, s. 106–119). Dodatkowo należy zwrócić uwagę, że sam mechanizm ustalania płacy może powodować SPND i potęgować ich negatywne konsekwencje. Występuje bowiem pewna inercja w ustalaniu płac w kontraktach, polegająca na tym, że ich wysokość uwzględnia nie tylko bieżącą i oczekiwaną dynamikę cen, ale również płace przyjęte w kontraktach innych pracowników w przeszłości i warunkach dodatniej dynamiki cen. Gdy natomiast pojawia się deflacja, a swoboda zmiany kontraktów jest ograniczona, płace realne wzrastają (Rzońca, 2004, s. 26). W takich okolicznościach wystąpi opóźnienie w dostosowaniach płacowo-cenowych, które wywoła koszty ekonomiczne. SPND mogą występować zatem nawet w obliczu braku iluzji pieniężnej.

Jeśli w warunkach SPND przedsiębiorca staje np. w obliczu negatywnego szoku popytowego, w związku z czym chciałby obniżyć płace realne i jeśli

³⁷ Sprawia to, że mikroekonomiczne badania sztywności płac nominalnych są trudne do pogodzenia z makroekonomicznymi modelami zakładającymi obecnie przeważnie racjonalność oczekiwań (Kokoszyczyński, 2004b, s. 124).

przyjmujemy, że płaca realna to iloraz płacy nominalnej i wskaźnika ogólnego poziomu cen (McKenzie, 1986, s. 203), to pożądana redukcja płac realnych, zakładając występowanie iluzji pieniężnej, mogłaby się dokonać poprzez inflację. W sytuacji jednak wystąpienia deflacji takie dostosowanie byłoby niemożliwe, a płace realne zostałyby usztywnione, a nawet wzrastałyby. Skutkiem szoku gospodarczego byłoby ograniczenie zatrudnienia i produkcji.

W warunkach SPND dochodzi zatem do swoistego wstrząsu podażowego. Dynamika siły nabywczej płac wyprzedza realne tempo wzrostu wartości dodanej³⁸, co prowadzi nie tylko do wzrostu bezrobocia, ale również do ograniczenia możliwości przedsiębiorstw do inwestowania. Jeśli bowiem przedsiębiorstwa nie dokonają redukcji zatrudnienia, to wynagrodzenie kapitału (wynik operacyjny brutto) spadnie, co ograniczy środki, które potencjalnie mogą być przeznaczone na inwestycje. Nawet jednak gdyby nastąpiła redukcja zatrudnienia, może nastąpić zmniejszenie skłonności do podejmowania inwestycji. Przyczyną tego może być fakt, że spadek zatrudnienia przy niezmiennym zasobie kapitału i technologii powoduje spadek krańcowej produktywności kapitału. Efekt ten może być potęgowany przez deflację, która wywołuje dodatkowo spadek cen zasobu kapitału (Rzońca, 2004, s. 25–26).

Problem SPND staje się szczególnie istotny w warunkach deflacji. Gdy inflacja jest na wysokim poziomie, a kontrakty płacowe odnoszą się do wzrostu płac nominalnych, wtedy ograniczenie płac realnych przez pracodawców może zostać osiągnięte poprzez zmniejszenie tempa wzrostu płac nominalnych lub ich zamrożenie. W warunkach deflacji redukcja płacy realnej musi się dokonywać poprzez redukcję płacy nominalnej uwzględniającą dynamikę spadku poziomu cen. Jeśli przykładowo deflacja wynosi 5%, a pracodawca chce obniżyć płacę realną, musi obniżyć płacę nominalną o więcej niż 5%.

Pewna stopa inflacji wydaje się korzystna z punktu widzenia dostosowań na rynku pracy. Inflacja bowiem pozwala „smarować koła” rynku pracy, powodując większą elastyczność płac realnych (por. np. Wyplosz, 2000, s. 15–31). Zjawisko to określa się mianem *grease effect*³⁹ i ukazuje pozytywne skutki inflacji w odniesieniu do rynku pracy, a zarazem szkodliwość deflacji. Nie należy jednak zapominać o negatywnych konsekwencjach inflacji w odniesieniu do rynku pracy. Inflacja może wpływać negatywnie na zmiany cen relatywnych i szkodzi alokacyjnej efektywności mechanizmu cenowego. Zjawisko to określa się mianem *sand effect*⁴⁰. Inflacja w tym przypadku hamuje sprawne działanie mechanizmu dostosowań płacowo-cenowych. W przeciwieństwie do *gre-*

³⁸ Rzońca wskazuje, że różnica między dynamikami wartości dodanej i całkowitych kosztów pracy na zatrudnionego jest ważną zmienną wyjaśniającą zmiany zatrudnienia (Rzońca, 2004, s. 25).

³⁹ Wyrażenie *grease effect* można przetłumaczyć jako „efekt smarowania”.

⁴⁰ Wyrażenie *sand effect* można przetłumaczyć jako „efekt piasku”.

ase effect, *sand effect* stanowi argument przeciw inflacji (szerzej o istocie obu efektów zob. np. Groshen i Schweitzer, 1997). Bilans obu efektów (efekt netto) powinien wskazywać, jaka stopa zmian ogólnego poziomu cen jest najkorzystniejsza z punktu widzenia sytuacji na rynku pracy i w obliczu SPND.

Przykładowe badania empiryczne w zakresie siły obu efektów w kontekście kosztów i korzyści z nimi związanych zostały przeprowadzone przez de Grauwe (2000, s. 205–206). Wskazują one, że największa pozytywna różnica między pozytywnym *grease effect* i negatywnym *sand effect* występuje dla niewielkiej stopy inflacji. Dla deflacji i wysokiej inflacji układ obu efektów jest odwrotny i niekorzystny z punktu widzenia funkcjonowania rynku pracy. Badania te są przydatne w procesie ustalania wartości celów inflacyjnych na optymalnym dla danej gospodarki poziomie (Issing, 2000, s. 205–206; Błaszczuk, 2010a, s. 30–31).

Należy zaznaczyć, że znaczenie SPND może być podważane zarówno z punktu widzenia teoretycznego, jak i empirycznego. Po pierwsze, zwraca się uwagę na wzrost wydajności, który pozwala przedsiębiorstwom redukować jednostkowe koszty pracy bez konieczności redukcji płac nominalnych. Aby jednak taka sytuacja nastąpiła, patrząc z perspektywy długiego okresu, tempo wzrostu wydajności pracy powinno być wyższe niż wynikający z występujących szoków spadek płac realnych.

Po drugie, wskazuje się na wzrost znaczenia elastycznych składników w łącznej kwocie wynagrodzeń pracowniczych. Należą do nich m.in. premie uzależnione od wyników przedsiębiorstwa oraz wynagrodzenie za pracę w godzinach nadliczbowych. Redukcja płacy całkowitej poprzez redukcję jej elastycznych składników jest w tym łatwiejsza, im większy udział mają elastyczne składniki płacy w płacy zasadniczej. Badania jednak wskazują, że stopień elastyczności tych składników może być niewystarczający, aby zapewnić wymaganą redukcję płac nominalnych (wynikającą np. z szoku popytowego) (Lebow, Saks i Wilson, 2003).

Po trzecie, można również podważyć występowanie zjawiska iluzji pieniężnej jako założenia, na którym opiera się koncepcja SPND, w szczególności w warunkach niskiej i stabilnej inflacji oraz antycypowanej polityki pieniężnej, gdzie podmiotom jest łatwiej odróżnić nominalne zmiany w poziomie cen i przeciętnej płacy od zmian w cenach relatywnych i płacach realnych (Wojtyna, 2004, s. 204). Wydaje się jednak, że zarzut ten może tracić na znaczeniu w warunkach deflacji, a podmioty gospodarcze mogą mylnie odczytywać nominalne i realne dostosowania płacowo-cenowe, w szczególności jeśli deflacja występuje rzadko i jest nieantycypowana.

Wreszcie, po czwarte, istnieje możliwość, że podmioty gospodarcze w obliczu znacznych zmian otoczenia polityczno-instytucjonalnego czy techniczno-technologicznego zwiększą swoją akceptację redukcji płac nominalnych,

w szczególności przyzwyczajają się do nowych uwarunkowań, które konstytuują deflacja. W takiej sytuacji w negocjacjach płacowych byłyby brane pod uwagę zarówno oczekiwania dynamiki cen, jak i wzrost wydajności. Zwiększyłyby się akceptacja pracowników co do redukcji płac nominalnych. Przede wszystkim w warunkach kryzysu gospodarczego powiązanego z deflacją pracownicy, chcąc uniknąć utraty zatrudnienia, będą się zgadzać na redukcję płac nominalnych⁴¹. W szczególności uelastycznione zostaną sztywne kontrakty płacowe, w których często redukcja płacy nominalnej jest zakazana – nawet prawnie. W konsekwencji SPND dla takich uwarunkowań mogą zanikać. Okoliczności te sprawiają, że modele ekonometryczne uwzględniające SPND podlegają tzw. krytyce Lucasa (szerzej zob. Acocella, 2002, s. 230–234). Wynika to z faktu, że ze względu na relatywnie niezbyt dużą liczbę doświadczeń z deflacją po II wojnie światowej modele konstruowane są często dla warunków charakteryzujących się wzrostem płac nominalnych. Modele te dla innych uwarunkowań, dotyczących niskiej inflacji i deflacji, stają się nieadekwatne i muszą zostać skorygowane (Wojtyna, 2004, s. 205).

Przykładowym potwierdzeniem niniejszego argumentu są doświadczenia Hong Kongu z deflacją w latach 1998–2003. W tym okresie (dokładnie między majem 1998 i sierpniem 2003 r.) Hong Kong nieprzerwanie notował ujemną dynamikę ogólnego poziomu cen, a łączny spadek mierzony CPI wyniósł 16,3%, przy maksymalnej rocznej stopie deflacji 6,3%. Deflacja stała się dla podmiotów w znacznym stopniu oczekiwana, a redukcje płac nominalnych były powszechnie stosowane. Podmioty w pewnym stopniu przystosowały się do nowych uwarunkowań. Mimo to spadek płac nominalnych okazał się niewystarczający, aby zapewnić spadek płac realnych i nie dopuścić do wzrostu stopy bezrobocia (Gerlach, 2009, s. 3–4). Również podczas Wielkiego Kryzysu zaobserwowano spadek płac nominalnych (Polański, 2017, s. 51), a w obliczu współczesnego kryzysu zapoczątkowanego w pierwszej dekadzie XXI w. szeregu krajów (np. Grecja, Hiszpania, Łotwa) przeprowadziło w ramach tzw. „wewnętrznej dewaluacji” politykę obniżania płac nominalnych⁴².

W pewnym zakresie zaprzeczeniem argumentu dotyczącego szeroko pojętego przyzwyczajania się podmiotów do uwarunkowań wynikających z deflacji i niskiej inflacji, a w konsekwencji akceptacji redukcji płac nominalnych są badania Agella i Lundborga (2003, s. 15–30) oraz Fehra i Goettega (2000). Au-

⁴¹ Szerzej nt. teoretycznych zarzutów wobec zjawiska SPND w kontekście modelu Akerlofa, Dickensa i Perry’ego zob.: (Wojtyna, 2004, s. 204–205).

⁴² Taką politykę w praktyce stosują niektóre, doświadczające problemów gospodarczych, kraje strefy euro, które nie mając własnych walut, prowadzą do redukcji wydatków budżetowych i wzrostu podatków po to, by obniżyć popyt wewnętrzny w nadziei, że to z kolei spowoduje obniżki płac. Trudno jednak taką politykę ocenić pozytywnie. Strategia „wewnętrznej dewaluacji” powoduje bowiem przede wszystkim spadek PKB i wzrost bezrobocia (szerzej na temat tego instrumentu polityki gospodarczej zob. w: (Marczewski, 2015, s. 137–151).

torzy odnotowują istnienie SPND dla Szwecji i Szwajcarii, krajów, które mają za sobą wieloletnie doświadczenia z niską, bliską zeru inflacją. Dodatkowo należy zauważyć, że skoro sztywne kontrakty (dwustronne i zbiorowe) zostały wprowadzone m.in. ze względu na wzrost efektywności inwestycji (por. wcześniej wskazane przyczyny SPND), to ich uelastycznienie w warunkach deflacji, oprócz redukcji lub eliminacji sztywności płac, może również przynieść utratę efektywności związaną z celowością wprowadzenia tychże kontraktów. W konsekwencji same działania ukierunkowane przeciw zjawisku SPND mogą generować koszty społeczno-gospodarcze (Holden, 2004, s. 16). W tym kontekście warto zaznaczyć, że Keynes kontrowersyjnie uważał, że SPND są korzystne dla społeczeństwa i gospodarki, ponieważ w warunkach elastycznych płac następowałyby niepożądane, silne wahania popytu i cen, a nie stabilizacja zatrudnienia (Rzońca, 2004, s. 25). Występuje zatem możliwość współwystępowania SPND i braku iluzji nominalnej.

Mając na uwadze powyższe przyczyny oraz fakt niezbyt bogatych doświadczeń z deflacją, empiryczna weryfikacja zjawiska sztywności płac nominalnych w dół (wraz z towarzyszącymi efektami „piasku” i „smarowania”) jest trudna i daje często niejednoznaczne rezultaty. Przykładem tego rodzaju analiz jest opracowanie Wyplosza (2000). Autor w odniesieniu do krajów europejskich: Francji, Niemczech, Szwajcarii i Holandii, dostrzega istotne znaczenie *grease effect* dla rynku pracy, potwierdzając jego dominację nad *sand effect* w warunkach niskiej inflacji. Inaczej bilans obu efektów, ale dla Stanów Zjednoczonych, odczytują Groshen i Schweitzer (1999). Wprawdzie autorzy potwierdzają istnienie omawianych efektów, jednak nie dostrzegają znacznej dominacji *grease effect* nad *sand effect*, nawet dla bardzo niskiej, bliskiej zeru, inflacji. Efekt netto jest generalnie niedodatni dla każdej stopy inflacji. Wyjątek może stanowić przedział $\Pi \in (0\%, 6\%)$, gdzie jest on nieznacznie dodatni. W warunkach deflacji saldo kosztów i korzyści analizowanych zjawisk jest niekorzystne.

W nawiązaniu do powyższych wyników badań warto przytoczyć opracowanie autorstwa Loboguerrero i Panizy (2006), w którym przedmiotem analiz były przede wszystkim kraje rozwinięte. Autorzy dochodzą do interesujących, chociaż wstępnych wniosków, że *grease effect* występuje tylko w sytuacji, gdy rynek jest sztywny z powodu zbyt dużych regulacji. W związku z tym inflacja będzie przynosić korzyści jedynie w kraju, w którym rynek pracy podlega silnym regulacjom. W przypadku natomiast elastycznego rynku *sand effect* będzie dominować, a inflacja będzie generować przede wszystkim koszty, podobnie jak deflacja. Wnioski te są o tyle ciekawe, że łączą wyniki wcześniej prezentowanych badań Wyplosza oraz Groshen i Schweitze r. Duże znaczenie *grease effect* w badaniach tego pierwszego można uzasadnić relatywnie silnymi regulacjami europejskich rynków pracy, których dotyczyło opracowanie. Małe znaczenie *grease effect* w badaniach Groshen i Schweitzer można uzasadnić relatywnie ni-

skim stopniem regulacji rynku pracy w Stanach Zjednoczonych⁴³. Inne badania również potwierdzają, że siła zjawiska SPND rośnie wraz ze wzrostem stopnia ochrony pracowniczej ze strony regulacji prawnych i związków zawodowych (Holden, 2004, s. 13).

Nie sposób przytoczyć całokształtu badań nad zjawiskiem SPND. Znaczna ich część pochodzi z początku XXI w., gdy w wielu krajach rozwiniętych dynamika ogólnego poziomu cen znacznie osłabła, natomiast w obliczu kryzysu pierwszej dekady miały one możliwość zostać zweryfikowane. W podsumowaniu warto wskazać na wyniki dwóch rodzajów badań nad jego weryfikacją (Holden, 2004, s. 13–14). Pierwszy polega na ankietach (wywiadach) pracodawców i pracowników, w których zadawane są pytania nt. SPND. Przykładowo tego typu badania dla USA i Szwecji zostały przeprowadzone przez Akerlofa, Dickensa i Perry'ego (1996), Bewleya (1999), Agella i Benmarkera (2002), Agella i Lundborga (2003). Badania te zdecydowanie potwierdzają istnienie SPND. Drugi rodzaj badań dotyczy danych mikroekonomicznych i polega na analizowaniu płac, dokumentów administracyjnych i osobowych oraz danych nt. kontraktów zbiorowych. W tym przypadku, ogólnie rzecz ujmując, odnotowuje się nieco więcej przypadków redukcji płac nominalnych, ale pomimo to w większości badań zjawisko SPND występuje (Holden, 2004, s. 13). Można tutaj wskazać przykładowo badania: dla Japonii (Kimura i Ueda, 1997), dla USA (Altonji i Devereux, 1999; Lebow i in., 2003), dla Szwajcarii (Fehr i Goette, 2000), dla Niemiec (Knoppik i Beissinger, 2001), dla Szwecji (Ekberg, 2002), dla Kanady (Christofides i Leung, 2003), dla Wielkiej Brytanii (Nickell i Quintini, 2003) oraz dla Włoch (Devicienti, 2004). Dodatkowo warto zaznaczyć, że chociaż wskazane badania dotyczą czasów współczesnych, to są również dowody, że omawiane tutaj zjawisko występowało już dawniej. Przykładowo wskazują na to wyniki badań dla Stanów Zjednoczonych podczas załamań gospodarczych w latach 1893, 1929 i 1981 (Hines, 2000, s. 1432–1446 za: Holden, 2004, s. 14) oraz dla Szwecji podczas Wielkiego Kryzysu (Fregert, 2000, s. 341–360, za Holden, 2004, s. 14).

Wydaje się zatem, że omawiane w tym punkcie zjawisko, w zależności od występujących w danym kraju uwarunkowań, może stanowić zagrożenie dla funkcjonowania gospodarki, a w szczególności dla prowadzenia polityki gospodarczej. Jednak trzeba mieć na uwadze, że w warunkach coraz bogatszych doświadczeń deflacyjnych i kryzysowych podmioty stają się coraz bardziej elastyczne, jeśli chodzi o akceptację redukcji płacy nominalnej, np. w obliczu ryzyka utraty zatrudnienia, czego przykładem są uwarunkowania od początku

⁴³ Empiryczne zarzuty wobec zjawiska SPND, przede wszystkim w odniesieniu do modelu Akerlofa, Dickensa i Perry'ego i w kontekście powiązania między inflacją i bezrobociem, wskazuje Wojtyna. Autor przytacza wyniki badań m.in. Yatesa, Gordona, Mankiwa, Staigera i in.; Groshen i Schweitzera, Fitoussiego i in. oraz Wyplosza (Wojtyna, 2004, s. 206–210).

XXI w. (por. dalej). Przystosowanie się do specyficznych uwarunkowań deflacyjnych w kontekście SPND nie jest jednak całkowicie możliwe. Nawet w długim okresie stopa bezrobocia może być z tego względu na podwyższonym poziomie, co w pewnym stopniu narusza konsens w ekonomii. Z tego też względu koncepcja ta może być trudna do zaakceptowania przez wielu ekonomistów, przede wszystkim reprezentujących główny nurt ekonomii. Ogólnie rzecz ujmując, ekonomia głównego nurtu ma kłopot z wyjaśnianiem przyczyn sztywności wielkości nominalnych, w szczególności w odniesieniu do płac i o charakterze asymetrycznym (w tym przypadku w dół) (Buiter, 2003, s. 11).

W celu bardziej klarownego ukazania makroekonomicznych konsekwencji SPND dla gospodarki warto posłużyć się krzywą Phillipsa⁴⁴. Jest to koncepcja, która mimo że podlega pewnym zmianom i krytyce, to od dziesiątków lat stanowi tło dla prowadzenia polityki pieniężnej w krajach rozwiniętych zarówno w krótkim, jak i długim okresie⁴⁵. Obejmuje ważne zmienne, mające odzwierciedlenie w hierarchii celów polityki gospodarczej: inflację i bezrobocie. Można uznać, że krzywa Phillipsa nawiązuje do kluczowych zmiennych makroekonomicznych, do których odnosi się konsens głównego nurtu ekonomii. Ogólnie rzecz ujmując, mówi on, że w krótkim okresie krzywa jest ujemnie nachylona. Istnieje wymiennosc między inflacją i bezrobociem. W warunkach słabej koniunktury gospodarczej i słabej, ewentualnie ujemnej dynamiki dochodu narodowego wzrost stopy bezrobocia wiąże się ze spadkiem stopy inflacji i ewentualnie pojawieniem się i wzrostem deflacji. W warunkach dobrej koniunktury i wysokiej dynamiki dochodu narodowego spadek stopy bezrobocia wiąże się ze wzrostem stopy inflacji. Dodatkowo należy zaznaczyć, że badania często wskazują na krzywoliniową zależność między tymi zmiennymi w krótkim okresie (Wojtyna, 1999a, s. 23–28; 2004, s. 75) i wypukłą lub wklęsłą w stosunku do początku układu współrzędnych⁴⁶.

W średnim i długim okresie wymiennosc między bezrobociem i inflacją zanika. Krzywa Phillipsa staje się pionowa i przecina oś rzędnych w punkcie odpowiadającym naturalnej stopie bezrobocia i potencjalnej produkcji⁴⁷. Próba walki

⁴⁴ Rozważanie na temat krzywej Phillipsa w kontekście globalizacji i wniosków dla polityki pieniężnej zob. w: (Kokoszczyński, 2009, s. 1001–119).

⁴⁵ Należy mieć na uwadze, że koncepcja krzywej Phillipsa została stworzona i zweryfikowana empirycznie dla okresów, w których przeważała inflacja. W tym miejscu podjęto próbę jej odniesienia do uwarunkowań deflacyjnych.

⁴⁶ Możliwe teoretyczne kształty krzywej Phillipsa prezentuje Wojtyna (2004, s. 69–82). Autor w swoim opracowaniu szeroko prezentuje badania nt. nieliniowości krzywej Phillipsa – jej przyczyn, skutków i empirycznej istotności. W tym podrozdziale uwaga będzie skupiona przede wszystkim na specyficznym kształcie krzywej w krótkim okresie – nieliniowej i wypukłej w stosunku do początku układu współrzędnych. Jako główna przyczyna takiego kształtu krzywej szerzej rozpatrzone zostanie zjawisko SPND.

⁴⁷ Istnienie takiego konsensu potwierdzają w zdecydowanej większości ekonomiści w wywiadach udzielonych w ramach publikacji: (Snowdon i Vane, 2003).

z bezrobociem lub stymulowania PKB za pomocą instrumentów polityki pieniężnej nie przynosi oczekiwanych skutków. Bezrobocie i produkcja powracają do swoich wartości równowagi. Efektem ubocznym jest wzrost inflacji. W konsekwencji warto prowadzić do pewnego stopnia działania przeciwne, skutkujące wzrostem stopy bezrobocia tylko w krótkim okresie (w długim powraca do stopy naturalnej) oraz spadkiem inflacji w krótkim i długim czasie. Ograniczeniem takich działań jest pożądana wartość stopy inflacji, poniżej której nie powinna spadać. Należy zaznaczyć, że w literaturze przedmiotu koncepcja krzywej Phillipsa przede wszystkim jest odnoszona do inflacji, w szczególności jeśli mowa o głównym nurcie ekonomii. W niniejszym opracowaniu w centrum zainteresowania jest powiązanie omawianych wielkości w warunkach ujemnej dynamiki cen i głównie pod takim kątem zostaną przeprowadzone dalsze rozważania.

Na powyżej zarysowany konsens może wpływać występowanie zjawiska SPND zarówno w odniesieniu do krótkiego, jak i długiego okresu. W pierwszym przypadku należy zauważyć, że z istoty SPND wynika, że w warunkach deflacji i niskiej inflacji, w obliczu sztywności płac nominalnych, zmniejsza się elastyczność płac realnych. Przedsiębiorca ma mniejsze pole manewru do zmniejszania płac realnych w sytuacjach kryzysowych i może być zmuszony w takich okolicznościach do redukcji zatrudnienia. W odniesieniu do krótkookresowej krzywej Phillipsa oznacza to, że wraz ze spadkiem dynamiki ogólnego poziomu cen bezrobocie rośnie coraz szybciej. Odpowiada to krzywoliniowej funkcji, wypukłej w stosunku do początku układu współrzędnych, która jest tym bardziej płaska, im niższa jest dynamika ogólnego poziomu cen⁴⁸. W konsekwencji tego kształtu dla stałych stóp wzrostu bezrobocia odpowiadające im stopy spadków dynamiki cen są coraz mniejsze (krzywa staje się coraz bardziej pozioma), natomiast dla stałych spadków stopy bezrobocia stopy wzrostów dynamiki cen są coraz większe (krzywa staje się coraz bardziej pionowa). W kontekście przytaczanego już w tym rozdziale modelu AS-AD taką sytuację obrazuje płaska krótkookresowa krzywa *AS* ukazująca z kolei specyficzne powiązanie między produkcją i dynamiką cen.

Dodatkowo można wskazać próby badania punktu przegięcia krótkookresowej krzywej Phillipsa, dla którego następowałyby znaczne jej wypłaszczenie. Próbę weryfikacji hipotezy dotyczącej płaskiej krótkookresowej krzywej Phillipsa i istnienia punktu przegięcia w odniesieniu do gospodarki japońskiej

⁴⁸ Należy dodać, że sztywności płac nominalnych w dół nie są jedyną przyczyną płaskiej krzywej Phillipsa, ale to ona głównie rozpatrywana jest przez ekonomistów (Buiter, 2003, s. 12). Inną ważną przesłankę mogą natomiast stanowić np. sztywności cen. Wraz ze spadkiem inflacji spada częstotliwość zmian cen. Przedsiębiorca porównuje bowiem potencjalne korzyści zmiany cen na swoje produkty z tzw. „kosztami menu” (koszty zmian cenników). Te ostatnie wydają się dominować, gdy zmiany cen są niewielkie (Ibaragi i Mourougane, 2004, s. 5–7). O nominalnych i realnych sztywnościach na rynku pracy oraz produktów zob. szerzej w: (Wojtyna, 2000a, s. 213–265).

podjęli m.in. Ibaragi i Mourougane (2004). Wyniki potwierdzają, po pierwsze, płaski kształt krzywej w obszarze niskiej inflacji oraz deflacji, a po drugie, wskazują, że istnienie punktu przegięcia krzywej dla stopy kwartalnej inflacji równej 0,5%.

Płaska krótkookresowa krzywa Phillipsa, przede wszystkim z uwzględnieniem możliwości wystąpienia wskazanego punktu przegięcia, może mieć poważne konsekwencje dla funkcjonowania gospodarki oraz prowadzenia działań z zakresu polityki gospodarczej, w tym głównie pieniężnej. Krzywa pokazuje bowiem, że wrażliwość gospodarki, np. w obliczu zmian zagregowanego popytu, jest większa w zakresie produkcji niż dynamiki cen. Przykładowo negatywny szok popytowy (przesunięcie w prawo wzdłuż coraz bardziej płaskiej krzywej Phillipsa, a w modelu AS-AD przesunięcie *AD* w lewo i z uwzględnieniem płaskiej krzywej *AS*), prowadzący do spadku dynamiki cen, a w szczególności deflacji, oznaczałoby duże koszty dla gospodarki w postaci znacznego ograniczenia zagregowanej produkcji i wzrostu bezrobocia. W przypadku natomiast pozytywnego szoku popytowego dokonującego się w warunkach, gdy krótkookresowa krzywa Phillipsa jest płaska (przesunięcie w lewo wzdłuż krzywej Phillipsa, a w modelu AS-AD przesunięcie *AD* w lewo i z uwzględnieniem płaskiej krzywej *AS*), nastąpiłoby nieznaczne pobudzenie dynamiki cen przy relatywnie dużym pobudzeniu PKB i spadku stopy bezrobocia. Jeśli jednak ekspansja popytu byłaby zbyt duża i dokonywałaby się w obszarze, gdzie krzywa Phillipsa staje się coraz bardziej stroma, wywoływałaby coraz większe koszty w postaci coraz szybciej rosnącej inflacji. Dodatkowo, uwzględniając płaski fragment krzywej, można sformułować wniosek, że niska dynamika cen jest również bardziej stabilna, tzn. mniej wrażliwa na zmiany po stronie popytu wywołujące niestabilność dynamiki PKB i stopy bezrobocia. O ile jest to wniosek pozytywny dla niskiej inflacji, o tyle dla deflacji może oznaczać trudności w jej przewyciężaniu. Wyjście z deflacji i osiągnięcie dodatniej stopy zmian cen wymagałoby znacznego pobudzenia gospodarki.

Takie specyficzne mechanizmy funkcjonowania gospodarki wymuszają dostosowania w zakresie działań władz gospodarczych. Wyznaczają ramy prowadzenia polityki pieniężnej z jednej strony w warunkach dezinflacji, a z drugiej – niskiej inflacji i deflacji. Ten drugi aspekt oddziaływania będzie przedmiotem analiz w rozdziale drugim, w szczególności w odniesieniu do ram strategicznych polityki pieniężnej. Pierwszy aspekt oddziaływania doczekał się sporej liczby opracowań⁴⁹ i był przedmiotem badań na całym świecie w ostatnich kilkadziesiąt lat, w których panowała głównie relatywnie wysoka inflacja. Przyjmując ujemnie nachyloną, wypukłą i płaską dla niskiej, w tym ujemnej dynamiki ogólnego poziomu cen, krótkookresową krzywą Phillipsa, najogólniej

⁴⁹ Do polskojęzycznych opracowań dotyczących badań nad procesem dezinflacji należy w szczególności zaliczyć publikacje Wojtyny, np. (1999a; 1999b, s. 4–13; 2000b, s. 4–17).

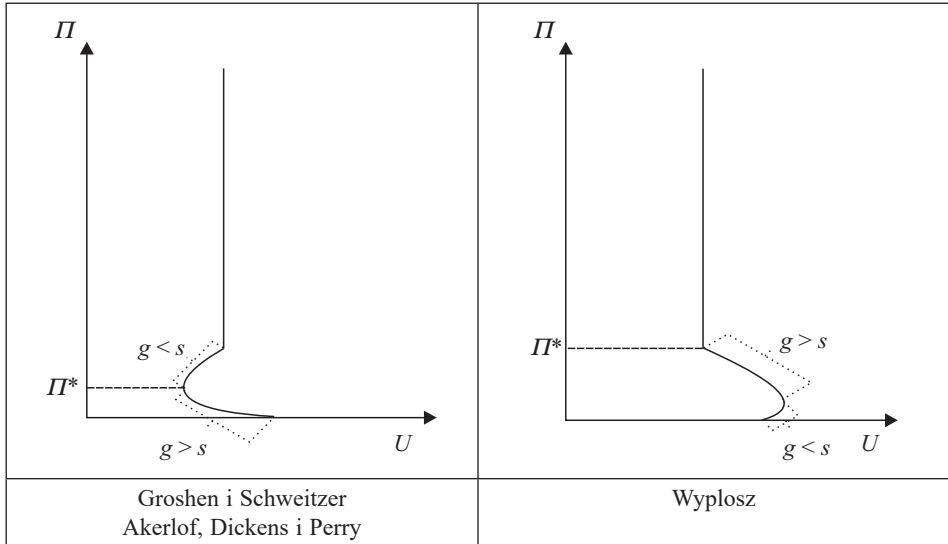
można stwierdzić, że coraz głębsza dezinflacja powoduje coraz większe koszty mierzone w wielkości stóp wzrostu bezrobocia (w tym miejscu mowa głównie o kosztach w horyzoncie krótkookresowym), głównie w obliczu relatywnie płaskiego fragmentu krzywej Phillipsa i po przekroczeniu punktu jej przegięcia. Powinna ona zatem być zakończona dla optymalnej stopy inflacji. Stopa taka mogłaby zostać wyznaczona, biorąc pod uwagę opisywany tutaj kształt krzywej, dla kombinacji stóp bezrobocia i inflacji, dla której negatywny wpływ na dobrobyt byłby najmniejszy. Płaski fragment krzywej wskazuje, że deflacja stanowi niekorzystne uwarunkowania gospodarcze – z jednej strony powoduje znaczne koszty, m.in. w postaci znacznego wzrostu bezrobocia (wyższego niż w przypadku inflacji), a z drugiej strony jej przewyższenie wymaga znacznego pobudzenia gospodarki, co również może się wiązać z kosztami ekspansywnej, antydeflacyjnej polityki gospodarczej. Takie okoliczności sprawiają, że polityka pieniężna powinna być asymetryczna w warunkach deflacji, głównie w stosunku do wysokiej inflacji, o czym będzie szerzej mowa w kolejnym rozdziale.

SPND wywołują nie tylko konsekwencje krótkookresowe. Mają one również wpływ na funkcjonowanie gospodarki i polityki gospodarczej w długim okresie. Z tego względu, w celu ukazania tych konsekwencji, warto się posłużyć koncepcją długookresowej krzywej Phillipsa. Konsens głównego nurtu ekonomii mówi, że wskazywana krzywa jest pionowa i przecina oś rzędnych w punkcie odpowiadającym naturalnej stopie bezrobocia i potencjalnej produkcji (Snowdon i Vane, 2003). Taki pogląd wskazuje na brak długookresowej wymienności między inflacją i bezrobociem. Ponownie warto zaznaczyć, że konsens ten odnosi się głównie do inflacji i pomija niską, w tym ujemną dynamikę cen.

W warunkach niskiej inflacji i deflacji pionowy kształt długookresowej krzywej Phillipsa jest podważany ze względu na występowanie m.in. sztywności po stronie płac nominalnych. Przykładowo można tutaj ponownie wskazać pracę autorstwa Akerlofa z zespołem (1996). W opracowaniu tym został przedstawiony model dla Stanów Zjednoczonych uwzględniający SPND. Model odzwierciedla optymalizacyjne zachowania przedsiębiorstw oraz pracowników. Przedsiębiorstwa reagują na stochastyczne szoki popytowe i podażowe poprzez zmiany cen, płac i zatrudnienia. W stanie równowagi zagregowane zatrudnienie odzwierciedla zarówno rozmiar szoków, jak i wagę sztywności płac nominalnych. Wyniki symulacji przeprowadzonych na podstawie modelu wskazują, że koszty związane z redukcją dynamiki ogólnego poziomu cen do zbyt niskich wartości, w tym ujemnych, nie są wyłącznie krótkookresowe. Długookresowa krzywa Phillipsa w obszarze niskiej inflacji i deflacji nie jest pionowa, lecz ujemnie nachylona (International Monetary Fund [IMF], 1999, s. 98).

W nieco inny i bardziej złożony sposób wpływ SPND na długookresową krzywą Phillipsa postrzega Wyplosz. Jak już wspomniano, przeprowadził on badania dla wybranych wysoko rozwiniętych krajów europejskich. Rozważając

efekty „piasku” i „smarowania”, analizuje różne kształty długookresowej krzywej Phillipsa. W obliczu pierwszego z efektów nachylenie krzywej jest dodatnie, a w obliczu drugiego ujemne – podobnie jak w badaniach Akerlofa, Dickensa i Perry’ego (Wyplosz, 2000, s. 19, 26, 28). Zdaniem Wyplosza, w zależności od dominacji jednego ze wskazywanych efektów krzywa przyjmuje odpowiedni kształt w obszarze niskiej dynamiki cen (rysunek nr 4).



g – efekt „smarowania”,
 s – efekt „piasku”,

Π^* – optymalna stopa dynamiki ogólnego poziomu cen.

Rysunek nr 4. Hipotetyczne kształty długookresowej krzywej Phillipsa w kontekście występowania efektów „piasku” i „smarowania”

Źródło: (Błaszczyk, 2010a, s. 35; Wyplosz, 2000, s. 19, 26 i 28).

Jeśli dla niskiej dynamiki cen efekt „smarowania” dominowałby nad efektem „piasku”, dla nieco wyższej stopy inflacji sytuacja byłaby odwrotna, a ostatecznie oba efekty zrównoważyłyby się (ewentualnie ustąpiły) dla jeszcze wyższej inflacji, wtedy długookresowa krzywa mogłaby przyjąć postać jak w prawym panelu rysunku nr 4. Abstrahuje się w tym miejscu od wskazywania konkretnych wartości stóp dynamiki cen, dla których omawiana krzywa zmienia kształt. Mogą one być specyficzne dla różnych gospodarek i nie mają charakteru uniwersalnego. Wyplosz wskazuje, że taki kształt jest bardziej prawdopodobny i jednocześnie sugeruje, że optymalna inflacja (Π^*) nie jest zerowa i powinna być wyznaczona przez punkt, w którym nachylenie krzywej zmienia się z ujemnego na pionowy (ewentualnie dodatni). Wtedy stopa bezrobocia długookresowego osiąga wartość minimalną. We wskazanym punkcie minimalna jest rów-

niez suma stóp inflacji i bezrobocia, czyli tzw. wskaźnik nędzy (ang. *misery index*), w tym miejscu specyficznie rozumiany – odnoszący się do wielkości długookresowych⁵⁰.

W przypadku dokładnie odwrotnego kierunku dominacji obu efektów krzywa przyjąłaby kształt jak w lewej części rysunku nr 4. Taki pogląd na kształt długookresowej krzywej Phillipsa mają np. Groshen i Schweitzer (1999), a także Akerlof i współautorzy (2000). Zdaniem wymienionych autorów, nachylenie krzywej początkowo jest ujemne, następnie zmienia się na dodatnie, by w końcu przyjąć położenie pionowe. W tym przypadku optymalna stopa inflacji zostałaby wyznaczona przez punkt, w którym nachylenie krzywej zmienia się z dodatniego na ujemny. Wtedy stopa bezrobocia długookresowego oraz długookresowy wskaźnik nędzy osiągały wartości minimalne. Cechą wspólną natomiast obu możliwych kształtów długookresowej krzywej Phillipsa jest jej pionowe nachylenie dla wysokiej dynamiki cen.

Należy zaznaczyć, że oba kształty krzywej nie odnoszą się bezpośrednio do ujemnej dynamiki cen. Można jednak się pokusić o sformułowanie pewnych wniosków, dokonując przedłużenia krzywych w dolnych ich częściach dla deflacji. Bardziej logiczny w tym kontekście jest kształt w lewym panelu. Wyższa deflacja byłaby powiązana z coraz wyższą stopą bezrobocia, co jest zgodne z mechanizmem spirali deflacyjnej (por. dalej). Co ważne, w przeciwieństwie do rosnącej inflacji, która poza obszarem niskiej inflacji staje się niezależna od stopy bezrobocia, w przypadku deflacji powiązanie to występuje. Stosując prostą ekstrapolację, kształt krzywej zaprezentowany w prawym panelu wskazywałby natomiast, że wzrost deflacji wiąże się ze spadkiem bezrobocia. W szczególnym przypadku minimalna stopa długookresowego bezrobocia byłaby najniższa dla deflacji.

Przedstawione powyżej kształty długookresowej krzywej Phillipsa nie są jedynymi możliwymi. Przy innej sile i układzie obu efektów kształt krzywej, a w konsekwencji także wnioski m.in. co do wartości optymalnej stopy inflacji i kosztów deflacji, mogą ulec zmianie. Odmienny, interesujący kształt długookresowej krzywej Phillipsa, i to z uwzględnieniem uwarunkowań deflacyjnych, przedstawia Holden (2004, s. 6). Krzywa przyjmuje postać linii pionowej zarówno dla wysokiej inflacji, jak i deflacji. Przy czym w tym pierwszym przypadku odpowiadająca jej stopa bezrobocia jest niższa niż w drugim przypadku. Oznacza to, że SPND w warunkach deflacji wywołują trwały wzrost naturalnej stopy bezrobocia. Dla niskich stóp inflacji i deflacji omawiana krzywa jest nieliniowa – początkowo wypukła, a następnie wklęsła względem początku ukła-

⁵⁰ Można mieć jednak wątpliwość, czy wskaźnik nędzy w swojej oryginalnej postaci, zdefiniowany jako suma stóp inflacji i bezrobocia, jest poprawną miarą stanu gospodarki. Stosowany bezkrytycznie mógłby przykładowo wskazywać, że deflacja powoduje poprawę sytuacji makroekonomicznej.

du współrzędnych⁵¹. Taki kształt można uznać za logiczny i zgodny z powyżej sformułowanymi uwagami nt. SPND. Patrząc na obszar deflacji, można uznać, że jest to koncepcja pośrednia między długookresową krzywą Phillipsa:

- pionową, która wskazuje na brak długookresowej zależności między bezrobociem (i pośrednio zagregowaną produkcją) a dynamiką cen zarówno dodatnią, jak i ujemną; nawet w warunkach wzrostu deflacji bezrobocie powraca do niezmienniej stopy naturalnej; jest to wniosek zgodny z charakterystycznymi dla głównego nurtu ekonomii zjawiskami klasycznej dychotomii i neutralności pieniądza w długim okresie;
- ujemnie nachyloną, zaproponowaną m.in. przez Akerlofa, Dickensa i Perry'ego oraz analizowaną przez Wyplosza (lewy panel rysunku nr 4), która mówi, że wzrost deflacji wiąże się z ciągłym wzrostem naturalnej stopy bezrobocia; taki pogląd ukazuje deflację jako zjawisko niosące ze sobą bardzo negatywne skutki dla społeczeństwa i sfery realnej gospodarki.

Empiryczna weryfikacja wskazywanych tutaj kształtów krzywej Phillipsa dla krótkiego i długiego okresu nie jest jednoznaczna. Wiedza na ten temat nie jest zadawalająca w kontekście uniwersalnego wykorzystania w praktyce gospodarczej. Przede wszystkim badania w tym zakresie powinny dotyczyć odrębnie każdego kraju lub unii. Należy zaznaczyć, że ich praktyczne wykorzystanie może zwiększyć efektywność i skuteczność polityki pieniężnej prowadzonej w warunkach deflacji. Powinno się ono jednak odbywać przy zachowaniu dużej precyzji władz monetarnych. Cecha ta jest nieodłącznym atrybutem polityki pieniężnej w obszarze niskiej inflacji oraz zagrożeń deflacyjnych⁵².

1.3.2. Dolna granica nominalnych stóp procentowych i pułapka płynności

Sztywności w dół występują również w odniesieniu do nominalnych i w konsekwencji realnych stóp procentowych⁵³. Problem wynika z faktu, że nominalne

⁵¹ Ze względu na brak jednoznacznego, empirycznego potwierdzenia takiego kształtu krzywej (w tym wartości stóp dynamiki cen, dla których krzywa zmienia kształt), trudno jest właściwie ją umiejscowić w układzie współrzędnych. W związku z tym nie podjęto się w tym miejscu próby prezentacji odpowiedniego rysunku.

⁵² O związkach między sztywnościami płac nominalnych w dół i polityką pieniężną pisze także Wojtyła (2002, s. 15–23). Autor w kompleksowy i przejrzysty sposób przedstawia przegląd literatury na temat omawianego zjawiska. Podobnie jak w niniejszym opracowaniu, prezentowane tam wnioski nie są jednoznaczne.

⁵³ Szerokie badania na temat zjawiska stóp procentowych bliskich zeru przeprowadza Rzońca (2014). Jest to prawdopodobnie najszersze i najbardziej kompleksowe polskojęzyczne opracowanie dotyczące DGNP. Autor w kolejnych rozdziałach, wykorzystując nowy keynesowski schemat analityczny, przedstawia różne problemy i wyzwania wynikające z niskich stóp procentowych, odnosząc się m.in. do przykładów Japonii, Szwecji i Korei Południowej oraz wyciągając

stopy procentowe nie mogą być obniżone poniżej zera (w takim przypadku można mówić o zerowej granicy nominalnych stóp procentowych, ZGNP), ewentualnie innego dodatniego lub przede wszystkim ujemnego poziomu⁵⁴ (w takim przypadku można mówić o dolnej dodatniej lub ujemnej granicy nominalnych stóp procentowych, DGNP). Zanim zostaną przedstawione konsekwencje tego zjawiska, warto odnieść się do czynników określających wartość dolnej granicy. Ogólnie można powiedzieć, że głównym czynnikiem w tym kontekście jest rola gotówki w gospodarce, a w szczególności bilans kosztów i korzyści utrzymywania pieniądza w odniesieniu do kosztów i korzyści lokowania pieniądza w szeroko pojęte papiery wartościowe. Przy czym korzyści utrzymywania pieniądza i koszty utrzymywania papierów wartościowych są argumentem na rzecz wyższej dolnej granicy nominalnych stóp procentowych, natomiast koszty utrzymywania pieniądza i korzyści utrzymywania papierów wartościowych są argumentem na rzecz niższej granicy.

Należy przy tym wziąć pod uwagę m.in. korzyści utrzymywania pieniądza, które wynikają z jego swoistych cech i funkcji, jak płynność i związana z nią funkcja pieniężna⁵⁵. Korzyści te mogą przykładowo polegać na wykorzystaniu pieniądza gotówkowego do finansowania różnych działalności z chęcią zachowania anonimowości, np. o charakterze nielegalnym, hazardowym itd. Utrzymywanie pieniądza gotówkowego zapobiega także ryzyku jego utraty, np. w przypadku bankructwa instytucji, w której jest on utrzymywany. W szczególności korzyść ta jest zasadna w warunkach krajów o niestabilnym systemie bankowym i finansowym.

Z drugiej strony należy mieć na uwadze, że papiery wartościowe również mogą przysparzać niepieniężnych korzyści. Mogą one wynikać np. z pożądanego stopnia ich płynności czy wygody dysponowania nimi. Przy dokonywaniu wyżej wspomnianego bilansu trzeba także uwzględnić koszty utrzymywania gotówki. Mogą one wynikać z ryzyka jej posiadania w kontekście np. kradzieży lub uszkodzenia w wyniku zdarzeń losowych, jak pożar czy powódź. Może to powodować koszty w postaci ubezpieczenia i ochrony. Dodatkowe koszty może wywoływać samo magazynowanie czy transport pieniądza gotówkowego.

Zakładając, że pieniężna stopa zwrotu pieniądza jest równa zeru⁵⁶, określenie DGNP można sprowadzić do zestawienia z jednej strony niepieniężnych

wnioski dla współczesnej polityki pieniężnej, w tym w obliczu kryzysu pierwszej dekady XXI w. Porównaj także: (Ball, Gagnon, Honohan i Krogstrup, 2016, rozdział 2).

⁵⁴ Oczywiście mowa tutaj o możliwości ujemnego oprocentowania depozytów. Trudno bowiem przyjąć założenie o ujemnym lub zerowym oprocentowaniu kredytów. W takiej sytuacji podmioty zadłużałyby się w nieskończoność, wywołując duże ryzyko niestabilności systemu finansowego i całej gospodarki. Porównaj dalej oraz (Brzoza-Brzezina, 2011, s. 68).

⁵⁵ Porównaj: (Knakiewicz i in., 2011, s. 195–257).

⁵⁶ Papiery wartościowe natomiast najczęściej dają dochód w postaci dodatniej pieniężnej stopy zwrotu.

korzyści pieniądza gotówkowego, a z drugiej do kosztów jego utrzymywania i korzyści papierów wartościowych. Jeśli większe są te pierwsze, to mamy do czynienia z dodatnią DGNSP. Jeśli natomiast relacja jest odwrotna, to mamy do czynienia z ujemną DGNSP. Gdy dochodzi do zrównoważenia obu stron porównania, wtedy granica nominalnych stóp procentowych powinna być określana jako zerowa. Można się pokusić o stwierdzenie, że im większa stabilność i wiarygodność systemu finansowego danego kraju i w związku z tym większe zaufanie do niego, tym większa możliwość ustalania ujemnych nominalnych stóp procentowych, w szczególności w obliczu pojawienia się przejściowych sytuacji kryzysowych. W sytuacji przeciwnej granica redukcji nominalnych stóp procentowych może być dodatnia.

Z teoretycznego punktu widzenia trudno jest określić wartość dolnego ograniczenia nominalnych stóp procentowych, jednak jest to bardzo istotne z punktu widzenia praktyki polityki pieniężnej, a w szczególności perspektyw jej prowadzenia w warunkach deflacji. Wartość tego ograniczenia nie jest uniwersalna, jest odmienna dla poszczególnych gospodarek i w związku z tym powinna być szacowana indywidualnie. Należy mieć jednak na uwadze możliwość, że DGNSP jest ujemna i znajduje się poniżej występujących w praktyce wartości deflacji i w związku z tym nie stanowi zagrożenia dla prowadzenia konwencjonalnej polityki pieniężnej. Ale i w takiej sytuacji może pojawić się ryzyko polegające na tym, że świadomość podmiotów gospodarczych niemożności dalszej redukcji stóp procentowych przez władze pieniężne może wywoływać oczekiwania deflacyjne i podważać wiarygodność ich działań w warunkach kryzysu i deflacji.

W związku z tym w obliczu dolnej granicy nominalnych stóp procentowych również realne stopy procentowe ulegają usztywnieniu. Zakładając bowiem, zgodnie z równaniem I. Fishera, że realna stopa procentowa jest w przybliżeniu równa różnicy między nominalną stopą procentową i oczekiwaną stopą wzrostu ogólnego poziomu cen (ewentualnie sumą nominalnej stopy procentowej i stopy spadku ogólnego poziomu cen), to w warunkach deflacji i przy założeniu ZGNSP lub DGNSP także realne stopy procentowe nie mogą spaść zwłaszcza znacznie poniżej zera⁵⁷. W konsekwencji w warunkach deflacji (powiązanej z oczekiwaniami deflacyjnymi) ujemna realna stopa procentowa nie może być silnym bodźcem pobudzania gospodarki, w szczególności jej istotnego elementu, jakimi są inwestycje. Jest to o tyle istotne, że opisywane okoliczności są często charakterystyczne dla kryzysu gospodarczego, którego przezwyciężenie wymaga właśnie pobudzenia poszczególnych elementów dochodu narodowego. Przede wszystkim w takiej sytuacji realna rynkowa stopa procentowa może

⁵⁷ Wskazana metodyka *sensu stricto* dotyczy wyznaczania realnej stopy procentowej w ujęciu *ex ante*. W praktyce często wykorzystywana jest miara *ex post*, w której oczekiwania co do zmian ogólnego poziomu cen są zastępowane faktyczną stopą zmian (za okres przeszły).

być wyższa od stopy naturalnej, co według teorii Wicksella wywołuje lub pogłębia procesy deflacyjne⁵⁸.

W celu krótkiego przybliżenia modelu Wicksella⁵⁹ założmy system „czysto kredytowy”⁶⁰, a więc taki, w którym nie występuje gotówka, a cały pieniądz jest czymś przyrzeczeniem zapłaty. Ekonomista wyróżnia dwie stopy procentowe, po pierwsze, rynkową, mówiącą o koszcie kapitału, czyli o cenie pieniądza, jaka kształtuje się na rynku, którą wyznaczają popyt i podaż funduszy pożyczkowych, a po drugie, naturalną (zwykłą, normalną), która jest oczekiwanym przychodem z nowo stworzonego kapitału. Jest ona równoznaczna z keynesowską krańcową efektywnością kapitału lub wewnętrzną stopą przychodu, która po konfrontacji ze stopą rynkową mówi o opłacalności przedsięwzięcia inwestycyjnego⁶¹.

Równowaga pieniężna według Wicksella występuje wtedy, gdy obie stopy się zrównają. W takiej sytuacji popyt i podaż kapitału pożyczkowego są sobie równe, co powoduje, że ogólny poziom cen nie przejawia ani tendencji wzrostowych ani spadkowych. Jeśli natomiast pomiędzy powyższymi wielkościami pojawią się jakiegokolwiek rozbieżności, powstanie proces kumulacyjny (kumulatywny), który będzie trwał tak długo, aż rozbieżności te nie zostaną zlikwidowane. Może on mieć dwojaki rodzaj charakteru, w zależności od tego, która ze stóp jest wyższa. W tym miejscu w centrum zainteresowania jest sytuacja, gdy stopa rynkowa będzie wyższa od naturalnej, wtedy będziemy mieli do czynienia z kumulatywnym procesem spadku cen. Taki proces byłby szczególnie szkodliwy i trwały w sytuacji, gdyby stopa naturalna była ujemna, a stopa rynkowa nie mogłaby być z kolei ujemna w obliczu DGNSP.

Szerzej rzecz ujmując i dostrzegając wpływ stopy procentowej na zachowania wielu podmiotów: gospodarstw domowych, przedsiębiorstw i instytucji finansowych, należy uznać, że omawiane teraz sztuywności odgrywają dużą rolę w funkcjonowaniu całej gospodarki. W szczególności bowiem stopy procentowe wpływają na konsumpcję, inwestycje oraz kurs walutowy, które kształtują z kolei zagregowany popyt. Mowa tutaj przede wszystkim o realnych stopach

⁵⁸ Porównaj rozważania na temat naturalnej stopy procentowej Rzońcy (2014) i Brzozy-Brzeziny (2003) oraz w kontekście teorii Wicksella (Brzoza-Brzezina i Crespo Cuaresma, 2007).

⁵⁹ Rozważania dotyczące teorii Wicksella zostały opracowane na podstawie: (Nowicki, 1984, s. 70–95; Hicks, 1988, s. 106–120; Blaug, 1992; 2000, s. 651–679; Błaszczuk, 2012, s. 9–30).

⁶⁰ Sam Wicksell przedstawia swoją teorię najpierw przy założeniu systemu „czysto gotówkowego”, a w drugiej kolejności przy skrajnie przeciwnym założeniu systemu „skrajnie kredytowego”.

⁶¹ Jeśli stopa naturalna jest wyższa od stopy rynkowej, to projekt jest opłacalny, gdy zależność ta jest odwrotna, to inwestycja z ekonomicznego punktu widzenia nie powinna być zrealizowana. Jednak stopa naturalna nie dotyczy pojedynczego przedsięwzięcia, ale wyraża przeciętne zyski, jakie można uzyskać inwestując kapitał. Jej wysokość zależy m.in. od innowacyjności, produktywności, przyrostu naturalnego oraz od tworzenia się nowych rynków w gospodarce. (Porównaj aktualne badania na temat DGNSP w kontekście zmian realnej naturalnej stopy procentowej w warunkach współczesnych procesów demograficznych: Bielecki i in., 2018).

procentowych, ale uwzględniając możliwość, że niektóre podmioty przy podejmowaniu decyzji ulegają iluzji pieniężnej, należy mieć również na uwadze stopy nominalne. W obliczu DGNSP obie stopy ulegają usztywnieniu, co komplikuje sprawność samoczynnych dostosowań w ramach mechanizmu rynkowego. Ma to również poważne konsekwencje dla prowadzenia współczesnej polityki pieniężnej, w tym także w sferze strategii, o czym będzie mowa w rozdziale drugim.

Dolne ograniczenie nominalnych stóp procentowych nie jest w ekonomii problemem nowym, ponieważ wiąże się m.in. z zarysowanym już przez Keynesa zjawiskiem pułapki płynności. Przez wiele lat, w szczególności po okresie Wielkiego Kryzysu, było ono uważane raczej za konstrukcję teoretyczną i dopiero w ostatnich trzech dekadach, za sprawą doświadczeń Japonii od lat 90. XX w. oraz ogólnoswiatowego kryzysu finansowego i gospodarczego pierwszej dekady XXI w., zaczęto dostrzegać praktyczne znaczenie omawianego zjawiska (zob. rozdziały 3 i 4). DGNSP nabrała szczególnego znaczenia właśnie jako element pułapki płynności.

Należy zaznaczyć, że pojęcie pułapki płynności może być różnie definiowane (zob. np. Rzońca, 2014, s. 296–299). W szczególności ujęcie Keynesa różni się od współczesnych definicji. Zgodnie z koncepcją keynesowską pułapka płynności występuje, gdy podmioty gospodarcze wykazują absolutną preferencję płynności a elastyczność popytu spekulacyjnego na pieniądź względem stopy procentowej jest nieskończona (Keynes, 2003, s. 184). W takich okolicznościach podmioty chcą w sposób nieskończony zwiększać zasób pieniądza i nie chcą nabywać obligacji, ponieważ uważają, że ich ceny są maksymalne i będą spadać, w konsekwencji stopa procentowa jest minimalna i będzie w przyszłości rosła. W warunkach pułapki płynności podaż pieniądza nie wpływa na stopę procentową i dalej na popyt konsumpcyjny i inwestycyjny (Keynes, 2003, s. 209). Zatem Keynes nie wskazuje na konkretną dolną wartość nominalnej stopy procentowej, ale na oczekiwania jej wzrostu, które mogą wywołać straty dla inwestorów, gdyby podjęli decyzję inwestycyjną w chwili obecnej. Ponadto Keynes określając pojęcie pułapki płynności, miał na uwadze przede wszystkim długoterminowe stopy procentowe (Werner, 2005, s. 51–52).

W kontekście powyższego ujęcia warto jednak zadać pytanie, dlaczego podmioty uznają, że stopa procentowa jest minimalna i oczekują jej wzrostu. Bardzo prawdopodobną przyczyną jest fakt, że osiągnęła ona zerowy lub inny dolny pułap (Keynes, 2003, s. 281). Taka odpowiedź, po pierwsze, wskazuje na duże powiązanie pułapki płynności z DGNSP, a po drugie, łączy definicję pułapki płynności według Keynesa ze współczesnymi jej ujęciami. Ogólnie można powiedzieć, że zasadniczą różnicą jest to, że w pierwszym ujęciu (reprezentowanym przez Keynesa, a także Hicksa⁶² zgodnie z modelem IS-LM) zakłada

⁶² Warto odnotować, że Hicks przy określaniu pułapki płynności zakłada funkcję popytu na pieniądź doskonale elastyczną na stopę procentową (Werner, 2005, s. 52, 55). J.M. Keynes nie

się po prostu niemożność dalszego obniżenia stopy procentowej, a w drugim – bezpośrednio osiągnięcie jej zerowego (lub bliskiego tej wartości) poziomu (Werner, 2005, s. 55).

Jedno z powszechnie współcześnie przetaczanych ujęć autorstwa Svenssona mówi, że pułapka płynności występuje, gdy ZGNP towarzyszy trwała deflacja powiązana z oczekiwaniami deflacyjnymi. W takiej sytuacji gospodarka jest nasycona płynnością, pieniądź jest doskonałym substytutem obligacji, a ekspansywne operacje otwartego rynku nie wpływają na nominalne i realne ceny i ilości. Sektor prywatny po prostu utrzymuje większą bazę monetarną zamiast obligacji (Svensson, 2000a, s. 27–28, 41).

Warto również wskazać definicję analizowanego zjawiska Krugmana⁶³, który uznaje, że „gospodarka jest w pułapce płynności, gdy zagregowany popyt w sposób trwały spada poniżej możliwości produkcyjnych, pomimo że stopa procentowa spada do poziomu zerowego” (Krugman, 1998b). W innym opracowaniu z kolei autor pisze, że „pułapka płynności może być zdefiniowana jako sytuacja, w której konwencjonalna polityka pieniężna staje się bezsilna, ponieważ nominalne stopy procentowe są bliskie zeru: wprowadzanie bazy monetarnej do gospodarki nie daje efektu, ponieważ pieniądź i obligacje są postrzegane przez sektor prywatny jako doskonałe substytuty. W takiej definicji pułapka płynności może wystąpić przy elastycznych cenach i pełnym zatrudnieniu w gospodarce [...]” (Krugman, 1998a, s. 141, 146–148).

W swoich rozważaniach Krugman posługuje się małym „stylizowanym” modelem, w którym przyjmuje dość restrykcyjne założenia (Krugman, 1998a, s. 142–148), z których wynikają m.in.: brak systemu bankowego i w związku z tym brak kredytu, brak niezależnego banku centralnego i w konsekwencji kreacja pieniądza przez rząd przy pomocy operacji otwartego rynku oraz doskonała informacja i lepkość cen. W takich okolicznościach autor wyjaśnia, że przyczyną braku pobudzenia gospodarki przez redukcję stóp procentowych są oczekiwania, że przyszłe możliwości produkcyjne będą niższe niż obecne, np. w wyniku starzenia się społeczeństwa. To skutkuje oczekiwaniami deflacyjnymi, w których warunkach, nawet przy zerowych stopach procentowych, realne stopy procentowe są powyżej zera i powyżej wartości równowagi, która jest ujemna. Zdaniem Krugmana, główną receptą jest obniżenie realnej stopy

zgodzał się z taką interpretacją, odnosząc się do długoterminowej stopy procentowej (Kregel, 2000). Dodatkowo warto zaznaczyć, że Hicks raczej przyjmuje założenie o nieefektywności polityki pieniężnej, a nie o nieelastyczności cen w dół, co stanowi ważną różnicę między Keynesem i klasykami (Krugman, 1998a, s. 137). Szerzej na temat pułapki płynności w ujęciu Hicksa i w kontekście modelu IS-LM zob. w: (Krugman, 1998a, s. 137–139, 148–150).

⁶³ Współcześnie wielu autorów stosuje ujęcie pułapki płynności Krugmana, chociaż często inaczej niż on postrzegają rolę polityki pieniężnej w jej warunkach, wskazując na większe jej możliwości – np. Ito, McKinnon i Ueda (Werner, 2005, s. 53–56).

procentowej przy pomocy wywołania oczekiwań inflacyjnych⁶⁴ (Werner, 2005, s. 52). Po dwudziestu latach i w obliczu doświadczeń kryzysowych i deflacyjnych z XXI w. Krugman dokonał weryfikacji swoich badań, potwierdzając w większości obawy sformułowane wcześniej (Krugman, 2018). Pułapka płynności nie jest zjawiskiem jedynie teoretycznym i w ciągu ostatnich lat doświadczyło jej wiele krajów, zdaniem autora – prawie wszystkie wysoko rozwinięte, włączając m.in. Stany Zjednoczone, Japonię, Wielką Brytanię oraz strefę euro (Krugman, 2010). Napotkały one problemy związane z SPND i DGNSP. Autor zauważa również, co jest istotne z punktu widzenia głównego celu niniejszej pracy, że doświadczenia dwóch ostatnich dekad pokazały niechęć władz pieniężnych w wielu krajach do zmiany ram strategicznych, w tym m.in. wartości celu inflacyjnego (Krugman, 2018, s. 16–18)⁶⁵.

Ciekawą, współczesną koncepcją wyjaśniającą w kompleksowy sposób wystąpienie pułapki płynności jest recesja bilansowa (przedstawiona w punkcie 1.2.1), tłumacząca to zjawisko poprzez pryzmat oddłużania przez podmioty prywatne w obliczu pęknięcia bąbla spekulacyjnego. W obliczu utraty wartości nieruchomości i innych aktywów (w tym finansowych) celem podmiotów staje się spłata zadłużenia z bieżących dochodów, a nie realizacja zysku. Ekspansywna polityka pieniężna i zwiększenie płynności nie prowadzi do wzrostu popytu prywatnego. Koncepcja autorstwa Koo dobrze pasuje do współczesnych warunkowań gospodarczych na świecie, w tym do japońskich doświadczeń deflacyjnych (Koo, 2008), ale także innych krajów (Koo, 2011, s. 25–30; 2013, s. 137–143). W związku z tym, że proces oddłużania jest długi, pułapka płynności staje się zjawiskiem trwałym i powodującym znaczne koszty, w tym długookresowe w warunkach niskiej skuteczności polityki pieniężnej.

Należy również zauważyć, że w warunkach pułapki płynności i DGNSP powiązanej z deflacją w pewnym stopniu zablokowane zostają dostosowania kursowe. W systemie płynnego kursu walutowego⁶⁶ deprecjacja potencjalnie mogłaby pomóc pobudzić gospodarkę i wyjść z pułapki płynności. Uznając jednak, że ważnym czynnikiem kształtującym kurs walutowy w krótkim okresie jest stopa procentowa, a ta nie może spaść w obliczu DGNSP, deprecjacja nie nastąpi. Osłabienie kursu jest natomiast możliwe na skutek oczekiwań kursowych, które w obecnych czasach odgrywają dużą rolę w kształtowaniu faktycznych zmian kur-

⁶⁴ Krugman nie docenia w swoich opracowaniach innych sposobów przezwyciężenia pułapki płynności, jak np. polityki fiskalnej, reform strukturalnych czy luzowania ilościowego. O działaniach polityki pieniężnej w tym zakresie będzie mowa w kolejnych rozdziałach.

⁶⁵ Krugman uznaje, że cel inflacyjny równy 2% jest zbyt niski i niewystarczający, aby stanowić antydeflacyjną barierę bezpieczeństwa w obliczu pułapki płynności w warunkach kryzysowych (Krugman, 2018, s. 17–18). Autor dokonuje szerszego przeglądu doświadczeń kryzysowych z 2008 r. w różnych krajach (Krugman, 2009).

⁶⁶ Wykorzystanie zmian kursu walutowego w systemie sztywnego kursu jako narzędzia polityki gospodarczej w warunkach deflacji będzie przedstawione w rozdziale 2.

su walutowego. W rozpatrywanych okolicznościach mogą zostać wzbudzone oczekiwania deprecjacyjne, m.in. na skutek wzrostu ryzyka i odpływu kapitału, które przekładając się na faktyczne osłabienie kursu, będą pozytywnie wpływać na wymianę handlową i tym kanałem oddziaływania pobudzać dynamikę realnego PKB i cen. Skala oddziaływania będzie zależeć od skali otwarcia danej gospodarki i udziału eksportu netto w tworzeniu PKB. Ponownie zatem ukazano, że od oczekiwań może zależeć skuteczność przewyciężenia pułapki płynności.

W prezentowanym wcześniej modelu AS-AD pułapka płynności może zostać zobrazowana jako pionowa część krzywej AD (Krugman, 1999; Wojtyła, 2001, s. 6). Standardowe ujemne nachylenie krzywej AD , które wynika z poniżej przedstawionej zależności (1.5), zostaje zaburzone:

$$P \downarrow \Rightarrow \frac{M}{P} \uparrow \Rightarrow R \downarrow \Rightarrow I, X \uparrow \Rightarrow Y \uparrow, \quad (1.5)$$

gdzie:

- P – poziom cen,
- $\frac{M}{P}$ – realna podaż pieniądza,
- R – realna stopa procentowa,
- e – kurs walutowy (wzrost oznacza aprecjację),
- I – inwestycje,
- X – eksport netto,
- Y – produkcja.

W pewnym punkcie wzrost realnej podaży pieniądza, wynikający ze spadku poziomu cen, nie przekłada się na spadek stopy procentowej, co wynika z dolnego ograniczenia nominalnych stóp procentowych. Nie zostają pobudzone ani inwestycje, ani poprzez kurs walutowy eksport netto. Powoduje to, że krzywa AD zmienia swoje nachylenie i staje się pionowa. W takiej sytuacji ekspansywna polityka pieniężna (wzrost nominalnej podaży pieniądza M) przesuująca krzywą AD do AD' nie powoduje wzrostu Y .

W kategoriach modelu IS-LM zgodnego z podejściem Hicksa (Krugman, 1999; Wojtyła, 2001, s. 6–7) pułapka płynności jest zobrazowana poprzez poziomą krzywą LM (por. rysunek nr 6 w podrozdziale 1.3.3)⁶⁷. Nachylenie to wynika z poziomej krzywej popytu na pieniądz, który jest doskonale elastyczny względem stopy procentowej. Wzrost podaży pieniądza nie wywołuje spadku

⁶⁷ Porównaj rozważania na temat DGNSP w odniesieniu do krzywej Phillipsa i na tle nowego modelu keynesowskiego w: (Rzońca, 2014, s. 259–261).

stopy procentowej i tym samym nie przekłada się na zwiększenie inwestycji, eksportu netto, a w konsekwencji produkcji. Zachwiana zostaje bowiem standardowa zależność determinująca skuteczność polityki pieniężnej w modelu, którą można zapisać w postaci formuły 1.6:

$$\frac{M}{P} \uparrow \Rightarrow \frac{M}{P} \downarrow \Rightarrow L \Rightarrow R \downarrow \Rightarrow \begin{cases} L_{tr} \uparrow \Rightarrow M = L, \\ I, X \uparrow \Rightarrow Y \uparrow, \end{cases} \quad (1.6)$$

gdzie:

oznaczenia jak wyżej,

L – realny popyt na pieniądź,

L_{tr} – transakcyjny popyt na pieniądź.

Ze względu na problem ZGNSP realna stopa procentowa nie może spaść poniżej pewnego poziomu – wyznaczonego przez różnicę między zerową wartością nominalnej stopy procentowej i stopą inflacji, co wywołuje wskazaną nieskuteczność w modelu IS-LM. Natomiast im wyższa będzie stopa inflacji, tym ten poziom będzie niższy, a problem ZGNSP w mniejszym stopniu będzie ograniczać pole manewru dla działań monetarnych. W takiej sytuacji i w odniesieniu do równowagi między inwestycjami i oszczędnościami rozróżnia się „słabą” i „mocną” wersję pułapki płynności. W pierwszej nominalne i realne stopy procentowe są niskie, ale dodatnie. W drugiej natomiast realna stopa procentowa równowagi (dla równowagi między inwestycjami i oszczędnościami) jest ujemna i aby osiągnąć produkcję potencjalną, potrzebne jest obniżenie realnej rynkowej stopy procentowej poniżej zera za pomocą inflacji (za: Wojtyna, 2001, s. 6).

Mając na uwadze ograniczenia wskazanych modeli⁶⁸, obecnie do opisu i analizy zjawisk zerowej granicy nominalnych stóp procentowych i pułapki płynności używane są również inne, bardziej złożone modele (por. np. Aruoba i Schorfheide, 2013)⁶⁹. Na ich podstawie dokonywane są symulacje, które pozwalają

⁶⁸ Krugman przedstawia trzy zasadnicze wady modelu IS-LM, w szczególności w odniesieniu do wyjaśniania pułapki płynności. Autor wskazuje, że model ten pomija standardy współczesnej myśli ekonomicznej. Po pierwsze, pomija międzyokresową naturę decyzji. Obecnie analizy ekonomiczne uwzględniają oczekiwania (przede wszystkim racjonalne), a sama istota pułapki płynności opiera się na oczekiwaniach deflacyjnych (por. ujęcie Svenssona). Po drugie, model pomija otwartość gospodarki, która w obecnych czasach istotnie determinuje skuteczność polityki pieniężnej i w konsekwencji wpływa na określanie zjawiska pułapki płynności. Po trzecie, model nie docenia roli pośrednictwa finansowego, które odgrywa kluczową rolę w mechanizmach dotyczących pułapki płynności (Krugman, 1998a, s. 138–139). Należy także dodać, że model wyraźnie nie uwzględnia zmian w dynamice ogólnego poziomu cen (które uwzględnia np. model AS-AD), jest zatem „bardzo” krótkookresowy i często określany mianem *ad hoc*. Wady modelu IS-LM zostały także przedstawione np. w: (Gali, 1992, s. 709-738; Romer, 2000).

⁶⁹ Autorzy badają zjawisko ZGNSP w ramach modelu DSGE dla Stanów Zjednoczonych w czasie i po kryzysie pierwszej dekady XXI w. Stwierdzają, że zjawisko to ma istotne znaczenie

oszacować prawdopodobieństwo wystąpienia, skalę oraz skutki omawianych zjawisk. Przeglądu omawianych modeli dokonuje Wojtyła (2001)⁷⁰. Wyniki prezentowanych badań nie są jednoznaczne, ponieważ różne modele wskazują na odmienny stopień zagrożenia ze strony zjawisk będących przedmiotem modelowania i symulacji. Można jednak na ich podstawie wysunąć kilka zasadniczych wniosków (por. Viñals, 2000, s. 124; IMF, 1999, s. 101), w szczególności dotyczących tego, że zagrożenia związane z pułapką płynności zależą od czynników, wśród których najczęściej wymienia się (Błaszczak, 2010a):

- wartość przeciętnej inflacji oraz celu inflacyjnego – im wyższa wartość inflacji, tym wyższa nominalna stopa procentowa oraz większa możliwość obniżania realnych stóp procentowych, w tym włączając poziom ujemny;
- wartość realnej, krótkookresowej stopy procentowej równowagi⁷¹ – im większa wartość, w tym dodatnia, tym większa możliwość pobudzenia gospodarki, m.in. bez konieczności obniżania rynkowej realnej stopy procentowej poniżej zera;
- siłę i uporczywość szoków deflacyjnych występujących w gospodarce – im większa siła i długość trwania szoku deflacyjnego, tym większe prawdopodobieństwo popadnięcia w pułapkę płynności;
- różnorodność kanałów transmisji polityki pieniężnej – ze względu na zablokowanie kanału stopy procentowej w obliczu dolnej granicy nominalnej stopy procentowej inne kanały (w tym głównie kanał oczekiwań inflacyjnych) mogą się okazać pomocne w uniknięciu pułapki płynności, jak również w jej przezwyciężeniu;
- możliwość wykorzystania innych niż polityka pieniężna narzędzi polityki gospodarczej, w szczególności polityki fiskalnej i kursowej – im szerszy wachlarz narzędzi możliwych do wykorzystania w obliczu nieskuteczności polityki pieniężnej, tym mniejsze zagrożenie ze strony pułapki płynności.

Jako uzupełnienie tak zdefiniowanej i ukazanej pułapki płynności i DGNSP szczególnie warto przedstawić poglądy Wernera na temat przyczyn nieefektywności oddziaływania redukcji stopy procentowej do wartości zerowej (lub innej dolnej) na gospodarkę. Są one w dużym stopniu zgodne ze współczesnymi uwarunkowaniami gospodarek światowych opartych w znacznej mierze na sferze finansowej (nie realnej). Analizując cztery szkoły ekonomii dotyczące: neutralności pieniądza, endogeniczności pieniądza, monetaryzmu i podejścia kredytowego, autor doszukuje się klarownego i zadowalającego wyjaśnienia rozpadu efektywności kombinacji polityki pieniężnej i fiskalnej, w szczególności dla warunków deflacyjnych.

⁷⁰ Przytaczane są modele m.in. takich autorów, jak: Fuhrer i Madigan, Orphanides i Wieland, Wolman, Reifschneider i Williams, McCallum czy Viñals.

⁷¹ Realna stopa procentowa równowagi zależy od wielu czynników. Wśród nich można wymienić m.in. przyrost siły roboczej, stopę postępu technologicznego oraz skłonność do oszczędzania.

trywanego problemu (Werner, 2005, s. 57–77). Proponuje własną interpretację, która opiera się na kluczowej roli banków komercyjnych w systemie finansowym, które w obecnych czasach są odpowiedzialne za kreację pieniądza, mimo że w znacznym stopniu go nie posiadają⁷². W konsekwencji, aby analizować kryzys bankowy i finansowy (jego przyczyny, mechanizmy, skutki i metody przeciwdziałania), należy zwrócić uwagę na powiązanie systemu bankowego z gospodarką w sferze makroekonomicznej. Na takich założeniach autor opiera swoje badania w zakresie pułapki płynności (Werner, 2005, s. 161–180).

W swoich rozważaniach Werner wykorzystuje zmodyfikowaną postać równania wymiany Fishera, które w oryginalnej wersji ma postać jak w równaniu 1.7 (Werner, 2005, s. 181):

$$M \cdot V = P \cdot T, \quad (1.7)$$

gdzie:

- M – ilość pieniądza w obiegu, aktualnie używanego w transakcjach,
- V – szybkość przeprowadzanych transakcji,
- T – ilość transakcji,
- P – średnia cena za transakcję.

W konsekwencji prawa strona równania oznacza wartość wszystkich transakcji w gospodarce, a lewa – ilość pieniądza wykorzystywanych do tych transakcji, czyli ten zasób, który zmienia właściciela (nie cała podaż pieniądza). Z czasem jednak prawa część równania została skorygowana, m.in. za sprawą ekonomistów z Cambridge University (w tym Pigou), w ten sposób, że zaczęto uwzględniać całość wydatków nominalnych, które mają odzwierciedlenie w PKB.

Taka wersja jest obecnie powszechnie używana przez wielu ekonomistów na całym świecie, w szczególności należących do głównego nurtu makroekonomii. Jest ona jednak wadliwa ze względu na to, że uwzględnia jedynie transakcje dotyczące PKB, a nie ich całokształt. Pomija przede wszystkim transakcje finansowe, na które zwracali uwagę m.in. Keynes i Fisher (za: Werner, 2005, s. 182)⁷³. Konieczna jest zatem dezagregacja równania Fishera na transakcje dotyczące nominalnego PKB, a zarazem realnej sfery gospodarki (oznaczona indeksem dolnym „ r ”) oraz dotyczące transakcji nie objętych PKB, głównie finansowe (oznaczone indeksem dolnym „ f ”). Można zatem zapisać jak w równaniach 1.8–1.11:

⁷² Porównaj inne opracowanie autora na temat roli banków komercyjnych we współczesnej gospodarce (Werner, 2016, s. 361–379).

⁷³ Rozróżnienia między transakcjami realnymi i finansowymi dokonują także m.in. Allen, Cramer, Niggle, Selden, Spindt oraz Stone i Thornton (za: Werner, 2005, s. 183).

$$M \cdot V = M_r \cdot V_r + M_f \cdot V_f, \quad (1.8)$$

$$P \cdot T = P_r \cdot T_r + P_f \cdot T_f, \quad (1.9)$$

$$M_r \cdot V_r = P_r \cdot T_r, \quad (1.10)$$

$$M_f \cdot V_f = P_f \cdot T_f, \quad (1.11)$$

gdzie:

$P_r \cdot T_r$ – nominalna wartość PKB,

V_r – *constant* (stabilna w czasie szybkość obiegu pieniądza w transakcjach realnych).

W ujęciu dynamicznym można zapisać ją w równaniach 1.12–1.15:

$$\Delta M \cdot V = \Delta M_r \cdot V_r + \Delta M_f \cdot V_f, \quad (1.12)$$

$$\Delta(P \cdot T) = \Delta(P_r \cdot T_r) + \Delta(P_f \cdot T_f), \quad (1.13)$$

$$\Delta M_r \cdot V_r = \Delta(P_r \cdot T_r), \quad (1.14)$$

$$\Delta M_f \cdot V_f = \Delta(P_f \cdot T_f). \quad (1.15)$$

Zapis 1.14 oznacza, że zmiana ilości pieniądza wykorzystywanej do transakcji opartych na PKB jest równa zmianie nominalnej wartości PKB, natomiast zmiana ilości pieniądza wykorzystywanej do transakcji poza PKB jest równa wartości tychże transakcji (1.15). Takie ujęcie wyjaśnia m.in. często obserwowany w ostatnich czasach spadek szybkości obiegu pieniądza, w szczególności w warunkach niskiej i stabilnej inflacji, a wraz z nim słabą reakcję PKB na wzrosty podaży pieniądza. Wynika to z faktu, że wzrost ilości podaży pieniądza jest często wykorzystywany do transakcji finansowych, a nie realnych. Skutkuje to np. wzrostem cen aktywów (często w postaci bąbli spekulacyjnych), a nie przekłada się na wzrost wartości PKB (również cen konsumpcyjnych). Posługując się błędnym równaniem o postaci 1.16 i przy założeniu, że M rośnie, a $P_r \cdot T_r$ jest stabilne, można dostrzec pozorny spadek V . Wynika on z błędnego wykorzystania równania Fishera i braku uwzględnienia jego dezagregacji powyżej prezentowanej.

$$M \cdot V = P_r \cdot T_r. \quad (1.16)$$

Dla celów dalszej analizy związanej z pułapką płynności należy przyjąć kolejne założenie dotyczące równania Fishera, a mianowicie że trzeba w nim uwzględnić nie całokształt podaży pieniądza, ale tę jej część, która jest aktualnie wykorzystywana do przeprowadzania transakcji realnych i finansowych oraz reprezentuje bieżącą, nową, efektywną siłę nabywczą. Najczęściej jednak w tej roli wykorzystywane są różne agregaty pieniądza (od M_0 do M_4), czego przykładami są chociażby badania Fishera czy Keynesa (Werner, 2005, s. 186–189). Werner, wskazując wady tego podejścia (w tym m.in. zbyt szeroki zakres agregatów) (Werner, 2005, s. 187–191), stwierdza, że ilość pieniądza używana do transakcji może wzrosnąć jedynie dzięki kreacji kredytu przez banki, która ma bezpośredni wpływ na wartość transakcji, popyt i w konsekwencji ceny. Tylko taka część podaży pieniądza jest wykorzystywana do transakcji (nie są to np. obligacje rządowe czy zadłużenie przedsiębiorstw) i w związku z tym jest zgodna z istotą równania wymiany Fishera. W związku z tym w prezentowanych wzorach podaż pieniądza (M) powinna być zastąpiona kredytem (C).

Jeśli zatem kreacja kredytu zostanie zablokowana, liczba i wartość przeprowadzanych transakcji spada i w konsekwencji obniża się także produkcja, jak i ceny. Gdy taka sytuacja wynika z intencji banków komercyjnych, jest określana mianem racjonowania kredytu i może być charakterystyczna w sytuacji nierównowagi na rynku pieniężnym, w której popyt przewyższa podaż. Wtedy nie cena pieniądza, czyli stopa procentowa, jest kluczowa i oddziałuje na rynek dóbr i usług oraz finansowy, ale zmienna ilościowa po stronie podaży. Jest to typowe dla sytuacji, gdy na rynku nie ma doskonałej informacji, a popyt i podaż nie mogą swobodnie i automatycznie dostosowywać się w krótkim okresie. Z pewnością do takich rynków można zaliczyć rynek kredytowy, dla którego typowe są zjawiska selekcji negatywnej i ryzyka nadużycia.

Banki, głównie komercyjne, skłonne są do racjonowania kredytu, czyli ograniczenia jego dostępności dla bardziej ryzykownych podmiotów, niekoniecznie posługują się instrumentem cenowym – stopą procentową. Racjonowanie kredytu jest faktem niezaprzeczalnym, chociażby ze względu na to, że wiele podmiotów ubiegających się o kredyt nie otrzymuje go ze względu na niespełnienie wymogów kredytowych banków (mając często zdolność kredytową). Skala tego zjawiska zależy od wielu czynników, które wynikają z niepewności funkcjonowania banków komercyjnych. Z pewnością do jego znacznego wzrostu przyczyniają się uwarunkowania kryzysowe w gospodarce. Wtedy może dojść do skrajnej sytuacji, gdy ze względu na duże ryzyko nawet obniżenie stopy procentowej do zera nie pobudza akcji kredytowej. Racjonowanie kredytu osiąga wysoki poziom, a zarazem dostępność kredytu znacznie spada⁷⁴. Dochodzi do rozumianej

⁷⁴ Należy również uwzględnić sytuację, gdy kredyt będzie racjonowany nie w obu sektorach, ale selektywnie albo w sferze realnej, albo finansowej. W sytuacji gdy racjonowanie będzie dotyczyć tej pierwszej sfery, można również dopatrywać się swoistej nieefektywności wpływu stopy

w specyficzny sposób pułapki płynności. Zwiększenie podaży pieniądza w obliczu zerowej stopy procentowej, ze względu na zablokowanie kanału kredytowego, nie jest skutecznym sposobem na pobudzenie gospodarki (m.in. PKB i poziomu cen). Kryzys bankowy i finansowy powiązany z udzielaniem złych kredytów może także zwiększać stopień racjonowania kredytu w sposób długookresowy. Banki z własnej inicjatywy lub na skutek ustanowienia regulacji przez państwo ostrożniej kreują kredyty, zmniejszając ich dostępność dla podmiotów gospodarczych. Może to negatywnie wpływać na długookresową dynamikę dochodu narodowego, a także na rozmiary transakcji finansowych nie uwzględnione w PKB.

Warto uzupełnić, że w literaturze przedmiotu (Duwendag, Ketterer, Kusters, Pohl i Simmert, 1996, s. 206–215) wskazuje się na podział racjonowania kredytu ze względu na przyczynę na:

- wynikające z zastosowania środków administracyjnych – przykładem może być ustalanie pułapów kredytowych w odniesieniu do ilości i (lub) ceny;
- wynikające z przejściowej nierównowagi na rynku kredytowym – w szczególności ekspansywna polityka pieniężna wywołuje zwiększenie akcji kredytowej z opóźnieniem, ponieważ banki komercyjne np. potrzebują czasu na weryfikację dodatkowych wniosków kredytowych, w wyniku czego przez pewien krótki okres dostępność kredytu jest mniejsza niżby to wynikało z charakteru prowadzonej polityki pieniężnej;
- występujące w równowadze na rynku kredytowym – nawet w stanie równowagi (gdy stopy procentowe, podaż kredytu i popyt na kredyt są niezmiennie) na rynku występuje duże ryzyko wynikające z asymetrii informacji (ryzyko nadużycia, selekcja negatywna), które prowadzi do ograniczenia kredytu przez banki. W warunkach ryzyka banki uznają pewną stopę oprocentowania za optymalną. Nie są skłonne do jej podnoszenia, gdyż uznają, że wzrośnie liczba niespłaconych kredytów⁷⁵ i wynikające z tego straty przewyższą korzyści w postaci wyższych wpływów z odsetek. Nawet zatem wzrost popytu na kredyt nie będzie wywoływać wzrostu stopy procentowej, lecz spowoduje ograniczenie jego dostępności. Skala racjonowania kredytu będzie tym większa, im większe będzie ryzyko i asymetria informacji na rynku kredytowym. Taka sytuacja jest charakterystyczna przede wszystkim w przypadku kryzysów: bankowego, finansowego czy gospodarczego. To głównie ten rodzaj racjonowania wiąże się z pułapką płynności i spiralą deflacyjną.

procentowej na gospodarkę. Kreacja kredytu, występując głównie w kierunku sfery finansowej, nie wpływa na PKB i jego składniki. Porównaj wcześniej omówiony pozorny spadek szybkości obiegu pieniądza.

⁷⁵ Przy rosnącej stopie procentowej kredytobiorcy będą realizować bardziej ryzykowne i zyskowne projekty, aby móc sprostać rosnącemu kosztowi kredytu.

Należy również podkreślić, że Werner oddziela dynamikę cen aktywów od cen dóbr i usług konsumpcyjnych w kontekście ukierunkowania kreacji kredytu. Nie oznacza to, że nie są one powiązane. Przeciwnie, założmy, że mamy do czynienia z tworzeniem i następnie pęknięciem bąbla spekulacyjnego. Ceny aktywów początkowo znacznie wzrastają, np. na skutek kreacji kredytu na cele transakcji finansowych i utrzymują się powyżej wartości fundamentalnej⁷⁶. Następnie bąbel spekulacyjny pęka i ceny aktywów nagle spadają. Kredytobiorcy tracą zdolność kredytową i wzrasta ryzyko niespłacenia zadłużenia. Rośnie zatem liczba złych kredytów, co prowadzi do niestabilności systemu bankowego i finansowego, która z kolei wywołuje opisane wyżej zjawisko racjonowania kredytu, także w kierunku transakcji realnych. Banki bowiem mają większą awersję do ryzyka i stają się bardziej ostrożne w udzielaniu kredytów podmiotom sfery prywatnej, które w związku z tym ograniczają swój popyt na dobra i usługi konsumpcyjne czy też środki produkcji. W konsekwencji może to prowadzić do deflacji. Mechanizm ten wpisuje się w przyczyny deflacji przedstawione w podrozdziale 1.2.

Warto odnotować, że jeszcze kilkanaście lat temu podważano istotność zjawisk DGNSP i pułapki płynności, uznając je raczej za koncepcje teoretyczne i marginalnie występujące w rzeczywistości. W literaturze weryfikacja istotności zjawisk polegała m.in. na badaniu częstości wykorzystania ujemnych krótkoterminowych realnych stóp procentowych w działaniach z zakresu polityki gospodarczej (IMF, 1999, s. 100–101; Viñals, 2000, s. 123–129). Wyniki badań wskazywały, że o ile w praktyce ogólnoswiatowej stosowane były ujemne realne stopy procentowe, o tyle były to, po pierwsze, przede wszystkim stopy w ujęciu *ex post*, a po drugie, miało to miejsce, gdy inflacja była wysoka⁷⁷, a wzrost produkcji znaczny. Podobne wnioski wysuwano również dla długoterminowych stóp procentowych (Edey, Funke, Kennedy i Palerm, 1995, s. 10, 16–19). Doświadczenia ostatnich lat pokazały jednak praktyczne znaczenie DGNSP i pułapki płynności. Najlepszym przykładem jest tutaj przypadek Japonii, która od ponad dwóch dekad zmagają się z zagrożeniami deflacyjnymi w obliczu DGNSP i pułapki płynności. Konwencjonalna polityka pieniężna nie jest w tym kraju skutecznym narzędziem oddziaływania na zjawiska gospodarcze (m.in. dynamikę cen i dochodu narodowego). Potwierdzeniem praktycznego znaczenia DGNSP jest również niedawny kryzys gospodarczy, na skutek którego w wielu krajach

⁷⁶ Wartość fundamentalna może być wyznaczana np. przez takie czynniki, jak stopa zwrotu z zainwestowanego kapitału czy realna stopa procentowa. W szczególności w warunkach niskiej i stabilnej inflacji mogą się tworzyć sprzyjające warunki do wzrostu cen aktywów, poprzez nadmierny optymizm podmiotów gospodarczych i podejmowanie przez nie bardziej ryzykownych decyzji inwestycyjnych. O czynnikach determinujących ceny aktywów (fundamentalnych i spekulacyjnych) zob.: (IMF, 1999, s. 117–123).

⁷⁷ W takiej sytuacji nominalne stopy procentowe mogą być na wysokim poziomie i istnieje możliwość ich obniżania. Problem ZGNSP traci więc na znaczeniu.

na całym świecie inflacja spada do poziomu zerowego, a nawet pojawiła się deflacja. W odpowiedzi na złą sytuację gospodarczą (w wielu przypadkach nastąpił spadek PKB) i zagrożenia deflacyjne banki centralne obniżyły swoje nominalne stopy procentowe do wartości równych, a nawet niższych od zera, tracąc możliwość dalszej ekspansji tym kanałem oddziaływania. Wykorzystanie ujemnych realnych stóp procentowych w obliczu deflacji było praktycznie niemożliwe. Jednocześnie doświadczenia z kryzysu pierwszej dekady XXI w. stanowią przełom we współczesnej bankowości centralnej. Zerowa granica nominalnych stóp procentowych została zastąpiona dolnym, ujemnym ograniczeniem, którego uniwersalnej wartości nie można jednoznacznie określić. Możliwe, że w przyszłości granica ta zostanie obniżona, tym samym zwiększając pole manewru dla ekspansywnej polityki pieniężnej, którą można uznać za konwencjonalną.

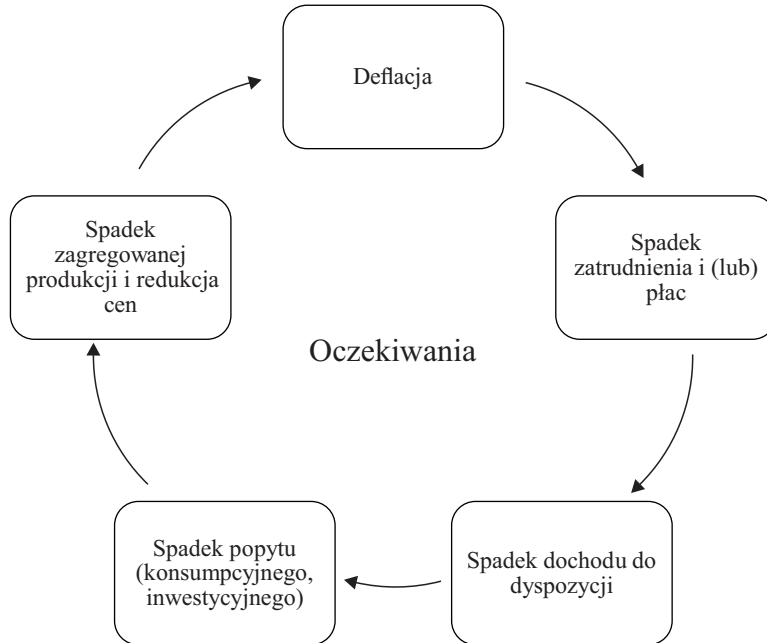
1.3.3. Spirala deflacyjna

Literatura przedmiotu w przypadku dynamiki ogólnego poziomu cen wskazuje na możliwość wystąpienia spirali zarówno inflacyjnej, jak i deflacyjnej. Obecnie tę drugą uznaje się za groźniejszą i bardziej prawdopodobną w praktyce, w szczególności wśród krajów wysoko rozwiniętych⁷⁸. Ogólnie rzecz ujmując, spiralę deflacyjną można określić jako sprzężenie zwrotne między spadającymi cenami i spadającą zagregowaną produkcją. Z jednej strony deflacja, poprzez dostosowania m.in. w zatrudnieniu, płacach i popycie, jest przyczyną spadku produkcji, a z drugiej strony spadek dochodu narodowego jest przyczyną deflacji (rysunek nr 5). Powstaje zatem samonapędzający się mechanizm przyczynowo-skutkowy, który trudno jest przerwać, mając na uwadze zjawiska, o których była mowa w tym rozdziale, m.in. SPNW, DGNSP, pułapkę płynności czy proces kumulatywnego spadku cen w ujęciu Wicksella. Spirala ta zatem może prowadzić do skrajnej sytuacji ujemnej dynamiki ogólnego poziomu cen, zwiększając znacznie trwałość, wielkość i koszty zjawiska deflacji.

Podstawowy mechanizm spirali deflacyjnej można przedstawić jak na rysunku nr 5. Wystąpienie ujemnej dynamiki ogólnego poziomu cen wymusza dostosowanie płac. Może być ono niemożliwe lub utrudnione ze względu na SPND. W konsekwencji następuje redukcja dochodu podmiotów gospodarczych, co dalej się przekłada na spadek popytu. Prowadzi to do obniżenia zagregowanej produkcji i dalszej redukcji cen przez producentów, która dalej przekłada się na spadek ogólnego poziomu cen, czyli deflację. Mechanizm powtarza się, prowadząc do coraz głębszej deflacji. Konieczna jest reakcja władz gospodarczych, która jest utrudniona m.in. ze względu na DGNSP.

⁷⁸ W takich krajach często występuje bowiem prawny zakaz monetyzowania deficytu budżetowego, co w dużym stopniu ogranicza możliwość wystąpienia spirali inflacyjnej i hiperinflacji.

W każdej fazie jej cyklu powinny być uwzględnione oczekiwania. Przykładowo, oczekiwania co do trwałości i wielkości deflacji będą wpływać na skalę redukcji zatrudnienia i płac, z kolei oczekiwania co do spadku płac i zatrudnienia będą determinować skalę redukcji popytu przez gospodarstwa domowe i przedsiębiorstwa itd. Oczekiwania zatem stanowią ważny element spirali deflacyjnej i mogą zarówno powodować napędzanie się spirali, jak i jej przerwanie (gdy będą pozytywne, np. co do perspektyw dynamiki zagregowanej produkcji czy cen).



Rysunek nr 5. Podstawowy mechanizm spirali deflacyjnej

Powyższy mechanizm może być powodowany i napędzany, oprócz oczekiwań, przez różne czynniki. Pojęcie spirali deflacyjnej nie jest zatem jednorodne. Można wyróżnić kilka jej rodzajów ze względu na przyczyny i mechanizmy transmisji. Ogólnie jednak rzecz ujmując można powiedzieć, że wszystkie z poniżej wskazanych wynikają z problemu koordynacji działań podmiotów gospodarczych w zakresie oszczędności, redukcji kosztów i długu oraz racjonalizacji kredytu., a ten z kolei – ze zbiorowych zachowań, tzw. „zwierzęcych instynktów”⁷⁹. Ponadto wyróżnienie rodzajów spirali deflacyjnej nie oznacza,

⁷⁹ Pod pojęciem „zwierzęcych instynktów” można rozumieć, często trudne do rozpoznania z ekonomicznego punktu widzenia w odniesieniu do przyczyn, zbiorowe „fale” optymizmu lub pesymizmu, które determinują procesy w skali makroekonomicznej. Wynikają one ze zbiorowych

że w praktyce występują one rozdzielnie. Przeciwnie, mogą one być powiązane i komplikować makroekonomiczne mechanizmy gospodarcze w warunkach deflacji. Warto zatem wyróżnić następujące spirale deflacyjne dotyczące (de Grauwe, 2009, s. 3):

- oszczędności,
- redukcji kosztów,
- deflacji długu,
- kredytu bankowego.

Pierwszy z rodzajów dotyczy chęci zwiększania oszczędności przez podmioty prywatne. Jeśli są to nieliczne przypadki i zostanie osiągnięty pożądany poziom oszczędności, to analizowany tutaj problem nie występuje. Sytuacja zmienia się, gdy chęć oszczędzania dotyczy szerokiego spektrum podmiotów i decyzje oszczędnościowe nie są skoordynowane, tzn. występują jednocześnie i na dużą skalę (nie są np. w sposób planowy rozłożone w czasie). Może to wynikać ze „zwierzęcych instynktów”, np. chęci zabezpieczenia się przed sytuacją kryzysową. Zbiorowa chęć oszczędzania (w formule 1.17 oznaczona jako $S^e \uparrow$) prowadzi do ograniczenia wydatków głównie konsumpcyjnych, a także inwestycyjnych ($C \downarrow, I \downarrow$), co z kolei ma negatywne skutki w dynamice zagregowanej produkcji i cen ($Y \downarrow, P \downarrow$). Następnie redukcja dochodu powoduje dalszą chęć oszczędzania. Oszczędności bowiem są funkcją dochodu, a skoro dochód spada, to oszczędności spadają ($S \downarrow$), a przynajmniej nie wzrastają w pożądany przez podmioty sposób. Mechanizm samoczynnie powtarza się przy coraz gorszej dynamice zagregowanej produkcji i cen, stąd określenie „spirali”. Cały proces można zatem zapisać przy pomocy formuły 1.17. W takiej sytuacji, zgodnie z istotą paradoksu oszczędności, pożądany byłby ich spadek, co prowadziłoby do zwiększenia dynamiki produkcji i cen:

$$S^e \uparrow \Rightarrow C \downarrow, I \downarrow \Rightarrow Y \downarrow, P \downarrow \Rightarrow S \downarrow \Rightarrow S^e \uparrow \dots \quad (1.17)$$

Drugi rodzaj spirali deflacyjnej wynika z chęci redukcji kosztów przez przedsiębiorstwa (w formule 1.18 wykorzystano oznaczenie: $K^e \downarrow$). Jeśli są to nieliczne przypadki, wtedy analizowany tutaj problem nie występuje, a poszczególne firmy mogą nawet zwiększyć swoje zyski. Jeśli jednak chęć redukcji kosztów odbywa się na szeroką skalę i wynika ze „zwierzęcych instynktów”, a towarzyszy temu brak koordynacji (na wzór poprzedniego rodzaju spirali), wtedy mogą wystąpić poważne i negatywne konsekwencje makroekonomiczne. Występuje bowiem redukcja wynagrodzenia (W) i (lub) zatrudnienia (E) (por. SPND), co się przekłada na ograniczenie zagregowanego popytu i produkcji. W konse-

obaw, braku wzajemnego zaufania (do innych podmiotów gospodarczych) oraz awersji do szeroko pojętego ryzyka w działaniach gospodarczych (por. Akerlof i Shiller, 2010; Keynes, 2003, s. 142–143).

kwencji spadku popytu i konieczności redukcji cen zyski przedsiębiorstw spadają i wymuszają dalszą redukcję kosztów. Cały proces powtarza się, prowadząc gospodarke do coraz gorszej sytuacji. Opisany mechanizm można zapisać przy pomocy formuły 1.18. Sytuacja jest tym bardziej niekorzystna, że może dodatkowo występować opisane wcześniej zjawisko sztywności płac nominalnych w dół, w którego obliczu redukcja płac może być niemożliwa i redukcja kosztów będzie się dokonywać głównie przez redukcję zatrudnienia. W konsekwencji SPND mogą zwiększać negatywne skutki spirali niniejszego typu:

$$K^e \downarrow \Rightarrow W \downarrow, E \downarrow \Rightarrow C \downarrow, I \downarrow, Y \downarrow, P \downarrow \Rightarrow Z \downarrow \Rightarrow K^e \downarrow \dots \quad (1.18)$$

Trzeci rodzaj spirali deflacyjnej dotyczy chęci redukcji długu przez podmioty prywatne (por. recesja bilansowa) (w formule 1.19 oznaczono jako $D^e \downarrow$). Jeśli są to nieliczne przypadki, wtedy analizowany problem makroekonomiczny nie występuje. Jeśli jednak „uruchomione” zostaną „zwierzęce instynkty” i z jakichś przyczyn decyzje te dotyczą szerszego zakresu zbiorowości, zjawisko może mieć duże znaczenie dla całej gospodarki. Nastąpi bowiem wyprzedaż aktywów na szeroką skalę, co doprowadzi do ich spadku cen ($Pa \downarrow$), dług jednak nie spada lub dzieje się to w niezadowalającym stopniu ($D \uparrow$). Aby ograniczyć dług, muszą nastąpić dalsze wyprzedaże, które przyczynią się również do redukcji popytu prywatnego i w konsekwencji do redukcji dynamiki zagregowanej produkcji i cen ($Y \downarrow, P \downarrow$). Cały powtarzający się proces można zapisać przy pomocy formuły 1.19.

$$D^e \downarrow \Rightarrow Pa \downarrow \Rightarrow C \downarrow, I \downarrow, Y \downarrow, P \downarrow \Rightarrow D \uparrow \Rightarrow D^e \downarrow \dots \quad (1.19)$$

Czwarty rodzaj spirali deflacyjnej wynika z mechanizmów udzielania kredytów przez banki i został zasadniczo przedstawiony w podrozdziale 1.3.2 w kontekście racjonowania kredytu i podejścia do pułapki płynności prezentowanego przez Wenera. Problem nie występuje, jeśli niewiele i niezbyt dużych banków chce ograniczyć ryzyko poprzez ograniczenie dostępności udzielanych kredytów (głównie banki starają się zidentyfikować najbardziej ryzykownych kredytobiorców). Wtedy sytuacja w sektorze bankowym poprawia się i pozytywnie przekłada się na całą gospodarke. Jeśli jednak nie występuje zjawisko koordynacji, dodatkowo towarzyszy temu panika w sektorze bankowym, problem może dotyczyć całej gospodarki. Racjonowanie kredytu (w formule 1.20 oznaczono jako $Kr \downarrow$) ogranicza m.in. inwestycje i w konsekwencji dynamikę zagregowanej produkcji i cen ($I \downarrow, Y \downarrow, P \downarrow$). Sytuacja ekonomiczna podmiotów gospodarczych (przedsiębiorstw, konsumentów) ulega pogorszeniu i często stają się one niewypłacalne. Banki, stojąc w obliczu coraz większej liczby potencjalnie złych kredytów ($ZKr \uparrow$), pogłębiają akcję racjonowania kredytu, a cały

mechanizm spirali powtarza i pogłębia się. Tak przedstawiony proces można zapisać jak w formule 1.20:

$$Kr\downarrow \Rightarrow I\downarrow, Y\downarrow, P\downarrow \Rightarrow ZKr\uparrow \Rightarrow Kr\downarrow \dots \quad (1.20)$$

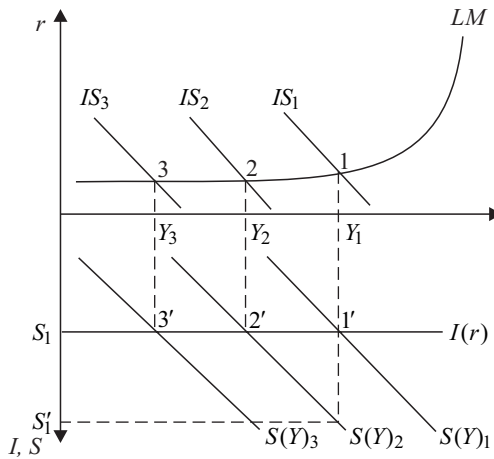
Poszczególne spirale deflacyjne nie wystąpiłyby, gdyby istniała koordynacja działań podmiotów gospodarczych. Wręcz przeciwnie, system bankowy, finansowy i gospodarczy uległy usprawnieniu. W praktyce jednak za sprawą „zwierzęcych instynktów” występują fale optymizmu i pesymizmu, które sprawiają, że podmioty podejmują decyzje masowo. Dodatkowo należy zaznaczyć, że w literaturze przedmiotu pierwsze dwa z omawianych rodzajów spirali deflacyjnej są określane mianem deflacji przepływów (ang. *flow deflation*), a dwa kolejne mianem deflacji zasobów (ang. *stock deflation*) (de Grauwe, 2009, s. 6–8). Poważnym problemem jest, gdy oba rodzaje współwystępują, wtedy przerwanie mechanizmu samonapędzającej się spirali jest znacznie utrudnione, w szczególności bez ingerencji państwa.

Przykładowo założmy, że występuje duże zadłużenie podmiotów gospodarczych (przedsiębiorstw i gospodarstw domowych), które wywołuje m.in. wyprzedaż aktywów (zob. spirala długu). Konsumenci dążą do zwiększenia oszczędności (zob. spirala oszczędności) i zarazem przedsiębiorstwa dążą do redukcji kosztów (zob. spirala kosztów). W obliczu opisywanej nieskuteczności obu działań dług nie spada. W takiej sytuacji pomocne w przerwaniu spirali deflacyjnej mogłyby się okazać banki. Z jednej strony zwiększenie kreacji kredytu (niższe oprocentowanie i większa dostępność) spowodowałoby, że gospodarstwa domowe – ze względu na niskie oprocentowanie kredytów i depozytów – ograniczyłyby oszczędzanie (przynajmniej nie dokonując tego w sposób masowy i nagły) i zaczęłyby zwiększać wydatki, co pobudziłoby gospodarkę (produkcję i ceny). Z drugiej strony przedsiębiorstwa wobec taniego kredytu i postrzegając go jako dobre perspektywy inwestycyjne, nie musiałyby w sposób masowy i nagły zredukować zadłużenia i kosztów (głównie w odniesieniu do zatrudnienia). Jeśli jednak występowałaby również kolejna spirala deflacyjna w postaci racjonowania kredytu, banki nie byłyby skłonne do udzielania kredytów na dużą skalę, a dodatkowo – w obliczu DGNP – do obniżania stóp procentowych. Mechanizm spirali deflacyjnej trwałby nadal, popychając gospodarkę do coraz gorszej sytuacji. Sprawny system bankowy staje się warunkiem poprawy realnej sfery gospodarki w obliczu kryzysu powiązanego ze spiralą deflacyjną. Banki komercyjne, ogólnie rzecz ujmując, odgrywają ogromną rolę w sprawnym funkcjonowaniu gospodarki opartej na współczesnym mechanizmie rynkowym. Taki wniosek jest zgodny z prezentowanymi już w tym opracowaniu poglądami Wernera.

Mechanizmy nakładania się poszczególnych rodzajów spirali deflacyjnej można przedstawić, wykorzystując model IS-LM. Mimo swoich wad jest to mo-

del, który był formułowany i stosowany głównie w czasach dużych zachwiał i kryzysów gospodarczych i można przy jego pomocy odzwierciedlić m.in. pułapkę płynności czy paradoks oszczędności Keynesa.

Dla uproszczenia rozpatrzmy trzy z czterech rodzajów spirali deflacyjnej, wyłączając spiralę dotyczącą redukcji kosztów. Przyjmijmy także, że występuje pułapka płynności, będąca odzwierciedleniem problemów w sektorze bankowym i racjonowania kredytu, reprezentowana przez poziomą część krzywej LM . Do celów analizy w dolnej części wykresu modelu IS-LM dodatkowo zostaną zobrazowane dwie krzywe dotyczące inwestycji $I(r)$ i oszczędności $S(Y)$ ⁸⁰. Zgodnie z założeniami ich równość wyznacza równowagę w modelu i gospodarce (rysunek nr 6).



Rysunek nr 6. Nakładanie się spirali deflacyjnych przepływów i zasobów w modelu IS-LM w warunkach pułapki płynności

Źródło: Na podstawie: (de Grauwe, 2009, s. 11).

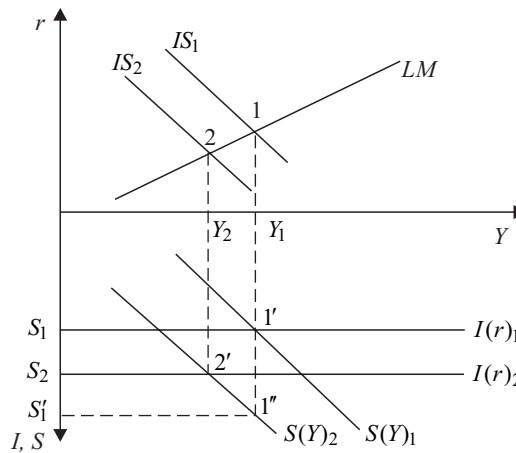
Wyjściowy punkt równowagi 1 jest określony przez zrównanie oszczędności i inwestycji w punkcie $1'$. Konsumenci, dążąc do ograniczenia zadłużenia, chcą zwiększyć oszczędności (pożądany wzrost oszczędności na osi pionowej w dolnej części oznaczono jako różnicę między S_1' i S_1), krzywa $S(Y)$ przesuwają się w lewo do położenia $S(Y)_2$. Ponieważ mamy do czynienia z pułapką płynności, stopa procentowa nie zmienia się (lub początkowo nieznacznie) i inwestycje nie reagują, krzywa $I(r)$ nie zmienia położenia. W konsekwencji krzywa IS przesuwają

⁸⁰ Ponieważ oszczędności są funkcją dochodu, krzywa $S(Y)$ jest pozytywnie nachylona (względem osi dochodu). Inwestycje z założenia są funkcją stopy procentowej, a nie dochodu i w związku z tym krzywa $I(r)$ jest pozioma. Jest to uproszczenie, m.in. ze względu na fakt, że we współczesnych czasach duże znaczenie w procesie inwestycyjnym ma kwestia ryzyka.

wa się w lewo do położenia IS_2 , wywołując spadek dochodu (z Y_1 do Y_2), co z kolei uniemożliwia zwiększenie oszczędności, które pozostają na poziomie S_1 .

Jeśli bodźcem do oszczędzania nie byłaby redukcja zadłużenia, a jedynie chęć poczynienia dodatkowych oszczędności na przyszłe wydatki (np. w kontekście wygładzania konsumpcji w czasie), wtedy punkty 2 i 2' wyznaczałyby nową, stabilną w czasie równowagę w gospodarce (nałożenie się spirali długu i oszczędności nie miałyby miejsca). Ponieważ jednak w analizowanym przypadku konsumenci będą się starali nadal ograniczać zadłużenie, nastąpi ponowne przesunięcie krzywych $S(Y)$ i IS w lewo (odpowiednio do położenia $S(Y)_2$ i IS_2). Na skutek nałożenia się spirali deflacyjnej obu typów (zasobów i przepływów) i w obliczu braku redukcji zadłużenia, proces będzie trwał w nieskończoność, a gospodarka będzie znajdowała się w coraz gorszej sytuacji.

Założmy teraz, że spirale zasobów i przepływów (dokładnie spirala długu i spirala dotycząca oszczędności) nakładają się, ale w warunkach braku pułapki płynności, braku DGNSP i sprawnie działającego systemu bankowego (rysunek nr 7). Wyjściowy punkt równowagi 1 jest określony przez zrównanie oszczędności i inwestycji w punkcie 1'.



Rysunek nr 7. Spirale deflacyjne długu i oszczędności w modelu IS-LM

Źródło: Na podstawie: (de Grauwe, 2009, s. 13).

Konsumenci, dążąc do ograniczenia zadłużenia, chcą zwiększyć oszczędności (pożądany wzrost oszczędności na osi pionowej, w dolnej części oznaczono jako różnicę między S'_1 i S_1), krzywa $S(Y)$ przesuwa się w lewo do położenia $S(Y)_2$. Ponieważ w tym przypadku stopa procentowa spada (brak pułapki płynności i DGNSP), inwestycje wzrastają, krzywa $I(r)$ przesuwa się z położenia $I(r)_1$ do położenia $I(r)_2$. W konsekwencji krzywa IS przesuwa się w lewo po-

łożenia IS_2 , co wywołuje spadek dochodu z Y_1 do Y_2 , który w pewnym stopniu hamuje pożądany wzrost oszczędności (z S_1 do S'_1). W tym jednak przypadku, dzięki obniżeniu stopy procentowej, następuje faktyczny wzrost oszczędności z S_1 do S_2 , jednak niższy niż oczekiwany. Zadłużenie konsumentów zostaje zredukowane. Proces zwiększania oszczędności w punktach równowagi 2 i 2' będzie trwał tak długo, aż zostanie osiągnięty pożądany poziom zadłużenia (lub nadwyżki). W przypadku braku pułapki płynności i DGNSP i w warunkach sprawnie działającego systemu bankowego proces spirali deflacyjnej powiązanej z pogarszającą się sytuacją gospodarczą nie trwa w nieskończoność. To system bankowy jest bodźcem przerwania spirali deflacyjnej powiązanej często z kryzysem finansowym i gospodarczym. W związku z tym potrzebna jest odpowiednia polityka pieniężna, regulacyjna i makroostrożnościowa.

1.4. Diagnoza skutków i ocena rodzaju deflacji

Rozważania przeprowadzone w tym rozdziale wskazują, że deflacja może być zjawiskiem szkodliwym, które wywołuje nie tylko koszty ekonomiczne, ale i innego rodzaju, jak np. społeczne czy polityczne⁸¹. Warto w tym miejscu dokonać podsumowania i zestawienia skutków deflacji oraz podjąć próbę uporządkowania i wyodrębnienia jej rodzajów. Należy zaznaczyć, że skutki deflacji dotyczą przede wszystkim kosztów i w mniejszym stopniu korzyści oraz mogą być zarówno krótko-, jak i długookresowe. W takim ujęciu rozpatruje je m.in. Rzońca (2004, s. 24–28). Miarą kosztów krótkookresowych może być spadek produkcji zagregowanej poniżej wartości potencjalnej, a długookresowych – obniżenie samej wartości potencjalnej, czyli wpływ na wzrost gospodarczy.

Patrząc z perspektywy krótkookresowej, dostrzega się negatywny wpływ deflacji na wszystkie składniki PKB. Jeśli idzie o konsumpcję, to po pierwsze, w warunkach spadku cen i niepewności co do przyszłej sytuacji społeczno-ekonomicznej podmioty mogą być skłonne do odkładania realizacji popytu konsumpcyjnego w czasie. Po drugie, na konsumpcję oddziałuje spadek dochodu do dyspozycji albo poprzez spadek płac, albo, w obliczu SPND, poprzez spadek zatrudnienia. Po trzecie, zakładając, że w obecnych czasach również konsumpcja (obok inwestycji) w dużym stopniu zależy od kredytu, trzeba zaznaczyć, że w warunkach deflacji może wystąpić ograniczenie skłonności zarówno do udzielania kredytów (racjonowanie kredytów), jak i ich zaciągania (por. recesja bilansowa). Poza tym w obliczu DGNSP występuje wzrost real-

⁸¹ Koszty deflacji można także podzielić na realne, pieniężne i społeczne (Samaryna, 2010, s. 22–25).

nych stóp procentowych, który przy takich założeniach przekłada się na spadek konsumpcji. Po czwarte, w szczególności w obliczu nieantycypowanej deflacji występuje redystrybucja dochodu od dłużników do wierzycieli. Przy założeniu stałych lub nieelastycznych wobec zmian dynamiki cen stóp procentowych, w warunkach deflacji zwiększają się realne koszty spłaty kredytów. Dłużnicy muszą ograniczyć swoją konsumpcję, a dodatkowo mogą mieć problemy ze spłatą kredytów. Można by natomiast przyjąć, że powinna wzrosnąć konsumpcja wierzycieli. Jednak badania i praktyka pokazują, że podmioty te mają mniejszą skłonność do zwiększania konsumpcji niż dłużnicy, co w konsekwencji oznacza, że redystrybucja dochodu obniża zagregowaną konsumpcję (Rzońca, 2004, s. 26).

Jeśli idzie o inwestycje, to wpływ deflacji jest chyba największy. Po pierwsze, w obliczu spadku cen i niepewności co do przyszłej sytuacji społeczno-gospodarczej również decyzje inwestycyjne mogą być odkładane w czasie. Po drugie, w warunkach DGNSP i racjonowania kredytu dochodzi do wzrostu realnego kosztu pozyskania kapitału i (lub) spadku jego dostępności i w konsekwencji do ograniczenia inwestycji. Po trzecie, inwestycje mogą być redukowane ze względu na redystrybucję dochodu od dłużników do wierzycieli, która była wskazana w odniesieniu do konsumpcji. W tym przypadku należy przyjąć większą skłonność do inwestycji dłużników niż wierzycieli.

Jeśli idzie o eksport netto, to również ta składowa PKB w warunkach deflacji jest poddana presji spadkowej. Wynika to zarówno z racjonowania kredytu (na cele eksportowe), redystrybucji dochodu, jak i DGNSP, która – jak wcześniej wspomniano – wywołuje presję na aprecjację waluty.

Z podobnych przyczyn redukcji może ulec ostatni składnik PKB, czyli wydatki rządowe, których realizacja również w znacznym stopniu jest oparta we współczesnych modelach państwa opiekuńczego na kredycie. Dodatkowymi czynnikami w tym przypadku są mniejsze wpływy budżetowe oraz konieczność ponoszenia wysokich transferów przez państwo w warunkach deflacji, przede wszystkim powiązanej z kryzysem finansowym i gospodarczym.

Patrzając natomiast na koszty deflacji z długookresowej perspektywy, należy zadać pytanie o jej wpływ na czynniki wzrostu gospodarczego: pracę, kapitał i technologię, obejmujące wydajność pracy i produktywność kapitału. Ogólnie można powiedzieć, że w warunkach deflacji (podobnie jak inflacji) następuje zaburzenie cen względnych, które zakłócając preferencje i decyzje konsumentów oraz producentów, pogarszają alokację czynników produkcji. W odniesieniu do pierwszego czynnika natomiast należy brać pod uwagę zarówno efekt substytucyjny, jak i dochodowy wpływu zmian płacy realnej na zatrudnienie. W warunkach deflacji występują poważne przesłanki spadku zasobu pracy. Następuje nie tylko ograniczenie popytu na pracę, ale również spadek podaży w wyniku m.in. zniechęcenia siły roboczej. Dodatkowo na skutek działania

efektu histerezy bezrobocie wywołane deflacją może przyjmować charakter długookresowy, zwiększając koszty badanego zjawiska⁸².

Analiza wpływu deflacji na drugi czynnik wzrostu gospodarczego, czyli kapitał, powinna uwzględniać fakt, że jego zasób tworzy się w wyniku inwestycji lat poprzednich, a warunkiem jego wzrostu są dodatnie inwestycje netto⁸³. Jak zostało nakreślone w odniesieniu do krótkiego okresu, deflacja jest czynnikiem ograniczającym inwestycje, a tym samym zasób kapitału i potencjalną produkcję. Należy także dodać, że w warunkach niepewności jej towarzyszących (m.in. co do cen sprzedaży produktów) producenci ograniczają podpisywanie umów długookresowych zarówno z dostawcami i odbiorcami, jak i pracownikami. Wpływa to negatywnie na wielkość inwestycji, które zazwyczaj dotyczą średniego i długiego okresu. Natomiast efektywność inwestycji może się obniżyć ze względu na fakt, że deflacja utrudnia interpretację wyników finansowych przedsiębiorstw, ponieważ ich księgowość opiera się przede wszystkim na wielkościach nominalnych, a dodatkowo systemy podatkowe nie są w pełni indeksowane (Rzońca, 2004, s. 24).

Nie ma również wątpliwości, że deflacja negatywnie wpływa na ostatni czynnik produkcji, czyli technologię. Przedsiębiorcy, ograniczając inwestycje w warunkach niepewności i spadających cen, nie są bowiem skłonni do dokonywania nakładów na zwiększenie produktywności kapitału i wydajności pracy. Większość z nich stara się przetrwać okres złej sytuacji gospodarczej, zapewniając na ten czas płynności finansową, ewentualnie niektórzy z nich, będąc w wyjątkowo dobrej sytuacji, starają się wykorzystać nadarzające się szanse⁸⁴. Przedsiębiorstwa mogą się starać zwiększyć płynność finansową na różne sposoby, np. zmieniając finansowanie z dłużnego na udziałowe, w odpowiednim czasie przed wystąpieniem deflacji powiązanej z kryzysem (głównie poprzez emisję akcji). Taka forma jest korzystna, gdyż dywidendy – jako forma wynagrodzenia dla właścicieli akcji – w przypadku wystąpienia złej sytuacji finansowej i ekonomicznej nie muszą być wypłacone, w przeciwieństwie do odsetek papierów dłużnych, które z mocy prawa muszą być regulowane niezależnie od stanu przedsiębiorstwa. Jeszcze bardziej pożądana sytuacja w rozpatrywanych warunkach występuje, gdy nabywcami akcji są pracownicy danego przedsiębiorstwa (i ewentualnie mają realną moc podejmowania de-

⁸² Szerokie badania w zakresie zjawiska histerezy, w tym w odniesieniu do Polski, zob. w: (Tyrowicz, 2011).

⁸³ Inwestycje netto jest to różnica między nowymi inwestycjami i deprecjacją kapitału rzeczowego.

⁸⁴ Przedsiębiorstwa, które są w dobrej sytuacji ekonomicznej i finansowej, w czasie deflacji i kryzysu mogą wykorzystać nadarzające się możliwości, np. poprzez umocnienie pozycji konkurencyjnej w wyniku fuzji i przejęć, wchodzenie na nowe rynki i obszary działalności (wynikające z uwarunkowań kryzysowych czy w końcu spekulacje na giełdzie (Jäger i Ciesla, 2008, s. 218–221).

czynji). W celu uniknięcia bankructwa i z myślą o długookresowych perspektywach mogą oni być skłonni podejmować niekonwencjonalne decyzje, do których nie byliby skłonni inwestorzy/udziałowcy zewnętrzni (Jager i Ciesla, 2008, s. 187)⁸⁵.

Negatywny wpływ na wszystkie czynniki wzrostu gospodarczego jednoznacznie wskazuje, że deflacja przynosi negatywne skutki w odniesieniu do zagregowanej produkcji nie tylko w krótkim, ale i w długim okresie. Skutki te nie są całkowicie symetryczne w stosunku do inflacji. Można uznać, że ze względu na m.in. liczne i szkodliwe sztywności występujące w odniesieniu do ujemnej dynamiki dostosowań płacowo-cenowych deflacja jest zjawiskiem wywołującym większe koszty od inflacji (Musielak-Linkowska, 2007, s. 37–39). Występują w tym kontekście zarówno podobieństwa, jak i różnice. W obu przypadkach (inflacji i deflacji) charakterystyczne są koszty zmiany cennika (ang. *menu costs*). Przedsiębiorcy muszą dostosowywać swoje oferty cenowe zarówno w przypadku wzrostu, jak i spadku cen, przy czym w tym drugim mogą robić to bardziej niechętnie, z opóźnieniem, uznając, że negatywnie wpłynie to na ich zysk. Również w obu przypadkach występuje wskazane wcześniej zaburzenie cen względnych i redystrybucja dochodu, jednak odbywa się ona w przeciwnym kierunku. W przypadku deflacji sytuacja jest bardziej niekorzystna, ponieważ może prowadzić do ograniczenia zagregowanego popytu. Koszty deflacji są również większe z prostej przyczyny, że skala spadku cen mieści się w przedziale $(0, 100\%)$ ⁸⁶, natomiast wzrostu cen w przedziale $(0, \infty)$. W konsekwencji nie można zatem bezkrytycznie porównywać przykładowo inflacji i deflacji równej 50%. Wzrost cen o połowę, przynajmniej w odniesieniu do niektórych dóbr i usług, jest możliwy i występuje w praktyce, nawet w krótkiej perspektywie czasowej. Natomiast spadek cen o połowę jest bardzo rzadko spotykany, nawet w dłuższym horyzoncie czasowym i nawet w odniesieniu do pojedynczych produktów. Dodatkowym argumentem na rzecz większego zagrożenia ze strony deflacji jest fakt, że zarówno podmioty sektora prywatnego, jak i władze publiczne w większości krajów mają większe doświadczenie z radzeniem sobie z inflacją niż deflacją.

Trzeba jednak zaznaczyć, że w przypadku deflacji występują pewne korzyści w stosunku do inflacji, a mianowicie:

- Zanikanie kosztów „zdartych zelówek” – podmioty nie są zmuszone do ograniczania zasobów posiadanej gotówki, gdyż nie traci ona na wartości i w związku z tym nie muszą ponosić kosztów jej zamiany na różnego rodzaju depozyty.

⁸⁵ Szerzej na temat możliwości radzenia sobie z deflacją, a w tym zapewnienia płynności w jej obliczu przez przedsiębiorstwa i gospodarstwa, zob. w: (Jager i Ciesla, 2008, s. 183–242).

⁸⁶ Zakłada się, że spadek cen nie może wynosić 100%, co oznaczałoby sprzedaż za darmo, zwłaszcza że jest tutaj mowa o ogólnym poziomie cen.

- Obniżenie obciążeń podatkowych – może ono wynikać z czterech przyczyn. Po pierwsze, z faktu, że limity ulg czy odliczeń oraz wysokość progów podatkowych są co najwyżej z opóźnieniem indeksowane w stosunku do dynamiki ogólnego poziomu cen. Po drugie, księgowanie kosztów przez przedsiębiorstwa dokonuje się w cenach historycznych, co może pozwalać na obniżenie wielkości lub uniknięcie podatku dochodowego, nawet przy osiągnięciu faktycznego zysku. Po trzecie, możliwość odliczenia przez przedsiębiorstwa od podstawy opodatkowania kosztów większych niż faktycznie poniesionych, ze względu na fakt, że rzadko przeszacowuje się wartość środków trwałych tak, aby nie zmieniała się realna wartość odpisów amortyzacyjnych. Po czwarte, opodatkowaniu często podlegają nominalne dochody z aktywów finansowych (Rzońca, 2004, s. 25).
- Poprawa w długim okresie technologii produkcji i korzyści strony podażowej gospodarki – w wyniku deflacji powiązanej z recesją przedsiębiorstwa mało wydajne, słabe i nieskłonne do poprawy technologii produkcji (produktywności kapitału, wydajności pracy) i obniżania cen (nawet krótkookresowo) mogą upadać. Na rynku pozostaną silniejsze podmioty, stosujące bardziej nowoczesne technologie. Należy jednak zaznaczyć, że gdy deflacja będzie przyjmować duże rozmiary i będzie się przeciągać w czasie, to nawet potencjalnie silne przedsiębiorstwa mogą bankrutować, a analizowany tutaj efekt pozytywny zaniknie.

Porządkując przyczyny, mechanizmy i skutki deflacji, warto podjąć się systematyki jej rodzajów. Należy przy tym mieć na uwadze, że poszczególne rodzaje współwystępują i nakładają się. W tym celu należy wykorzystać różne kryteria podziału, które mogą być w pewnym stopniu zaczerpnięte ze zjawiska inflacji. Proponowane podziały zostały zawarte w tabeli nr 2 i wynikają m.in. z rozważań przeprowadzonych i uwag poczynionych w tym rozdziale.

Co do niektórych kryteriów trudno jest jednoznacznie wskazać odpowiedni podział, w szczególności w odniesieniu do długości trwania i wartości (zob. kolumna 3 – charakterystyka). Wynika to ze specyfiki zjawiska deflacji. Po pierwsze, rzadko występuje ona w praktyce gospodarczej. Po drugie, jest mniej rozpoznana niż inflacja zarówno przez ekonomistów, jak i uczestników życia społeczno-gospodarczego. Po trzecie, nie może być usystematyzowana analogicznie do inflacji, głównie pod względem wielkości i czasu trwania.

Współwystępowanie poszczególnych „częstkowych” rodzajów deflacji zawartych w tabeli nr 2 jest bodźcem do dokonania pogrupowania na dwa główne i dwa uzupełniające rodzaje deflacji, które łączą skutki i systematykę deflacji prezentowane dotychczas. Można do nich zaliczyć (Bordo, Lane i Redish, 2004):

- *Good deflation* („dobra” odmiana deflacji) – temu rodzajowi deflacji nie towarzyszy spadek produkcji i zatrudnienia. Występuje, gdy stopa spadku cen nie

Tabela nr 2. Systematyka rodzajów deflacji

Kryterium podziału	Rodzaje deflacji	Charakterystyka
Rodzaj przyczyny	podażowa (w tym kosztowa)	przyczyną jest wzrost zagregowanej podaży, często wynikający ze spadku kosztów produkcji (płacowych i pozapłacowych)
	popytowa	przyczyną jest spadek zagregowanego popytu
Źródło przyczyny	krajowa	jest wywoływana na skutek procesów gospodarczych (np. zmian zagregowanej podaży i popytu) mających miejsce wewnątrz danego kraju
	importowana	jest wywoływana na skutek procesów gospodarczych mających miejsce poza granicami danego kraju
Długość trwania	krótkookresowa	trudno jednoznacznie ustalić granice między poszczególnymi rodzajami w tym zakresie; ze względu na specyfikę deflacji i relatywnie duże koszty nie można jej bezpośrednio porównywać z inflacją; można jednak zaproponować, że deflacja krótkookresowa dotyczy kilku- lub kilkunastu tygodni, średniookresowa dotyczy kilku- lub kilkunastu miesięcy, a długookresowa jest liczona w latach; zgodnie jednak z definicją deflacja <i>stricte</i> powinna posiadać charakter trwały
	średniookresowa	
	długookresowa	
Skala	niska	również w tym przypadku trudno jest jednoznacznie ustalić granice między poszczególnymi rodzajami deflacji; ze względu na specyfikę deflacji i relatywnie duże koszty i stu procentowe ograniczenie ilościowe nie można jej bezpośrednio porównywać z inflacją; można jednak zaproponować, że granicą niskiej deflacji jest 1%, średniej 10%, a wysoka obejmuje wartości wyższe
	średnia	
	wysoka	
Zasięg	wewnątrz krajowa	występuje na terytorium pojedynczego kraju
	międzynarodowa	występuje na terytorium sąsiadujących krajów, często ściśle powiązanych wymianą handlową
	ogólnoświatowa	występuje w wielu krajach całego świata
Przewidywalność	antycypowana	jest antycypowana przez podmioty gospodarcze, w tym organy władzy państwowej, pytanie jednak, na ile deflacja może być przewidywana – jeśli przyjmujemy jej trwały charakter, to możliwości antycypacji wzrastają
	nieantycypowana	nie jest oczekiwana przez podmioty gospodarcze, co zwiększa jej koszty

jest wysoka, a co więcej – okres jej trwania nie jest zbyt długi. Jej źródłem jest pozytywny szok podaży, wynikający np. ze wzrostu produktywności przedsiębiorstw i (lub) spadku cen dóbr importowanych (np. surowców, półproduktów). Konsekwencje *good deflation* dla aktywności gospodarczej są podobne do tych, jakie wywołuje niska inflacja. Można zatem uznać, że jest to deflacja niska, podażowa oraz krótkookresowa, ewentualnie średniookresowa. Przykładem tego rodzaju deflacji może być deflacja z drugiej połowy XIX w. oraz doświadczenia w Chinach i Singapurze z przełomu XX i XXI w. (Wong i Siu, 2002, por. rozdział 3).

- *Bad deflation* („zła” odmiana deflacji) – ten rodzaj deflacji jest przeciwieństwem poprzedniego. Towarzyszy mu spadek produkcji oraz zatrudnienia. Stopa spadku cen jest wysoka, a trwałość deflacji jest relatywnie duża. Powodowana jest przez negatywny szok popytowy. Wywołuje znaczne koszty i wiąże się z negatywnymi zjawiskami prezentowanymi w tym rozdziale, np. DGNSP, pułapki płynności oraz bąbla spekulacyjnego (zob. np.: Buter i Siwert, 2004; Ito i Mishkin, 2004, s. 4–9; Jackowicz, 2002, s. 344–350; Sotomska-Krzysztofik, 2003, s. 37–38). Jej przyczyny i kanały transmisji są złożone i trudne do identyfikacji. Można zatem uznać, że jest to deflacja wysoka, popytowa oraz średnio- i długookresowa. Walka z *bad deflation* wymaga zastosowania specjalnych, niestandardowych środków. Przykładem tego typu deflacji mogą być niedawne doświadczenia Japonii.

Powyższą typologię należy uzupełnić dodatkowo o dwa rodzaje deflacji:

- *Neutral deflation* („neutralna” odmiana deflacji) – jest to deflacja pośrednia między dwoma wyżej wymienionymi. Jej źródłem jest szok popytowy. Konsekwencją jest nieznaczne spowolnienie aktywności gospodarczej. Można zatem uznać, że jest to deflacja niska, popytowa oraz krótkookresowa, ewentualnie średniookresowa.
- *Ugly deflation* („brzydka” odmiana deflacji) – jest skrajną odmianą *bad deflation*. Wiąże się z występowaniem mechanizmu spirali deflacyjnej prowadzącego do coraz głębszej recesji i w konsekwencji do kryzysu gospodarczego, nawet o zasięgu międzynarodowym i ogólnoświatowym. Taka sytuacja miała m.in. miejsce w czasie światowego załamania gospodarczego na początku lat 30. XX wieku. Można zatem uznać, że jest to deflacja wysoka, popytowa, międzynarodowa i (lub) ogólnoświatowa oraz długookresowa.

Przede wszystkim trzy ostatnie rodzaje deflacji, a w szczególności *bad* i *ugly deflation* sprawiają, że uwarunkowania deflacyjne stanowią zagrożenie dla gospodarki oraz niepewne uwarunkowania dla działań z zakresu polityki pieniężnej. Należy jednak zwrócić uwagę na dwie istotne kwestie. Po pierwsze, nawet w przypadku deflacji powodowanej przez dodatni szok podaży (*good deflation*), wynikający np. ze wzrostu produktywności, mogą wystąpić pewne koszty. Część przedsiębiorstw bowiem, niedoświadczających wzrostu produk-

tywności, będzie zmuszona obniżyć płace, co w obliczu SPND może się okazać niemożliwe lub utrudnione, i w konsekwencji konieczna będzie redukcja zatrudnienia. Po drugie, możliwa jest transformacja *good deflation* w *bad deflation*. Nawet jeśli deflacja wynika z pozytywnego szoku podażowego, przestaje istnieć bariera bezpieczeństwa w postaci pewnej dodatniej stopy inflacji. Zwiększa się prawdopodobieństwo, że w przypadku negatywnego szoku popytowego wystąpi szkodliwa odmiana deflacji. Potwierdzenie tego wydaje się stanowić przypadek deflacji w Japonii (zob. podrozdział 3.3 oraz Baba, Nishioka, Oda, Shirakawa, Ueda i Ugai, 2004).

Podsumowanie

Deflacja jest powiązana z innymi wielkościami makroekonomicznymi w specyficzny sposób, odmienny niż ma to miejsce w przypadku inflacji. Towarzyszą jej specyficzne przyczyny, kanały transmisji i skutki, powiązane ze zjawiskami np. sztywności płac nominalnych w dół, dolnej granicy nominalnych stóp procentowych, pułapki płynności czy spirali deflacyjnej. Problemy te mogą także wystąpić w warunkach dodatniej, ale bardzo słabej dynamiki cen, dlatego konieczne jest ich rozpoznanie już na etapie zapobiegania deflacji. W konsekwencji deflacji nie można rozpatrywać jako zjawiska całkowicie symetrycznego w stosunku do inflacji. Można zatem mówić o „makroekonomii deflacji”, mając na uwadze specyfikę funkcjonowania gospodarki w warunkach ujemnej dynamiki ogólnego poziomu cen.

W szczególności uwarunkowania deflacyjne podważają konsens w makroekonomii, który od kilkudziesięciu lat kształtował się głównie w warunkach inflacji oraz który ma odzwierciedlenie w podlegającej ewolucji krzywej Phillipsa, m.in. w związku z różnymi teoriami oczekiwań inflacyjnych. Można powiedzieć, że kształt tej krzywej jest „barometrem” dominujących w danym czasie poglądów i teorii na temat powiązań podstawowych parametrów makroekonomicznych, w tym w odniesieniu do sfery nominalnej i realnej (por. problemy neutralności pieniądza i klasycznej dychotomii). Powiązania te z kolei wyznaczają w praktyce kształt strategii polityki pieniężnej, w szczególności w sferze układu celów, głównie finalnych, ale także pośrednich i operacyjnych (triada celów).

Wypląszczenie krzywej Phillipsa w krótkim okresie oraz niepionowość w długim okresie wymuszają weryfikację współczesnego ujęcia nadrzędności i definicji stabilności cen, m.in. w odniesieniu do aspektu wartościowego oraz sposobu pomiaru, w tym z uwzględnieniem przeszacowania faktycznej dynamiki ogólnego poziomu cen. Z kolei dolna granica nominalnych stóp procen-

towych czy pułapka płynności wywołują konieczność dostosowania w sferze instrumentów polityki pieniężnej. Stopy procentowe czy podaż pieniądza nie mogą skutecznie oddziaływać na gospodarkę, w tym na dynamikę cen czy PKB, co ma m.in. odzwierciedlenie w koncepcji recesji bilansowej, która w interesujący i kompleksowy sposób ukazuje mechanizmy kryzysu i deflacji na tle zmian w systemie finansowym.

Są to jedynie przykłady potwierdzające fakt, że deflacja stwarza specyficzne uwarunkowania dla strategii polityki pieniężnej – w sferze celów, instrumentów, sposobu ich powiązania oraz instytucjonalnych uwarunkowań. Współczesna strategia polityki pieniężnej powinna być dostosowana do zagrożeń deflacyjnych, chronić przed wystąpieniem deflacji, w tym w postaci spirali deflacyjnej, a także powinna umożliwiać walkę z nią, gdy już wystąpi, a następnie sprawne przeprowadzenie procesu reflacji⁸⁷ (por. rozdział 2). Konieczne jest przy tym rozpoznanie przyczyn i rodzaju deflacji oraz odpowiedź na pytanie, czy ma ona „złą” czy „dobrą” postać. Warunkuje to bowiem zarówno kanały transmisji, jak i skutki ujemnej dynamiki ogólnego poziomu cen, a w konsekwencji strategię i działania z zakresu polityki pieniężnej wobec deflacji. Należy mieć jednak na uwadze możliwość transformacji deflacji z „dobrej” w „złą” jej odmianę.

⁸⁷ W niniejszym opracowaniu pod tym pojęciem rozumie się politykę pieniężną realizowaną po wyjściu z deflacji.

2. WPŁYW DEFLACJI NA KSZTAŁT STRATEGII POLITYKI PIENIĘŻNEJ

2.1. Istota i uwarunkowania kształtowania strategii polityki pieniężnej

Deflacja, stwarzając specyficzne uwarunkowania gospodarcze, może podważać konsens w zakresie współczesnej strategii polityki pieniężnej zarówno w kontekście jej przewyższania (perspektywa krótkookresowa), jak i w szerszym ujęciu, dotyczącym jej prewencji oraz odpowiednich działań po jej wystąpieniu i ustąpieniu (perspektywa długookresowa). Strategia polityki pieniężnej powinna być zatem tak skonstruowana, aby można było radzić sobie nie tylko z inflacją – jej obniżaniem i dalej stabilizacją – ale również tak samo, a nawet bardziej ze względu na większe koszty społeczne i ekonomiczne, z deflacją – jej prewencją i ewentualnie przeciwdziałaniem oraz reflacją. Pytanie jednak, czy jest to możliwe w ramach jednego typu strategii? Czy może deflacja, stanowiąc specyficzne uwarunkowania, wymaga zastosowania odrębnej strategii, a może wystarczy dokonać korekt w ramach już stosowanego typu strategii, np. uzupełniając go o plan awaryjny? Która zatem ze współczesnych strategii polityki pieniężnej jest najlepiej dopasowana do uwarunkowań deflacyjnych? Pytania te są bardzo istotne z punktu widzenia celów i zadań niniejszej pracy, wyznaczają jednocześnie ramy niniejszego rozdziału.

W rozdziale tym ukazano wpływ uwarunkowań deflacyjnych na kształt ram strategicznych polityki pieniężnej, zarówno w krótko-, jak i długookresowej perspektywie. W celu bardziej klarownego ukazania niniejszych relacji rozważania te zostały poprzedzone wyjaśnieniem pojęcia samej strategii oraz próbą przedstawienia ogólnoświatowego konsensu w tym zakresie. W dalszej części rozdziału w pierwszej kolejności zaprezentowano perspektywę krótkookresową, dotyczącą instrumentów i metod radzenia sobie z deflacją, gdy ona już wystąpi. W dalszej kolejności odniesiono się do perspektywy długookresowej i przedstawiono wpływ uwarunkowań deflacyjnych na cele, instrumenty

i w konsekwencji typ strategii polityki pieniężnej. Została podjęta próba ukazania możliwości dostosowania strategii polityki pieniężnej w obliczu deflacji, z uwzględnieniem propozycji planu awaryjnego. Na tym tle dokonano porównania różnych typów strategii polityki pieniężnej.

2.1.1. Pojęcie strategii na tle całokształtu polityki pieniężnej

Mimo że zagadnieniom dotyczącym polityki pieniężnej poświęca się sporo miejsca w literaturze, to niełatwo doszukać się klarownej i przede wszystkim odpowiadającej obecnym realiom jej definicji. Często są one nieaktualne i (lub) nie są wystarczająco ogólne, aby obejmować cały zakres współczesnej polityki pieniężnej. W tym miejscu zostaną przytoczone i skomentowane wybrane z nich. Pochodzą one zarówno ze starszych, jak i nowych publikacji polskich i zagranicznych autorów. Należy przy tym zaznaczyć, że polityka pieniężna, będąc jednym z filarów polityki gospodarczej, zgodnie z teorią normatywną powinna posiadać odpowiednie elementy. Zgodnie z podejściem Tinbergena (Acocella, 2002, s. 208–239) można do nich zaliczyć: cele, instrumenty i model ukazujący sposób powiązania celów i instrumentów. Trzeba więc oczekiwać, że definicje polityki pieniężnej i jej strategii będą się odnosić do wskazanych elementów.

Z. Fedorowicz pisze, że „polityka pieniężna banku centralnego polega na kształtowaniu podaży pieniądza i na – bezpośrednio lub pośrednio – kształtowaniu stopy procentowej” (Fedorowicz, 2000, s. 7). Autor podkreśla, że podmiotem odpowiedzialnym za prowadzenie polityki pieniężnej jest obecnie przede wszystkim bank centralny. W pewnych przypadkach jednak również rząd podejmuje decyzje, np. w odniesieniu do wartości celów inflacyjnych i ogólniej definicji stabilności cen. Należy jednak zauważyć, że definicja ta odnosi się przede wszystkim do instrumentów polityki pieniężnej, nie obejmując innych elementów, np. celów. Poza tym współczesna polityka pieniężna nie polega jedynie na kształtowaniu podaży pieniądza, ale również dotyczy popytu na pieniądź, a w szczególności wielkości kredytu poprzez stopę procentową.

Na przełomie lat 70. i 80. poprzedniego wieku strategia kontroli podaży pieniądza, oparta na teorii ilościowej pieniądza, w której agregaty monetarne miały rangę celu pośredniego, była stosowana na szeroką skalę. Z czasem okazało się jednak, że zależność między podażą pieniądza i inflacją jest coraz trudniejsza do uchwycenia, a programowanie wzrostu podaży pieniądza na podstawie funkcji popytu na pieniądź staje się coraz trudniejsze. Poza tym trudna jest także kontrola agregatów monetarnych przy wykorzystaniu stojących do dyspozycji banków centralnych instrumentów. Przyczynami tego był, po pierwsze, rozwój innowacji finansowych, a co za tym idzie – rozszerzanie agregatów pieniężnych,

po drugie, wzrost mobilności przepływów kapitałowych, który doprowadził do destabilizacji szacowanych funkcji popytu, a po trzecie, rozwój bankowości elektronicznej (Szpunar, 2000, s. 117–119; Kokoszcyński, 2004a, s. 117–133; Polański, 2008, s. 134–135). W konsekwencji strategia kontroli podaży pieniądza cieszyła się coraz mniejszą popularnością, a w XXI w. trudno się doszukać przykładu jej stosowania w „czystej” postaci (Błaszczyk, 2010b, s. 120–127, 137)¹. W obliczu faktu, że prowadzenie przez banki centralne polityki nastawionej na kontrolę podaży pieniądza jako nadrzędnego celu pośredniego stało się niemożliwe, zaczęto szukać innych ram strategicznych dla realizacji polityki pieniężnej.

Dodatkowo współczesna polityka pieniężna często opiera się na podejściu wieloparametrycznym (ang. *multi-indicator approach*). Decyzje dotyczące wykorzystania narzędzi polityki są uzależnione od szerokiego zakresu informacji odnoszących się do wielu zmiennych, bez wyznaczania i podawania do publicznej wiadomości ich wartości docelowych (nie są *explicite* określone) – często z wyjątkiem celu inflacyjnego. Taki sposób prowadzenia polityki pieniężnej wnosi dużą elastyczność do działań banku centralnego. Decydenci nie mogą zabiegać o osiągnięcie założonych wartości celu pośredniego (np. dotyczącego podaży pieniądza) oraz szacować, czy cel ten ma wystarczająco duży wpływ na cel finalny. Mogą się natomiast skupić na realizacji celu ostatecznego. Cecha ta wynika przede wszystkim z faktu dużej złożoności i zmienności kanałów transmisji impulsów współczesnej polityki pieniężnej. W kształtowaniu dynamiki ogólnego poziomu cen ma znaczenie wiele czynników, z których nie wszystkie są pod precyzyjną kontrolą banku centralnego, i w konsekwencji powinny być uwzględniane w realizacji strategii, ale *explicite* niewyróżniane w samej jej konstrukcji.

Podobne uwagi można sformułować w odniesieniu do definicji wykorzystanej przez Mishkina, mówiącej, że polityka pieniężna to „zarządzanie podażą pieniądza i stopami procentowymi” (Mishkin, 2002, s. 43) oraz definicji Winiarskiego mówiącej, że „polityka pieniężna polega na użyciu podaży pieniądza jako instrumentu realizacji ogólnych celów polityki gospodarczej” (Winiarski, 2006, s. 359). W tym drugim przypadku dodatkowo wątpliwe jest nazwanie podaży pieniądza instrumentem. W obecnych czasach, w obliczu dużego znaczenia kredytowej emisji pieniądza, podaż pieniądza nie jest pod bezpośrednią i skuteczną kontrolą władz monetarnych i nie może być wykorzystywana w roli instrumentu. Raczej może stanowić cel pośredni polityki pieniężnej – jak jednak wspomniano powyżej, jest to obecnie rzadkością.

Nieco inaczej i bardziej ogólnie politykę pieniężną w ujęciu procesowym definiuje Schaal – jako „kombinację celów i środków, której zadaniem jest ste-

¹ Porównaj badanie przeprowadzone przez Stone’a i Bhundię na próbie 87 krajów, które pokazało, że już w 2003 r. nie odnotowano przypadków praktycznego wykorzystania strategii kontroli podaży pieniądza w czystej postaci (Stone i Bhundia, 2004).

rowanie procesem gospodarowania pieniądzem. Proces ten cechują następujące w czasie zmiany podaży pieniądza i popytu na pieniądz, jak i zmieniające się nieustannie relacje między obu wielkościami” (Schaal, 1996, s. 370). Autor wyraźnie zwraca uwagę nie tylko na instrumenty, ale również na cele jako element tej polityki, chociaż nie wskazuje ich rodzajów. Dodatkowo uwzględnia również rolę popytu na pieniądz w gospodarowaniu pieniądzem w ramach polityki pieniężnej, a nie tylko rolę podaży pieniądza.

Podobnie politykę pieniężną postrzega Przybylska-Kapuścińska, pisząc, że jest to „działalność banku centralnego [...] polegająca na wyborze pieniężnych celów makroekonomicznych i ich realizacji poprzez regulowanie podaży pieniądza i popytu na pieniądz przy pomocy wybranych instrumentów” (Przybylska-Kapuścińska, 2008, s. 14). Niniejsza definicja obejmuje zatem najważniejsze składowe polityki pieniężnej: cele, instrumenty oraz powiązanie między nimi, które opiera się na mechanizmie popytu i podaży pieniądza. Podkreślając kredytową naturę współczesnego pieniądza, można nawet wyraźnie mówić o sterowaniu popytem i podażą kredytu poprzez stopę procentową jako podstawowy obecnie instrument. W konsekwencji definicja ta jest dość obszerna, ale trafnie obrazuje istotę współczesnej polityki pieniężnej, która opiera się na wyborach dokonywanych na trzech wskazanych poziomach.

Należy dodatkowo podkreślić, że wybory dokonane w odniesieniu do instrumentów, celów i ich powiązania przesądzają o rodzaju przyjętej strategii polityki pieniężnej. Przykładowa definicja autorstwa Duwendag (1996, s. 282) mówi, że „strategia polityki pieniężnej opisuje sposób postępowania, jaki może stosować bank centralny dla osiągnięcia ostatecznych celów polityki pieniężnej za pośrednictwem swoich instrumentów”. Kładzie więc również nacisk na trzy główne elementy, a mianowicie: wybór celu lub celów, wybór najlepszego sposobu osiągnięcia możliwie najwyższego stopnia realizacji celu oraz wybór odpowiednich instrumentów do realizacji celu finalnego.

Strategia zatem jest klarownym uogólnieniem całokształtu polityki pieniężnej i określa ramy jej funkcjonowania. W strategii przyjęte są konkretne zmienne wykorzystywane w charakterze celów (finalnych i (lub) pośrednich i (lub) operacyjnych) i instrumentów. Często podawane są ich wartości docelowe, sposób pomiaru i horyzont realizacji. Poza tym strategia obrazuje główny i ogólny sposób, w jaki te cele są realizowane. Jest on pochodną kanałów transmisji impulsów polityki pieniężnej. Sposób ten powinien stanowić odzwierciedlenie tego kanału (tych kanałów), który ma najistotniejsze znaczenie w danym kraju i logicznie przedstawia powiązanie między instrumentami i finalnymi celami polityki pieniężnej².

² Szerzej na temat definicji pojęcia strategii polityki pieniężnej zob. w: (Błaszczuk, 2010c, s. 131–134).

Można przyjąć, że przestrzeń dla prowadzenia polityki pieniężnej w powyższym rozumieniu pojawiła się przede wszystkim na początku lat 70. XX w. wraz z upadkiem systemu z Bretton Woods, który od lipca 1944 r. wyznaczał ramy funkcjonowania polityki pieniężnej większości państw kapitalistycznych na całym świecie³. Istota systemu ograniczała w znacznym stopniu możliwość stosowania autonomicznej strategii polityki pieniężnej przez kraje w nim uczestniczące, z wyjątkiem Stanów Zjednoczonych, które mogły dokonywać wyboru w zakresie celów, sposobów powiązania i instrumentów polityki pieniężnej, ale również w warunkach ograniczenia reżimem kursowym. Od tego momentu poszczególne kraje mają znaczną swobodę w określaniu własnych ram działalności i w konsekwencji w praktyce gospodarczej wyłaniają się nowe strategie polityki pieniężnej, często określane mianem współczesnych. W ten sposób postrzegana strategia, uzupełniona o treści z kolejnego punktu, stanowi przedmiot badań niniejszej pracy w obliczu uwarunkowań deflacyjnych. W centrum zainteresowania jest zatem polityka pieniężna oparta na pieniądzu fiducyjnym (ang. *fiat money*) i kredytowym, oderwanym od dóbr materialnych (głównie kruszców), a w szczególności prowadzona w systemie płynnego kursu walutowego. Tylko w takim przypadku mamy do czynienia z możliwością wyboru celów, instrumentów oraz sposobu ich powiązania, czyli elementami konstytuującymi definicję współczesnej polityki pieniężnej.

2.1.2. Konsens w zakresie ram strategicznych polityki pieniężnej

W ujęciu historycznym na wszystkich trzech poziomach strategii polityki pieniężnej były wykorzystywane różne wielkości ekonomiczne i przyjmowano różne relacje między nimi jako strategiczne, w tym między poszczególnymi poziomami, jak i na tych samych poziomach. Zmieniały się zatem strategiczne ramy polityki pieniężnej w zakresie układu celów, rodzaju instrumentów oraz samych typów strategii. Zmieniały się także uwarunkowania tejże polityki, w szczególności o charakterze instytucjonalnym. Przyjmując jednak terazniejszość jako punkt odniesienia, można uchwycić pewien konsens we wskazanych aspektach – celach, instrumentach, sposobie ich powiązania i w konsekwencji typach strategii. Uwarunkowania natomiast będą przedmiotem analiz w kolejnym punkcie, jako że stanowią przesłankę do zmian i wyborów strategicznych.

³ Należy jednak zaznaczyć, że już wcześniej mieliśmy do czynienia z przejawami polityki pieniężnej we współczesnym rozumieniu. Przykładowo, już w systemach waluty złotej, podczas zawieszenia wymienialności funta na kruszec w okresie wojen napoleońskich, występowała pewna możliwość dyskrecjonalnych decyzji.

Jeśli chodzi o cele polityki pieniężnej, można zauważyć, że literatura przedmiotu, a także historyczne doświadczenia wskazują na ich potencjalną różnorodność (Przybylska-Kapuścińska, 2008, rozdział 1). Różne wielkości makroekonomiczne mogą być wykorzystywane w roli celów na trzech poziomach: operacyjnym, pośrednim i strategicznym (finalnym) (Przybylska-Kapuścińska, 2002, s. 13). W praktyce jednak w zakresie celów współczesnej polityki pieniężnej na całym świecie wśród krajów rozwiniętych występuje duża zgodność. Przede wszystkim stabilność cen jest nadrzędnym, a nawet jedynym celem finalnym. Inne potencjalne cele, jak np. wspieranie zatrudnienia, wzrostu gospodarczego, stabilności finansowej czy stabilizacja kursu walutowego⁴, są traktowane jako drugorzędowe⁵. Ich realizacja jest ewentualnie możliwa, jeśli nie szkodzi celowi nadrzędnemu. Cele te często pozostają w kompetencjach innych typów polityki gospodarczej, w tym przede wszystkim szeroko pojętej polityki fiskalnej⁶. Należy dodać, że założony cel jest często realizowany w sposób bezpośredni przy wykorzystaniu będących do dyspozycji banków centralnych instrumentów. Cele pośrednie są obecnie rzadko oficjalnie ogłaszane, w szczególności w odniesieniu do podaży pieniądza. Częściej są natomiast wyznaczane cele operacyjne i dotyczą głównie krótkoterminowej stopy procentowej. Taki układ celów ukształtował się m.in. w wyniku ewolucji historii myśli ekonomicznej w odniesieniu do tzw. „głównego nurtu”, który ma odzwierciedlenie w prezentowanej w rozdziale 1 krzywej Phillipsa oraz innych teoriach ukazujących neutralność pieniądza i polityki pieniężnej w dłuższej perspektywie czasowej. Może być on jednak podważany w obliczu uwarunkowań deflacyjnych, co stanowi jedną z podstawowych tez niniejszej pracy.

Należy zaznaczyć, że cel dotyczący stabilności cen może być zdefiniowany w sposób *explicite* (tzn. wyraźny i przejrzysty) lub *implicit* (tzn. domyślny). Ten drugi sposób rzadziej występuje w praktyce. Przykładowo, zgodnie z nomenklaturą Stone’a i Bhundii wykorzystywany jest w strategii *implicit price stability anchor*, której przykładem była jeszcze kilka lat temu polityka Fedu (zob. podrozdział 3.2.1). W praktyce dominuje pierwszy sposób wykorzystywa-

⁴ Należy jednak odnotować, że obecnie niektóre kraje stosują system izby walutowej (inaczej zarząd walutą, ang. *currency board*), który jest skrajnym przykładem celu kursowego. Obecnie przykładami w Europie są Bułgaria oraz Bośnia i Hercegowina.

⁵ Ważny wyjątek stanowi układ celów polityki pieniężnej Fed oparty na tzw. „podwójnym mandacie” (ang. *dual mandate*), gdzie zasadniczo równorzędnymi celami są stabilność cen (od 2012 r. w postaci celu inflacyjnego) oraz maksymalizacja zatrudnienia. Mówi się nawet o „potrójnym mandacie” (ang. *three mandated goals*), gdzie dodatkowo uwzględnia się cel w postaci zapewnienia stabilnych długoterminowych stóp procentowych (zob. np. https://www.federalreserve.gov/aboutthefed/files/pf_3.pdf; <https://www.chicagofed.org/research/dual-mandate/dual-mandate>, dostęp: 20.08.2018 r. oraz podrozdział 3.2.1 tej pracy).

⁶ Ekonomiczne skutki stabilności cen zostały poddane analizie przez Bednarczyka (2018, rozdział 1).

ny głównie w strategii bezpośredniego celu inflacyjnego. Wyraźnie określona jest jego wartość, horyzont i sposób pomiaru. Również w tych aspektach występuje obecnie duża zgodność. Po pierwsze, w praktyce najczęściej wykorzystywanym miernikiem celów inflacyjnych jest CPI. Obecnie prawie wszystkie kraje stosujące strategię BCI w ten sposób określają cel finalny. Nie oznacza to jednak, że inne mierniki dynamiki cen nie są brane pod uwagę przez decydentów monetarnych. Zgodnie z podejściem wieloparametrycznym są one w centrum zainteresowania decydentów, ale nie są wykorzystywane w roli oficjalnych celów inflacyjnych, jak np. różne miary inflacji bazowej. Po drugie, wartość celu ma być osiągnięta w średnim horyzoncie czasowym, a nie w każdym momencie. Często także cele mają charakter ciągły. Po trzecie, autorskie badania empiryczne (Błaszczuk, 2010a, s. 46–55) wskazują, że cele inflacyjne krajów stosujących BCI najczęściej obejmują wartość 3%, a nieco tylko rzadziej 2,5% i 2%. Ewentualnie można przyjąć nieco szerszy przedział między 1,5% i 4%. Przede wszystkim należy jednak zauważyć, że celem współczesnej polityki pieniężnej nie jest całkowita eliminacja inflacji. Jest to zgodne z badaniami nad optymalną stopą inflacji, które jednoznacznie wskazują, że nie jest to wartość zerowa. Badania te biorą pod uwagę nie tylko koszty inflacji, ale również negatywne aspekty zbyt niskiej inflacji i deflacji. Te z kolei są coraz częściej doceniane zarówno w literaturze przedmiotu, jak i praktyce polityki pieniężnej.

Również w zakresie sfery instrumentów polityki pieniężnej można potencjalnie wyróżnić wiele ich rodzajów, a przy tym wiele ich klasyfikacji. Jednak i na tym poziomie można zaobserwować pewien konsens. Głównym instrumentem współczesnej polityki pieniężnej jest krótkoterminowa stopa procentowa. Nie oznacza to jednak, że banki centralne wykorzystują stopę jednego rodzaju. Przykładowo w Polsce do stóp NBP zalicza się obecnie m.in.: stopę referencyjną (podstawową) – dotyczącą 7-dniowych operacji otwartego rynku, stopę lombardową i depozytową – dotyczące operacji kredytowo-depozytowych (ang. *standing facilities*). Te dwie ostatnie wyznaczają granice korytarza stóp procentowych ustalanych przez NBP. Choć występują różne stopy procentowe, to pozostają one ze sobą w ścisłej zależności, w szczególności często są zmieniane w sposób równoległy.

Obok wymienionych instrumentów warto odnieść się jeszcze do dwóch innych – swapów i interwencji walutowych oraz instrumentów polityki informacyjnej, w tym *forward guidance*. Mimo że w większości przypadków polityka pieniężna jest obecnie realizowana w warunkach płynnego kursu walutowego, to w niektórych krajach banki centralne w ramach instrumentarium zastrzegają sobie możliwość interwencji walutowej. Są one jednak realizowane na zasadach rynkowych i polegają na zakupie lub sprzedaży danej waluty po kursie rynkowym, w tym terminowym (swap). Nie stanowi więc ona zaprzeczenia reżimu kursu płynnego. Nie komentując w tym miejscu zasadności i skuteczności in-

terwencji walutowej (por. np. Karwowski, 2011, s. 137–141), należy zauważyć, że jest ona zaliczana do instrumentów polityki pieniężnej małych otwartych gospodarek, w szczególności stojących w obliczu akcesji do ERM2 warunkującego przyjęcie wspólnej waluty euro. Ma to przykładowo miejsce w Polsce, gdzie instrument interwencji walutowych został wskazany po raz pierwszy w *Założeniach polityki pieniężnej na rok 2006* (Narodowy Bank Polski [NBP], 2005). Kształtowanie kursu walutowego może być wykorzystane także jako instrument antydeflacyjny, o czym będzie mowa dalej (podrozdział 2.2).

Mając na uwadze fakt, że na faktyczną stopę dynamiki cen w znacznym stopniu wpływają oczekiwania, skuteczność oraz efektywność polityki pieniężnej, zależy ona od umiejętności ich odpowiedniego kształtowania. W takich okolicznościach kładzie się nacisk, aby była przejrzysta i wiarygodna, a polityka informacyjna ma się do tego w znacznym stopniu przyczyniać. Stanowi ona zatem istotny element współczesnej polityki pieniężnej. Instrumentami polityki informacyjnej są zatem różne formy przekazywania informacji do otoczenia na temat prowadzonej polityki pieniężnej. Można tutaj wskazać różnego rodzaju dokumenty, jak: raporty o inflacji, założenia polityki pieniężnej i sprawozdania z wykonania założeń polityki pieniężnej. Banki centralne publikują także komunikaty dotyczące decyzji co do zmiany lub utrzymania na niezmiennym poziomie stóp procentowych, a także organizują konferencje w tej kwestii. Co więcej, publikowane są także wyniki głosowań i opisy dyskusji dotyczące decyzji dotyczących wartości stóp procentowych. Ważną rolę odgrywa również sygnalizowanie przyszłych decyzji z zakresu polityki pieniężnej, w tym przede wszystkim w odniesieniu do projekcji inflacji. Należy zaznaczyć, że powyższe instrumenty mogą mieć postać nie tylko dokumentów (drukowanych, zamieszczanych na stronie internetowej lub w innej formie), ale także wypowiedzi decydentów monetarnych na temat przeszłych, obecnych i przyszłych decyzji i działań. Obecnie niektóre banki centralne publikują projekcje stopy procentowej, np. Narodowy Bank Czeski, Bank Norweski (zob. Przybylska-Kapuścińska, 2012a, s. 7, 11)⁷.

Instrument, o którym mowa, jest określany mianem *forward guidance* i polega na ogłaszaniu zamiarów co do kierunku polityki pieniężnej w przyszłości, w szczególności w odniesieniu do stopy procentowej (ang. *interest rate forward guidance*)⁸. Daje to możliwość lepszego kształtowania oczekiwań inflacyjnych, a przy tym długookresowych realnych stóp procentowych. Instrument ten jest szczególnie przydatny w warunkach deflacji i kryzysu, w tym w obliczu DGNSP

⁷ Wymienione instrumenty polityki informacyjnej zostały szerzej omówione w: (Rozkrut, 2011, s. 148–150). Szerzej na temat polityki informacyjnej w kontekście komunikacja banków centralnych z otoczeniem zob. w: (Przybylska-Kapuścińska, 2012a, s. 711–721).

⁸ Można także wyróżnić *forward guidance* odnoszącą się do polityki bilansu banku centralnego (ang. *balance sheet forward guidance*).

i pułapki płynności. Daje on możliwość poprawiania, przy wskazanych ograniczeniach, skuteczności polityki stopy procentowej i w konsekwencji może doprowadzić do uniknięcia wykorzystania kosztownych, niestandardowych instrumentów. Należy wskazać cztery podstawowe rodzaje *forward guidance*:

- czysto jakościowe (ang. *pure qualitative forward guidance*) – zawiera bardzo ogólny zarys sposobu realizacji polityki pieniężnej w przyszłości, bez informacji ilościowych i warunków brzegowych;
- jakościowe (ang. *pure qualitative forward guidance conditional or narrative*) – zawiera jakościowy opis warunków makroekonomicznych, przy których dany kierunek polityki będzie realizowany;
- kalendarzowe (ang. *calendar-based forward guidance*) – zawiera określenie daty, do której dane nastawienie w polityce pieniężnej nie ulegnie zmianie;
- oparte na wynikach (ang. *outcome-based forward guidance*) – zawiera ilościowe określenie wielkości makroekonomicznych, przy których dany kierunek polityki będzie zmieniony (https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/art1_mb201404en_pp65-73en.pdf, dostęp: 15.07.2018 r.).

Powyższe uwagi ukazują uproszczony obraz instrumentarium współczesnej polityki pieniężnej, w którego ramach, jak już wspomniano, występuje duża zbieżność. Mowa tutaj jednak o instrumentach standardowych. Trzeba zaznaczyć, że w obliczu sytuacji nadzwyczajnych, kryzysowych, w tym wobec deflacji, banki centralne wykorzystują także instrumenty niekonwencjonalne. W tym zakresie z kolei konsens nie występuje, a instrumenty są często wykorzystywane w sposób niezaplanowany, co będzie przedmiotem rozważań w dalszej części rozdziału.

W obliczu dużej zgodności co do celów i instrumentów standardowych w praktyce współczesnej polityki pieniężnej główną cechą różnicującą jest sposób ich powiązania, który ma odzwierciedlenie w strategii polityki pieniężnej. Sytuacja nieco się skomplikowała w obliczu kryzysu pierwszej dekady XXI w. Od tego czasu banki centralne wykorzystują zróżnicowane instrumenty niestandardowe, co powoduje rozmycie klarowności systematyki współczesnych strategii polityki pieniężnej oraz ich większe faktyczne zróżnicowanie, aniżeli wskazywałyby na to konsens sprzed kryzysu. Rozważania na ten temat będą przedmiotem rozważań w dalszej części pracy. W tym miejscu przedstawiono niejako wzorcową, opartą na konsensie systematykę strategii polityki pieniężnej, aby móc do niej odnieść zmiany wynikające z deflacji i kryzysu.

W literaturze przedmiotu funkcjonuje wiele podziałów strategii. Przegląd wybranych z nich został przedstawiony przez autora np. w opracowaniu *Systematyka strategii polityki pieniężnej* (Błaszczyk, 2010b). Zostały tam zaprezentowane podziały w ujęciu: Cottarelliego i Gianniniego; Mishkina; Fry’ a, Juliusa, Mahadevy, Rogera i Sterne’a; Stone’a i Bhundii (Cottarelli i Giannini, 1997; Mishkin, 1997; Fry, Julius, Mahadeva, Roger i Sterne, 2000; Stone i Bhundia,

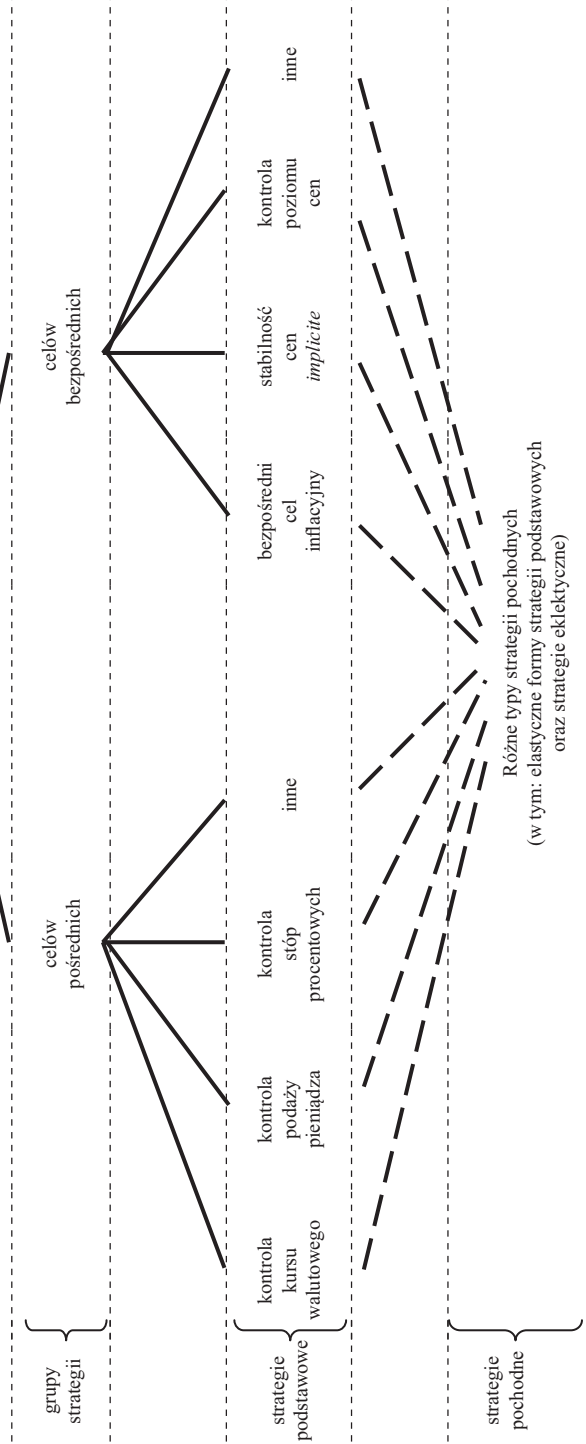
2004). Autorzy ci wyodrębniają różne typy strategii z wykorzystaniem odmiennych kryteriów podziału. Dominującym jest kryterium dotyczące rodzaju kwoticy nominalnej, która jest często wykorzystywana w charakterze *explicite* sformułowanego celu pośredniego oraz ostatecznego. Takie podejście ma jednak przede wszystkim znaczenie teoretyczne. W praktyce najczęściej są realizowane warianty strategii, które w różnym stopniu odbiegają od wyróżnionych w ten sposób „etykiet strategicznych” (lub strategii podstawowych – w ujęciu Mishkina), np. w obliczu deflacji czy sytuacji kryzysowych w gospodarce. Fry, Julius, Mahadeva, Roger i Sterne, opierając się na obszernych badaniach empirycznych, krytykują systematykę opartą na „etykietach” i wskazują, że konieczne jest dokładne zdiagnozowanie formy stosowanej strategii w ramach strategii podstawowej. Autor niniejszego opracowania nie jest zwolennikiem odrzucania „etykiet strategicznych” w praktyce polityki pieniężnej. Banki centralne powinny je wykorzystywać jako wzorce strategiczne, które wyznaczają kierunki działań monetarnych i tym samym zwiększają ich przejrzystość. Należy podkreślić, że jest to jedna z podstawowych przesłanek stosowania strategii – nie tylko w polityce pieniężnej (Mintzberg, 1998, s. 34–35). Dokładna i kompleksowa systematyka powinna zatem zawierać przynajmniej dwa poziomy podziału: strategię podstawową oraz formy (podtypy lub warianty) strategii podstawowych – dalej określane mianem strategii pochodnych. W praktyce konieczne jest jednoznaczne wskazanie odchylenia między wzorcem strategicznym i strategią rzeczywiście realizowaną.

W celu uporządkowania wiedzy w zakresie systematyki strategii można zaproponować własną procedurę podziału⁹. Systematyka ta odnosi się przede wszystkim do sposobu powiązania instrumentów i celów polityki pieniężnej, a więc nieco węższego ujęcia strategii polityki pieniężnej. Wyszczególnione typy strategii zostały uporządkowane w formie drzewa decyzyjnego, które składa się z trzech poziomów – zgodnych ze wzrastającym stopniem szczegółowości (rysunek nr 8). Przegląd schematu może być pomocny w kontekście porównania typów strategii w obliczu uwarunkowań deflacyjnych, co ma miejsce w podrozdziale 2.3.

Na pierwszym poziomie drzewa wyróżniono dwie grupy strategii, na drugim – strategię podstawową, a na trzecim – strategię pochodną, stanowiącą uzupełnienie „etykiet strategicznych”. W pierwszym węźle kryterium podziału jest charakter sposobu realizacji celu. Pośredni sposób odpowiada grupie strategii celów pośrednich. Bezpośredni sposób cechuje strategię oparte na bezpośrednim powiązaniu instrumentów z celami finalnymi. Kolejnym kryterium podziału w lewej gałęzi drzewa, w grupie strategii celów pośrednich, jest rodzaj celu pośredniego. Literatura przedmiotu i praktyka gospodarcza wskazują na

⁹ Systematyka tutaj prezentowana została zaproponowana przez autora w opracowaniu: (Błaszczyk, 2010c, s. 131–150).

STRATEGIE



Rysunek nr 8. Podział współczesnych strategii polityki pieniężnej

trzy zasadnicze strategie: kontroli kursu walutowego, kontroli podaży pieniądza oraz – rzadziej – kontroli stóp procentowych. Obecnie największe znaczenie praktyczne ma pierwszy rodzaj strategii. Nie można wykluczyć wykorzystania również innych wielkość w roli celów pośrednich.

W prawej gałęzi drzewa, w grupie strategii celów bezpośrednich, kryterium podziału jest sposób definiowania celu finalnego w odniesieniu do stabilności cen. Najważniejszą w tej grupie jest strategia bezpośredniego celu inflacyjnego. W ramach tej strategii stabilność cen przyjmuje formę celu inflacyjnego o charakterze *explicite*. Innym przykładem strategii jest stabilność cen o charakterze *implicite* (SCI)¹⁰. Do grupy strategii celów bezpośrednich można również zaliczyć strategię kontroli poziomu cen, z definicją stabilności cen odnoszącą się do poziomu cen (nie do stopy zmian ogólnego poziomu cen – najczęściej inflacji). Strategia ta będzie przedmiotem bardziej szczegółowej analizy w dalszej części rozdziału, a także w rozdziale trzecim w ujęciu praktycznym. Należy także zaznaczyć, że możliwe jest również wykorzystanie innego określenia celu finalnego. W ramach próby uchwycenia konsensu w odniesieniu do samej strategii należy podkreślić, że to właśnie grupa strategii bezpośrednich przez prawie trzy ostatnie dekady zyskuje na popularności na całym świecie i można powiedzieć, że dominuje przede wszystkim wśród krajów wysoko rozwiniętych. Obserwowana jest jednak jej ewolucja, w szczególności w obliczu sytuacji kryzysowych, w tym powiązanych z deflacją (por. Baldwin i Gros, 2013 oraz Grostal i in., 2015).

Uzupełniając całokształt konsensu ram strategicznych, należy zaznaczyć, że ze względu na fakt, że stosowane w praktyce strategie często odbiegają od strategii podstawowych, powyższa systematyka musi także uwzględniać strategie pochodne. Stosowanie takiego typu strategii może wynikać z dwóch zasadniczych przesłanek. Po pierwsze, z powodu niezamierzonego, nieujętego w założeniach strategii odchylenia między strategią zakładaną i faktycznie realizowaną. Po drugie, w wyniku celowego i przewidzianego w strategii zastosowania innej niż podstawowa strategii (por. strategia Europejskiego Banku Centralnego omówiona w rozdziale 3).

Dodatkowo strategie pochodne można umownie podzielić na dwie grupy, uwzględniając kryterium stopnia zbieżności ze strategią podstawową. Pierwszą grupę można określić mianem „elastycznych form strategii podstawowych”, które tylko niewiele odbiegają swoim kształtem od strategii podstawowej. Obok podstawowej kotwicy nominalnej władza monetarna w niewielkim stopniu realizuje inne cele reprezentujące inną kotwicę nominalną. Przykładem może być strategia bezpośredniego celu inflacyjnego realizowana w warunkach

¹⁰ Taką nazwę wykorzystują Stone i Bhundia. Mishkin określa ją mianem kotwicy nominalnej o charakterze *implicite*, a Cottarelli i Giannini mianem strategii dyskrecjonalnej. W praktyce nazwy te określają jeden typ strategii.

nie w pełni płynnego kursu walutowego, np. z dopuszczalnym pasmem wahań. Drugą grupę strategii można określić mianem „strategii mieszanych”. Powstają one w wyniku połączenia elementów poszczególnych strategii podstawowych, pozwalają realizować więcej kotwic nominalnych i mają zbliżone znaczenie. Ponownie jako przykład można przytoczyć dwufilarową strategię EBC. Łączy ona elementy strategii kontroli podaży pieniądza i bezpośredniego celu inflacyjnego.

Powyższą klasyfikację polityki pieniężnej można uznać za normalną, standardową. Działania wykraczające poza nią, naruszające konsens w sferze celów, instrumentów czy strategii, należy uznać za niestandardowe. Te ostatnie mogą wynikać ze znaczących zmian w zakresie uwarunkowań polityki pieniężnej, przede wszystkim jeśli występują na dużą skalę, czyli są to takie, które można określić mianem strategicznych, np. w obliczu kryzysu czy deflacji.

2.1.3. Uwarunkowania kształtowania ram strategicznych polityki pieniężnej

Realizacja polityki pieniężnej nie odbywa się w próżni, ale w zmiennym i szerokim otoczeniu, które kształtuje jej uwarunkowania. Uwarunkowaniami można nazwać szeroko rozumiane czynniki wpływające na poszczególne elementy strategii polityki pieniężnej: cele, instrumenty oraz sposób ich powiązania. Można postarać się o uporządkowanie tej kategorii i dokonać podziału uwarunkowań według różnych kryteriów, przykładowo pod względem:

- zasięgu geograficznego – na: wewnętrzne (krajowe) i zewnętrzne (zagraniczne);
- charakteru oddziaływania – np. na: gospodarcze (ekonomiczne), społeczne, polityczne i psychologiczne;
- szczebla decyzji – na: strategiczne (determinujące proces kształtowania ram strategicznych, w tym wybór i zmianę typu strategii) oraz taktyczne i operacyjne (odnoszące się do realizacji przyjętej strategii);
- horyzontu czasowego – na: krótko-, średnio- i długookresowe.

Ze względu na przyjęty w tej pracy punkt widzenia na politykę pieniężną w centrum zainteresowania są przede wszystkim uwarunkowania strategiczne. Jednocześnie mogą one mieć charakter wewnętrzny i zewnętrzny, gospodarczy i społeczny, polityczny i psychologiczny oraz przede wszystkim długookresowy. Należy mieć na uwadze nakładanie się wskazanych podziałów z uwzględnieniem różnych kryteriów.

Ze względu na szeroki zakres i rodzajową różnorodność nie sposób w tym miejscu szczegółowo i kompleksowo scharakteryzować uwarunkowań współczesnej polityki pieniężnej. Podjęto więc próbę wyboru kilku ważnych ich

aspektów, które według autora można uznać za kluczowe, instytucjonalne i w pewnym stopniu stanowiące konsens we współczesnej polityce pieniężnej. Zostaną one pokrótce opisane w kolejnych punktach.

- Niezależność i odpowiedzialność władz monetarnych oraz koordynacja polityki pieniężnej i fiskalnej. Władze pieniężne w krajach rozwiniętych charakteryzują się obecnie dużym zakresem niezależności politycznej i ekonomicznej, zarówno w odniesieniu do ustalania celów i instrumentów, jak i strategii. Wyraża się ona wieloma przesłankami dotyczącymi m.in. sposobu powoływania i odwoływania decydentów, a także zakresu swobody prowadzenia przez nich działań monetarnych. Taka cecha umożliwiłaby bardziej niezależne prowadzenie polityki pieniężnej w oderwaniu od wpływów politycznych. Pieniądz bowiem nie powinien być wykorzystywany przez rządy do realizacji własnych krótkookresowych celów politycznych, włączając przesłanki wyborcze. Taki konsens został wypracowany na podstawie kilkudziesięciu lat doświadczeń i badań z zakresu polityki pieniężnej opartych na ewolucji głównego nurtu historii myśli ekonomicznej. Duże znaczenie miały tutaj doświadczenia hiperinflacji, która w wielu przypadkach była konsekwencją nieracjonalnej polityki pieniężnej polegającej na drukowaniu pieniądza niemającego pokrycia w sferze realnej gospodarki i finansowaniu w ten sposób wydatków rządowych. W długim okresie działania te przekładają się na wzrost inflacji, nie mając znacznego odzwierciedlenia w zmianach wielkości realnych (por. zjawiska neutralności pieniądza i klasycznej dychotomii)¹¹. Należy również podkreślić, że wskazana tutaj duża swoboda działań władz monetarnych powinna być równoważona odpowiednim stopniem odpowiedzialności. Jest ona jednak trudna do formalnego określenia, m.in. ze względu na fakt, że na dynamikę ogólnego poziomu cen wpływa wiele czynników, w tym niebędących pod skuteczną kontrolą władz monetarnych, za które bank centralny nie może być odpowiedzialny, np. ceny surowców, w tym ropy naftowej, oraz ceny produktów rolnych. Mimo że w obliczu niezależności banków centralnych polityka pieniężna i fiskalna są w znacznym stopniu odrębnymi i wyspecjalizowanymi filarami polityki gospodarczej, w tym mają specyficzne cele gospodarcze i posługują się odmiennymi instrumentami, to konieczna jest koordynacja między obydwoma rodzajami polityki. Patrząc z punktu widzenia polityki pieniężnej, należy zauważyć, że dynamika cen, za której kontrolę formalnie odpowiada bank centralny, kształtowana jest również pod wpływem polityki fiskalnej. W związku z tym, patrząc z perspektywy uwarunkowań deflacyjnych, wsparcie ze strony polityki fiskalnej może stanowić jeden z najważniejszych instrumentów działań antydeflacyjnych (zob. dalej).

¹¹ Na temat niezależności banku centralnego w obliczu kryzysu pierwszej dekady XXI w. zob. w: (Kokoszcyński, 2012a, s. 19–33).

- System kursu walutowego. Współczesna polityka pieniężna jest często realizowana w warunkach płynnego kursu walutowego. Literatura i praktyka pokazują, że polityka gospodarcza jest bardziej skuteczna właśnie w takim reżimie kursowym. Przede wszystkim ma to uzasadnienie w odniesieniu do polityki pieniężnej. W systemie sztywnego walutowego kreacja bazy monetarnej staje się procesem endogenicznym, a o rozmiarach tej kreacji przesądza gospodarka (Acocella, 2002, s. 503). Dodatkowo kontrola dwóch wielkości nominalnych, jakimi są kurs walutowy i dynamika cen, jest w praktyce trudna. W konsekwencji w warunkach kursu płynnego władze pieniężne mają większą swobodę działania¹².
- Opóźnienia w polityce pieniężnej. Opóźnienia w polityce gospodarczej można podzielić na wewnętrzne, w tym diagnostyczne i decyzyjne, oraz zewnętrzne. Opóźnienia wewnętrzne oznaczają czas od wystąpienia zdarzenia wymagającego reakcji do wykorzystania odpowiedniego instrumentu. W polityce pieniężnej są one relatywnie krótkie w porównaniu do polityki fiskalnej. Opóźnienia zewnętrzne oznaczają czas od wykorzystania instrumentu do osiągnięcia oczekiwanego rezultatu. W polityce pieniężnej są one zmienne i relatywnie długie. Badania wskazują, że stopa procentowa banku centralnego oddziałuje na dynamikę cen w największym stopniu po kilku kwartałach (por. rozdział 4 oraz Błaszczuk, 2010b, s. 238–245; NBP, 2017, s. 5). W takiej sytuacji opieranie decyzji jedynie na bieżących danych ekonomicznych, w tym dotyczących stopy zmian ogólnego poziomu cen, wywołuje niebezpieczeństwo czasowego niedopasowania stosowanych instrumentów do ich skutków i uwarunkowań w przyszłości. Dodatkowym utrudnieniem dla władz pieniężnych jest fakt zmienności omawianych opóźnień w czasie. W obliczu tego bieżące decyzje dotyczące stóp procentowych banków centralnych są podejmowane na podstawie nie tylko faktycznej dynamiki cen, ale także oczekiwań i prognoz w tym zakresie. W ramach współczesnych strategii polityki pieniężnej, w tym BCI, wykorzystywane są projekcje (inflacji, PKB), czyli prognozy warunkowe, które są formułowane przy założeniu niezmienności stóp procentowych banku centralnego jako podstawowego instrumentu polityki pieniężnej. Takie ukierunkowane na przyszłość podejście do prowadzenia polityki pieniężnej jest w literaturze anglojęzycznej określane mianem *forward-looking*.
- Oczekiwania co do dynamiki ogólnego poziomu cen, przejrzystość i wiarygodność banku centralnego. Na faktyczną dynamikę cen duży wpływ mają oczekiwania, a kanał transmisji monetarnej na nich oparty pełni bardzo ważną rolę we współczesnej polityce pieniężnej. W takich okolicznościach przejrzystość i wiarygodność polityki pieniężnej banku centralnego jest cechą bardzo

¹² Na temat procesu zamiany systemu sztywnego kursu walutowego na płynny na przykładzie Polski zob. w: (Kokoszcyński, 2004a, s. 117–133).

korzystną, ponieważ pozwala na lepszą kontrolę oczekiwań cenowych, a co za tym idzie – na skuteczną realizację celu inflacyjnego. Z drugiej strony jednak silnie zakorzenione oczekiwania inflacyjne i stabilna inflacja mogą spowodować, że ceny staną się relatywnie sztywne. Wahaniom wielkości realnych i zmianom cen aktywów może towarzyszyć stabilność cen dóbr i usług. Presja inflacyjna lub deflacyjna na rynku dóbr i usług może się ujawniać ze znacznym opóźnieniem w stosunku do rynku aktywów. Bank centralny opierający swoje działania na tradycyjnych wskaźnikach dynamiki cen może nie dostrzec w odpowiednim czasie potencjalnego zagrożenia nagłych zmian ogólnego poziomu cen. Jego reakcja będzie opóźniona z towarzyszącymi temu konsekwencjami. Takie zjawisko określa się mianem „paradoksu wiarygodności” (Wojtyna, 2006; Kiedrowska i Marszałek, 2003, s. 13). W konsekwencji w praktyce należy mieć na uwadze zarówno pozytywny, jak i negatywny wpływ wiarygodności na skuteczność polityki pieniężnej.

Nagle i duże zmiany we wskazanych obszarach uwarunkowań wywołują zazwyczaj presję na zmianę kształtu strategicznych ram polityki pieniężnej. Mogą być one powodowane wieloma czynnikami wewnętrznym i zewnętrznymi. Duże znaczenie wśród nich pełni konsens w teorii ekonomii i polityce gospodarczej, a także praktyczne, spektakularne zjawiska o zasięgu ogólnoswiatowym, np. kryzysy finansowe i gospodarcze czy też deflacja – co jest w centrum zainteresowania badań niniejszej pracy (por. Blanchard, Dell’Ariccia i Mauro, 2010). W konsekwencji przyczyny zmiany strategii można sprowadzić do dwóch istotnych wymiarów. W pierwszym należy uwzględnić czynniki o charakterze wewnętrznym (dotyczą samej strategii) lub zewnętrznym (wynikają z otoczenia strategicznego), a w drugim czynniki o charakterze pozytywnym (np. *benchmarking*) lub negatywnym (np. naciski polityczne, sytuacje kryzysowe).

Ważne jest, aby proces zmiany strategii, niezależnie od czasu trwania, następował w sposób zaplanowany. Powinno się w nim uwzględniać szereg racjonalnych przesłanek, w tym czynniki o charakterze:

- instytucjonalnym, do których zalicza się m.in. niezależność banku centralnego, odpowiedzialność przed rządem i parlamentem oraz publiczne wyjaśnianie decyzji i działań z zakresu polityki pieniężnej, czyli ich przejrzystość;
- strukturalnym, z uwzględnieniem w tym obszarze znaczenia kwestii stabilności finansowej w ustalaniu instrumentów polityki pieniężnej oraz w wyborze strategii polityki pieniężnej;
- analitycznym, w tym m.in. stopień, w jaki bank centralny używa różnych wskaźników oczekiwań inflacyjnych oraz w jakim posługuje się modelami i prognozami, a także znaczenie analiz podaży pieniądza i systemu bankowego w wyborze strategii polityki pieniężnej.

Kluczowe aspekty uwarunkowań zmiany i wyboru strategii zostały uporządkowane w tabeli nr 3 – od bardziej ogólnych do bardziej szczegółowych.

Tabela nr 3. Aspekty uwarunkowań zmiany i wyboru strategii polityki pieniężnej

Uwarunkowania zmiany i wyboru strategii polityki pieniężnej	Charakterystyka
Uwarunkowania polityczne kraju i powiązane z nimi przesłanki prawne, w tym konstytucja	Determinują one m.in. stopień niezależności oraz odpowiedzialności banku centralnego. Przykładowo w kraju, w którym bank centralny nie ma zbyt dużej swobody, nieracjonalne jest wprowadzanie strategii, która wymaga znacznego stopnia niezależności i dyskrecjonalności decyzji władz monetarnych. Istotny w tym kontekście jest mandat prawny, jaki otrzymuje bank centralny od ustawodawcy, który wpływa na wskazane tutaj instytucjonalne uwarunkowania
Uwarunkowania gospodarcze kraju	Należy tutaj uwzględnić np.: wielkość i otwartość gospodarki, zależność od importu surowców, znaczenie sektora bankowego czy stopień międzynarodowej integracji rynków kapitałowych
Doświadczenia historyczne w zakresie strategii polityki pieniężnej	Istotne jest, jaka strategia była stosowana dotychczas, czy była skuteczna i efektywna, jakie ewentualnie były przyczyny jej niesprawności. Zmiana strategii na całkowicie odmienną od dotychczasowej może powodować znaczne koszty. Rozwiązaniem może być np. przeprowadzenie zmiany w sposób stopniowy
Strategie polityki pieniężnej w podobnych krajach	Naśladownictwo odgrywa istotną rolę w kontekście wyboru strategii polityki pieniężnej. Podobieństwo struktury gospodarczej czy politycznej kraju może wskazywać na możliwość wykorzystania podobnych strategii
Wartość dynamiki ogólnego poziomu cen w czasie procesu zmiany i wyboru strategii	Należy odpowiedzieć na pytanie, na ile bieżąca stopa dynamiki ogólnego poziomu cen różni się od wartości docelowej, odpowiadającej przyjętej definicji stabilności cen. Im większa zbieżność w tym zakresie, tym łatwiej kontrolować oczekiwania inflacyjne podczas procesu zmiany strategii. Dodatkowo możliwe jest wprowadzenie bardziej dyskrecjonalnej strategii (por. dalsza część pracy)

Źródło: Na podstawie: (Fry i in., 2000).

Należy zwrócić uwagę, że wśród nich uwzględniono wartość dynamiki ogólnego poziomu cen, którą można uznać za ważny czynnik konstytuujący uwarunkowania strategiczne polityki pieniężnej. Takie ujęcie w odniesieniu do deflacji wyznacza problem badawczy i układ logiczny w niniejszym opracowaniu.

Analizując proces zmiany i wyboru strategii jeszcze bardziej wnikliwie, z punktu widzenia kanałów transmisji i roli zmiennych o charakterze *explicit targets* można sformułować kilka istotnych uwag (Fry i in., 2000). Po pierwsze, należy uwzględnić rolę zmiennej docelowej oraz wpływ różnego rodzaju szoków na mechanizm transmisji między instrumentami i dynamiką cen. Wybrany *explicit target* musi bowiem charakteryzować stabilne powiązanie z celem finalnym. Powiązanie to zależy w znacznej mierze od zmian strukturalnych w gospo-

darce, czego przykładem może być liberalizacja finansowa, która spowodowała niestabilność szybkości obiegu pieniądza i tym samym podważyła możliwość wykorzystania strategii kontroli podaży pieniądza (por. strategia EBC w podrozdziale 4.2). Podważenie strategii celu inflacyjnego może natomiast powodować występowanie szoków podażowych, do których prowadzi m.in. niestabilność cen artykułów żywnościowych. Jeśli chodzi o wykorzystanie kursu walutowego jako celu o charakterze *explicite*, to jest to przede wszystkim uzasadnione w przypadku małej, otwartej gospodarki, gdzie znaczna część dóbr konsumpcyjnych jest importowana. Zmiana struktury gospodarki powoduje, że powiązanie kursu z dynamiką cen może ulec pogorszeniu. Można wyciągnąć wniosek, że dopasowanie i wybór strategii powinien być poprzedzony badaniami kanałów transmisji między instrumentami i celami polityki pieniężnej. Wyniki powinny wskazywać na zasadność używania danego rodzaju *explicit target* (o charakterze operacyjnym, pośrednim lub finalnym). Poza tym badania te powinny być przeprowadzane regularnie, gdyż istnieje możliwość zmian strukturalnych, które podważają adekwatność stosowanej dotychczas strategii polityki pieniężnej.

Po drugie, należy docenić rolę celu w kształtowaniu relacji między bankiem centralnym, rządem, sektorem prywatnym i instytucjami zewnętrznymi. Ważne jest, aby realizacja strategii polityki pieniężnej nie odbywała się w oderwaniu od działań innych podmiotów gospodarczych, a w szczególności istotna jest relacja między bankiem centralnym i stroną rządową w ramach procesu koordynacji polityki gospodarczej. Rodzaj *explicit target* z jednej strony wpływa na określenie powyższych relacji, a z drugiej jego wybór jest nimi uwarunkowany. Wybór danego celu i uwzględnienie go w strategii powinny być zatem poprzedzone badaniami jego potencjalnego wpływu na relacje między poszczególnymi podmiotami. Charakter tych relacji ma odzwierciedlenie m.in. w stopniu niezależności i odpowiedzialności banku centralnego. Kombinacja obu cech jest odmienna w różnych typach strategii.

Po trzecie, istotną przesłanką jest znaczenie celów i prognoz w wyjaśnianiu rezultatów w zakresie celów finalnych. *Explicit targets* mogą pełnić funkcję celów pośrednich między instrumentami i celem finalnym i tym samym stanowią wyznacznik dla podmiotów gospodarczych, jak będzie ukierunkowana polityka pieniężna, i jednocześnie stanowią zobowiązanie władz monetarnych do realizacji założonych wielkości. *Explicit targets* pełnią tym samym funkcję kotwicy stabilizującej oczekiwania, a z drugiej strony mogą być przydatne w wyjaśnianiu odchyłeń osiągniętych wyników od wartości założonych w sferze celów finalnych.

Po czwarte, ważnym czynnikiem zmiany i wyboru strategii są umiejętności i doświadczenie pracowników banku centralnego. Proces ten wymaga nabywania nowych umiejętności, a co za tym idzie – ponoszenia pewnych kosz-

tów. Sytuacja taka może stanowić barierę w rezygnacji z dotychczasowej strategii w mniej zamożnych i rozwiniętych krajach. W konsekwencji zmiana strategii będzie się odbywać raczej w sposób stopniowy. Nagła zmiana natomiast będzie miała miejsce przede wszystkim w wyjątkowych okolicznościach, takich jak szok zewnętrzny i kryzys gospodarczy powiązany z deflacją.

Po piąte, należy uwzględnić znaczenie stopnia, w jakim posiadana „technologia polityczna” daje decydom gospodarczym przekonanie o możliwościach wpływu na docelowe wielkości w przewidywany sposób. Nie wystarczy bowiem mieć wiedzę na temat kanałów transmisji monetarnej i odpowiednio dopasować do nich strategię, ale należy mieć również do dyspozycji odpowiednie środki i możliwości wpływu na wybrany *explicit target* i – konsekwentnie – cel finalny. Istotne są tutaj odpowiednie uregulowania prawne, ale także możliwości statystyczne, w tym dostępność i jakość danych dotyczących kontrolowanych wielkości.

Po szóste, w kontekście zmiany strategii trzeba uwzględnić dyscyplinę polityki fiskalnej i pieniężnej. Duże znaczenie w tym kontekście ma strategia kontroli kursu walutowego, która w znacznym stopniu ogranicza swobodę działań monetarnych. Waga tej przesłanki wynika z jednej strony z możliwości prowadzenia dyskrecjonalnej polityki przez bank centralny, z drugiej – z pokusy wykorzystania instrumentów pieniężnych do krótkookresowych celów politycznych, jak np. wywołanie ekspansji pieniężnej w celu pobudzenia gospodarki i tym samym zwiększenia szans rządu na reelekcję. Występuje tu zatem powiązanie z kwestią niezależności banku centralnego.

Na podstawie powyższych rozważań można sformułować wniosek, że proces zmiany i wyboru strategii polityki pieniężnej powinien uwzględniać szereg złożonych, różnorodnych i powiązanych ze sobą uwarunkowań i przesłanek. „Makroekonomia deflacji” zarysowana w rozdziale 1 w znacznym stopniu może kształtować te uwarunkowania i powodować konieczność specyficznych dostosowań strategii polityki pieniężnej. Nie opisując ich jeszcze w tym miejscu (zob. dwa kolejne punkty), należy zaznaczyć, że całość procesu dopasowania strategicznego powinien być dobrze zaplanowany i zrealizowany w sposób klarowny i wiarygodny, aby ograniczyć wynikające z niepewności jego negatywne konsekwencje. Uwaga ta jest szczególnie istotna w przypadku deflacji, którą można uznać za negatywną przesłankę zmiany strategii i samą w sobie powiązaną z niepewnością mechanizmów gospodarczych.

Proces kształtowania strategii polityki pieniężnej w warunkach deflacji będzie przedmiotem bezpośredniej analizy w podrozdziale 2.3, w tym miejscu natomiast, jako tło dla tych rozważań, można zaproponować ogólną procedurę, która porządkuje niniejsze kwestie. W tym celu warto się odwołać do teorii podejmowania decyzji i zarządzania strategicznego. Wybór strategii jest specyficznym rodzajem decyzji – odnosi się do zarządzania. W dziedzinie zarządzania

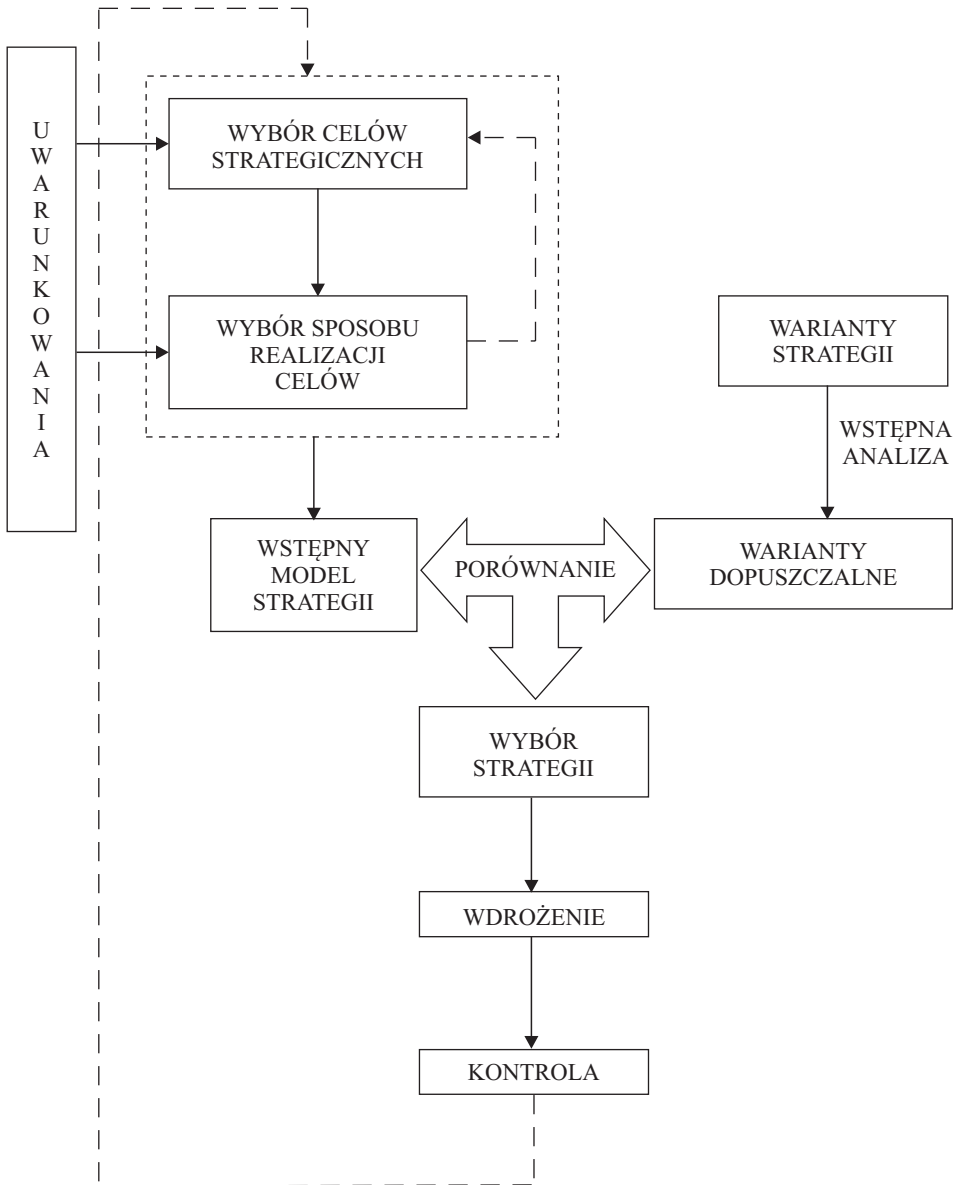
wskazuje się na różne sposoby konstruowania i wyboru strategii, które odpowiadają odpowiednim szkołom strategii. Można zauważyć, że pojęcie strategii polityki pieniężnej oraz specyfika jej zmiany i wyboru są najbardziej zbliżone do szkoły planistycznej. Zgodnie z nią efektem procesu planowania strategicznego powinna być gotowa do wdrożenia strategia, najczęściej w postaci dokumentu (Stoner i Wankel, 1997, s. 99; Oblój, 2007, 60–83).

Przebieg procedury dopasowania strategicznego został zaprezentowany na rysunku nr 9. Podjęto próbę jego odniesienia do specyfiki polityki pieniężnej. Nie omawiając szczegółowo poszczególnych etapów procedury, należy zauważyć, że kluczowym etapem jest wybór strategii zobrazowany w centralnej części rysunku. Jest on jednak poprzedzony badaniami w zakresie celów, instrumentów i kanałów transmisji. Na tej podstawie można sformułować zestaw typów strategii dopuszczalnych, które będą rozpatrywane podczas ostatecznego wyboru (por. podrozdziały 2.3.2, 2.3.3). Już bowiem wstępna analiza może wskazywać, że niektóre z typów strategii nie są adekwatne do współczesnych realiów gospodarczych. Przy wyborze należy uwzględnić strategię dotychczas stosowaną, a także nowe strategie, które nie miały dotychczas praktycznego zastosowania. Może to w szczególności mieć miejsce wtedy, gdy wstępny model pożądanej strategii znacznie odbiega od istniejących typów strategii, a uwarunkowania znacznie się zmieniły.

Następnym etapem procedury jest ocena wariantów oraz wybór pożądanego typu strategii. Trzeba przy tym określić kryteria wyboru, a następnie porównać na ich tle warianty strategiczne. Najwłaściwszym kryterium powinna być skuteczność i efektywność, które są jednak niemożliwe do określenia *ex ante*. Niemożliwe jest zatem jednoznaczne wskazanie najlepszej, uniwersalnej strategii. Różne typy będą przynosić odmienne rezultaty w różnych uwarunkowaniach. W takich okolicznościach konieczne jest wykorzystanie technik statystycznych i ekonometrycznych do symulacji skuteczności i efektywności danej strategii w rozpatrywanych uwarunkowaniach. Można się posłużyć naśladownictwem i zastosować strategię, która jest wykorzystywana w innym kraju, a analizy wskazują, że mogłaby być odpowiednia dla naszego. W procesie wyboru należy pamiętać, że główną i ogólną przesłanką w tym zakresie powinna być logiczna zgodność w obrębie celów strategicznych oraz zgodność celów ze sposobem ich realizacji i instrumentami.

Zaproponowana procedura ma charakter cykliczny, tzn. ostatni jej etap jest wstępem do pierwszego. Wynika to z konieczności regularnej weryfikacji dopasowania strategicznego w polityce pieniężnej, głównie wobec istotnych zmian uwarunkowań, np. które konstytuują deflacja¹³. Stosowanie wadliwej strategii w dłuższej perspektywie może wywoływać większe koszty niż jej

¹³ Należy mieć przy tym na uwadze ograniczenia modelowych symulacji jako narzędzi oceny i wyboru strategii polityki pieniężnej wynikające z krytyki Lucasa.



Rysunek nr 9. Procedura dopasowania strategicznego w odniesieniu do polityki pieniężnej

Źródło: Na podstawie: (Hatch, 2002, s. 114–119; Stoner i Wankel, 1997, s. 95–119).

zmiana. W ten sposób zaprezentowana procedura może stanowić ramy analityczne rozpatrywania i porównywania strategii polityki pieniężnej w odniesieniu do uwarunkowań deflacyjnych.

2.2. Antydeflacyjne działania polityki pieniężnej

Pod pojęciem działań antydeflacyjnych w tym opracowaniu rozumie się instrumenty wykorzystywane w celu wyjścia z deflacji, gdy ta już wystąpiła. Należy zaznaczyć, że instrumenty te odnoszą się do walki przede wszystkim z niepożądanymi odmianami deflacji („zła” i „brzydka”). To one bowiem podważają stabilność finansową i gospodarczą kraju (lub unii) i wymagają zdecydowanej, często niestandardowej i przy tym kosztownej reakcji władz gospodarczych, w szczególności banku centralnego. W podrozdziale tym polityka pieniężna jest rozpatrywana głównie z perspektywy, gdy deflacja już wystąpi, jakkolwiek omawiane działania standardowe i niestandardowe mogą być również wykorzystywane w celu zapobiegania deflacji oraz po jej przewyżczeniu¹⁴. Szersze spojrzenie na strategię polityki pieniężnej w obliczu deflacji, tj. w sytuacji jej prewencji, zwalczania i procesu reflacji, jest przedmiotem analiz w podrozdziale 2.3.

W celu uporządkowania działań antydeflacyjnych należy je podzielić na standardowe (konwencjonalne) i niestandardowe (niekonwencjonalne). Pod pojęciem tych pierwszych rozumie się takie, które są zgodne z dotychczas realizowaną strategią, nie naruszają jej założeń, a w szczególności odpowiednich regulacji prawnych, w tym ustaw, a nawet konstytucji itp. Są one zgodne z mandatem prawnym, jaki otrzymuje bank centralny od ustawodawcy. Nie wywołują zatem presji na zmianę strategii.

Pod pojęciem działań niestandardowych z kolei rozumie się takie, które nie są zgodne z dotychczas realizowanymi ramami strategicznymi. Mogą one być sprzeczne z regulacjami prawnymi, odpowiednimi ustawami. Powinny być zatem realizowane w porozumieniu z władzą ustawodawczą i wykonawczą. Dodatkowo mogą one nie być zgodne z wiedzą ekonomiczną, a w tym z ukształtowanym przez lata konsensem w zakresie makroekonomii i polityki gospodarczej. Działania te są przede wszystkim ukierunkowane na wywołanie pozytywnej dynamiki ogólnego poziomu cen, bez szczególnego uwzględniania efektów ubocznych, w tym długookresowych¹⁵. Wywołują one presję na zmianę ram strategicznych polityki pieniężnej.

¹⁴ Natomiast działania mające na celu zapobieżenie wystąpieniu deflacji są określane mianem prewencyjnych.

¹⁵ Przykładowy, podobny do prezentowanego poniżej zestaw działań antydeflacyjnych, w szczególności w obliczu ZGNP, przedstawiają Ball i współautorzy (2016, rozdział 3).

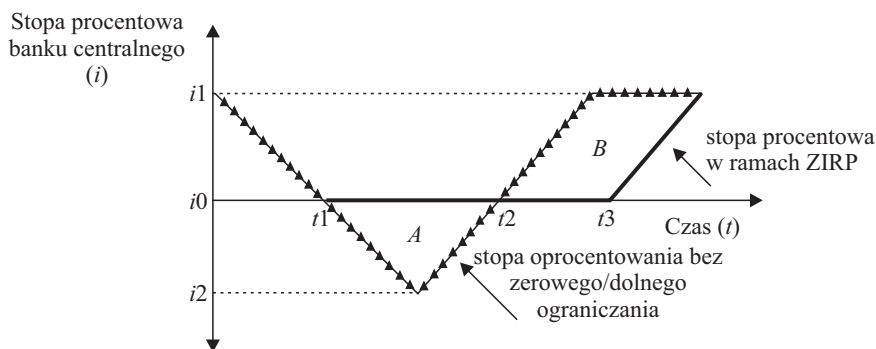
2.2.1. Działania standardowe

Jak już wspomniano wcześniej, istotą standardowych instrumentów antydeflacyjnych są takie działania operacyjne, które nie są sprzeczne z ramami strategicznymi. Uwzględniając fakt, że elementami strategii polityki pieniężnej są cele i instrumenty i to one mogą podlegać zmianom (w ramach działań operacyjnych), warto odnieść się do tych dwóch płaszczyzn.

W zakresie instrumentów można zaproponować, o ile jest to możliwe, gwałtowne obniżenie przez bank centralny stóp procentowych do poziomu zerowego lub bliskiego tej wartości, w tym poniżej zera. Ma to spowodować obniżenie realnej stopy procentowej, która z kolei ma być bodźcem pobudzającym gospodarkę, a w szczególności popyt inwestycyjny. Jeśli przyjmiemy, że realna stopa procentowa (*ex post*) to różnica między stopą nominalną i bieżącą dynamiką ogólnego poziomu cen, to w warunkach deflacji stopa realna nie może być ujemna (zakładając ZGNP) lub znacznie ujemna (zakładając DGNP na poziomie nieznacznie ujemnym). Co więcej, im głębsza jest deflacja, tym jest ona wyższa i pobudzenie gospodarki staje się utrudnione. Jeśli natomiast przyjmiemy oryginalną postać równania Fishera, zgodnie z którym realna stopa procentowa to różnica między stopą nominalną i oczekiwaną stopą zmian ogólnego poziomu cen, to skuteczność obniżania stopy realnej będzie zależeć od możliwości wywołania oczekiwań inflacyjnych w warunkach faktycznej deflacji. W takiej sytuacji można zaproponować kilka działań.

Pierwsze z nich może polegać na szybkiej i trwałej redukcji stóp procentowych do zerowego lub innego minimalnego, w szczególności ujemnego poziomu, która będzie podkreślać determinację banku centralnego do pobudzenia gospodarki, przy tym do wywołania dodatniej dynamiki cen. Taki rodzaj działania jest w literaturze określany mianem ang. *zero interest rate policy* (ZIRP). Polityka ZIRP ma jednak zastosowanie w przypadku wystąpienia ZGNP. W przypadku wystąpienia DGNP, w szczególności na ujemnym poziomie, należałoby mówić o polityce polityki minimalnej stopy procentowej (ang. *minimal interest rate policy*, MIRP). Mechanizm działania ZIRP/MIRP został przedstawiony na rysunku nr 10. W obliczu wystąpienia deflacji stopa procentowa banku centralnego zaczyna spadać z poziomu i_1 , aż napotyka zerowe/dolne ograniczenie i_0 (odpowiadające stopie zerowej lub minimalnej) w okresie t_1 . Gdyby DGNP nie wystąpiła (linia z trójkątami na rysunku), pożądaną reakcją władz pieniężnych byłoby obniżenie stopy do i_2 , a gdy zagrożenia deflacyjne zaczną ustępować jej podniesienie, docelowo do i_1 . W przypadku ZIRP/MIRP (pogrubiona linia na rysunku), którego realizacja zaczyna się w t_1 , zgodnie z zapowiedzią stopa utrzymywana jest relatywnie długo na niezmiennym poziomie i_0 do czasu t_3 , mimo że w t_2 istnieją uwarunkowania, które w normalnych okolicznościach (bez wystąpienia DGNP) wymagałyby podniesienia stopy, w tym

popędzenie dynamiki cen. Pole *A* na rysunku przedstawia zatem swoisty koszt (niedogodność) wynikającą z dolnego ograniczenia stopy nominalnej, a pole *B* swoistą rekompensatę za wcześniejszą niemożność redukcji stopy procentowej, jednak wiążącą się *de facto* z ograniczeniem swobody działań władz pieniężnych w warunkach reflacji.



Rysunek nr 10. Mechanizm działania ZIRP/MIRP

Źródło: Na podstawie: (Ugai, 2007, s. 8).

Długotrwałość obniżki krótkoterminowej stopy procentowej ma spowodować spadek długookresowych stóp procentowych¹⁶ i powinna dotyczyć z góry, możliwie precyzyjnie ustalonego okresu, nawet obejmującego czas, gdy faktyczna dynamika ogólnego poziomu cen będzie nieznacznie pozytywna. Przede wszystkim w tym przypadku należy mieć na uwadze trwałe zanikanie oczekiwań deflacyjnych. Jeśli bowiem podmioty gospodarcze będą postrzegać obniżenie stóp procentowych jako krótkookresowe, nie będą skłonne do pozyskiwania kapitału i realizacji popytu inwestycyjnego i konsumpcyjnego¹⁷.

Należy w tym miejscu zadać pytanie, czy zastosowanie ujemnych nominalnych stóp procentowych zwrotu, w tym od papierów wartościowych skarbowych oraz banku centralnego, można zaliczyć do działań standardowych, czy niestandardowych. Patrząc z dzisiejszej, pokryzysowej perspektywy jest to in-

¹⁶ Ma się tutaj na uwadze strukturę czasową stóp procentowych w postaci krzywej dochodowości (ang. *yield curve*), zgodnie z którą wartość długoterminowej stopy procentowej obligacji zależy od bieżącego i przyszłego krótkoterminowego oprocentowania, przy przyjęciu odpowiednich założeń (Mishkin, 2002, s. 201–207).

¹⁷ Pewnym sposobem na uwiarygodnienie trwałości polityki zerowej stopy procentowej realizowanej przez bank centralny jest emisja tzw. opcji Tinsleya. Polega on na emisji opcji przez bank centralny na daną stopę procentową na z góry określony okres, zgodny z horyzontem planowej polityki nastawionej na utrzymanie zerowej stopy procentowej. W przypadku niewywiązania się z obietnicy bank centralny byłby zmuszony do realizacji opcji i poniesienia kosztu. Im byłby on wyższy, tym wiarygodność utrzymania zerowej stopy procentowej w kontekście walki z deflacją byłaby wyższa (Tinsley, 1998).

strument wykorzystywany przez niektóre banki centralne. Jednak jeszcze kilka lat temu było to działanie bez precedensu. Można uznać, że mamy do czynienia z ewolucją instrumentarium współczesnej polityki pieniężnej. Możliwość wykorzystania ujemnej nominalnej i w konsekwencji – w warunkach niewielkiej deflacji – ujemnej realnej stopy procentowej wchodzi do kanonów standardowych instrumentów polityki pieniężnej. Trzeba także zauważyć, że wykorzystanie ujemnych stóp procentowych przez banki centralne nie jest zakazane prawnie i formalnie, a zatem można je zaliczyć do polityki o charakterze ilościowym, w ramach dostępnych instrumentów. Z tego względu w niniejszej pracy polityka ujemnej stopy procentowej została przedstawiona w ramach działań standardowych.

Drugim antydeflacyjnym działaniem operacyjnym może być ustanowienie celu dotyczącego ogólnego poziomu cen na relatywnie wysokim poziomie, powyżej tego, jaki ma zastosowanie, w normalnych warunkach, gdy ani deflacja, ani jej zagrożenia nie występują. Ważne jest, aby ten cel, tak jak w przypadku instrumentów, dotyczył odpowiednio długiego horyzontu czasowego, a poza tym aby był zdecydowanie nadrzędny w działaniach banku centralnego. Jeśli podmioty gospodarcze sektora prywatnego „uwierzą” w tak określony cel oraz uwzględnią go w swoich decyzjach i działaniach, to szansa realizacji celu (na zasadzie samospełniającej się prognozy) wzrośnie. Może być to jednak trudne, jeśli podmioty uznają, że nowy, relatywnie wysoki cel ma charakter przejściowy, a bank centralny odejdzie od jego realizacji zaraz po wyjściu z deflacji. Dlatego też ważna jest wiarygodna i *explicite* sformułowana zapowiedź władz monetarnych realizacji celu w dłuższym okresie niż występowanie ujemnej dynamiki cen. Okres ten powinien być wyraźnie określony w ramach tzw. polityki reflacyjnej. W zakresie korekty celu polityki pieniężnej możliwe jest również inne rozwiązanie, dotyczące zastosowania kontroli poziomu cen. Ze względu jednak na to, że rozwiązanie to nie wpisuje się w konsens współczesnej strategii polityki pieniężnej, zostanie przedstawione i zaproponowane w dalszej części opracowania (podrozdział 2.3.3).

Należy zaznaczyć, że skuteczność obu propozycji będzie większa, po pierwsze, w sytuacji, gdy deflacja trwa niezbyt długo, a po drugie, gdy nie jest zbyt wysoka¹⁸. Wtedy odpowiednie działania władz monetarnych, przede wszystkim oddziałujące na oczekiwania co do dynamiki ogólnego poziomu cen, mogą bardziej skutecznie wywołać oczekiwania inflacyjne i być pomocne w wyjściu z deflacji. W przeciwnej sytuacji trudno będzie przekonać podmioty gospodarcze, że w przyszłości ceny nie będą spadać, i spowodować, aby uwzględniły one dodatnią dynamikę cen w swoich oczekiwaniach i faktycznych decyzjach dotyczących m.in. popytu konsumpcyjnego i inwestycyjnego. Jednocześnie

¹⁸ Najlepiej natomiast, gdyby proponowane działania były podjęte jeszcze przed wystąpieniem deflacji. O polityce prewencyjnej będzie mowa dalej.

uwidacznia się tutaj duża rola oczekiwań inflacyjnych w działaniach antydeflacyjnych. Bez ich kontroli bank centralny nie jest w stanie skutecznie walczyć z deflacją ani w ramach instrumentów standardowych, ani niestandardowych. W tym kontekście bardzo ważna staje się zatem polityka informacyjna władz pieniężnych, a przede wszystkim *forward guidance* jako instrument kształtujący oczekiwania i w konsekwencji o charakterze antydeflacyjnym.

2.2.2. Działania niestandardowe

Jedną z podstawowych metod przeciwdziałania deflacji jest luzowanie ilościowe (ang. *quantitative easing*), polegające na zwiększeniu bazy monetarnej poprzez wielkoskalowe operacje otwartego rynku oparte np. na krótkoterminowych, skarbowych papierach dłużnych, bezwarunkowy skup długoterminowych obligacji skarbowych lub też niesterylizowane nabycie waluty zagranicznej (zob. dalej). Ma ono oddziaływać na gospodarkę, pomimo DGNSP, poprzez pobudzenie szerszego agregatu pieniądza (np. M2), a jeśli to nie nastąpi, to poprzez zwiększenie płynności systemu finansowego przyczyni się do uniknięcia potencjalnego kryzysu finansowego czy zachęci instytucje finansowe do zwiększenia ryzyka w zarządzaniu portfelem. Ten ostatni kanał oddziaływania może się pośrednio przyczynić do pobudzania gospodarki, w szczególności w sytuacji zablokowania akcji kredytowej banków¹⁹.

Abstrahując w tym miejscu od praktycznej skuteczności takiej metody, można wobec niej wysunąć zarzut teoretyczny, że zgodnie z istotą pułapki płynności również taki rodzaj działania jest nieskuteczny. Krótkoterminowe obligacje stają się substytutami pieniądza i zwiększenie bazy monetarnej nie wpływa na gospodarkę (zob. rozdział 1, np. koncepcja pułapki płynności Keynesa). Jednak jeśli podmioty gospodarcze uwierzą, że baza monetarna będzie wyższa nawet po ustąpieniu deflacji, to w powiązaniu z oczekiwaniami inflacyjnymi metoda może być skuteczna (Auerbach i Obstfeld, 2003).

W obliczu nieskuteczności lub ograniczonej skuteczności wielkoskalowych krótkoterminowych operacji otwartego rynku bank centralny dodatkowo, w ramach działań niestandardowych, może zmienić charakter wykorzystywanych w tych operacjach papierów wartościowych – głównie w odniesieniu do okresu i ryzyka. Należy uwzględnić w tym zakresie możliwość nabywania, po pierwsze, długookresowych obligacji skarbowych, a po drugie, papierów wartościowych bardziej ryzykownych, sektora prywatnego, np. przedsiębiorstw.

Jeśli chodzi o pierwszy sposób, to wynika on z próby obniżenia długoterminowych stóp procentowych w sektorze prywatnym, które nie muszą spaść do

¹⁹ Porównaj rozważania na temat luzowania ilościowego w obliczu stóp procentowych bliskich zeru Rzońcy (2014, rozdział 5 oraz s. 469–474).

zera w obliczu klasycznej wersji ZGNSP (dotyczy ona głównie stóp krótkookresowych). Obniżenie długoterminowych stóp procentowych, które są podstawą decyzji dotyczących wydatków (szczególnie inwestycyjnych) podmiotów gospodarczych, ma wywołać pobudzenie gospodarki. Za skutecznością takiego wykupu przemawia fakt, że w warunkach kryzysowych wzrasta ryzyko spadku ceny długoterminowych papierów wartościowych, co wywołuje chęć ich sprzedaży przez podmioty sektora prywatnego. Premia czasowa spadnie przy jednoczesnym zahamowaniu tendencji spadkowej ceny tych aktywów oraz spadku długoterminowej stopy procentowej. Dodatkowo bank centralny, próbując obniżyć długoterminowe stopy procentowe i zatrzymać spadek cen papierów wartościowych, mógłby „wzmocnić” powyższe działania, ogłaszając i realizując ZIRP, włączając okres po ustąpieniu deflacji, co przyczyniłoby się do pobudzenia oczekiwań inflacyjnych.

Należy mieć na uwadze, że aby niekonwencjonalne operacje otwartego rynku przyniosły pożądane rezultaty, bank centralny musi, po pierwsze, zaoferować odpowiednio wysoką cenę za skupowane papiery wartościowe, a po drugie, musi dokonać operacji na dużą skalę. W przypadku wykorzystania małej ilości i jednolitych papierów wartościowych będzie dochodzić do znacznego wypaczenia mechanizmu rynkowego, a inwestorzy będą mieli pokusę dokonywania dalszych transakcji papierami skupowanymi przez bank centralny. Potęguje to ryzyko poniesienia strat w przyszłości i w konsekwencji koszty polityki antydeflacyjnej w krótkim i długim czasie.

Jeszcze bardziej niekonwencjonalnym działaniem banku centralnego jest kupno bardziej ryzykownych aktywów realnych, jak np. akcji i obligacji przedsiębiorstw. Taki krok mógłby spowodować zahamowanie spadku, a nawet wzrost ich cen. Nastąpiłaby poprawa bilansów, struktury portfeli podmiotów gospodarczych, co umożliwiłoby „pobudzenie” systemu finansowego i dalej ekspansję zagregowanego popytu poprzez różne kanały transmisji (Mishkin, 1996, s. 33–44). Dodatkowo obok kredytowania przedsiębiorstw w postaci np. skupu obligacji wskazuje się nawet możliwość tzw. „zastrzyków pieniężnych” polegających na bezpośrednim dodruku pieniądza, co jest jeszcze bardziej kontrowersyjnym rozwiązaniem w tej grupie (Jurek, 2004, s. 77).

Tak jak w przypadku każdej z niestandardowych metod zwalczania deflacji, również w tym przypadku pojawiają się wątpliwości. Po pierwsze, należy zadać pytanie, jaki rodzaj aktywów miałby skupować bank centralny, a w tym, w odniesieniu do których przedsiębiorstw (np. akcje, obligacje). Taki dylemat wynika z możliwości wykorzystania lobbingu, co mogłoby naruszać instytucję niezależności banku centralnego. Obawa ta tylko potwierdza, że ten typ działań jest niestandardowy i podważa konsens w zakresie ekonomii i polityki pieniężnej.

Dodatkowo problem jest potęgowany faktem własności i (lub) współwłasności przedsiębiorstw przez władze publiczne. Mimo tendencji prywatyzacyjnej,

podważonej w pewnym stopniu przez ogólnoświatowy kryzys finansowy i gospodarczy, znaczna część przedsiębiorstw znajduje się w rękach państwa. Bank centralny, skupując aktywa sektora prywatnego, powinien z założenia wyłączyć tego typu firmy, a dodatkowo kupować szerokie pakiety aktywów, a nie koncentrować się na pojedynczych przypadkach. Co prawda takie postępowanie jest logiczne, ale jedynie zmniejsza problemy tutaj nakreślone.

W końcu trzecim powiązaniem problemem jest duże ryzyko możliwych strat poniesionych przez bank centralny w przypadku zakupu aktywów przedsiębiorstw, które są narażone na znaczne pogorszenie swojej sytuacji finansowej, a nawet bankructwo. Jest to tym bardziej zasadne w uwarunkowaniach, jakie konstytuuje deflacja i często powiązany z nią kryzys.

Skoro kanał stopy procentowej, na którym w dużym stopniu opiera się współczesna polityka pieniężna, jest zablokowany lub nie działa całkowicie sprawnie w warunkach deflacji, w takich okolicznościach można zaproponować wykorzystanie innego ważnego kanału transmisji – kursu walutowego. Mechanizm pobudzenia gospodarki, w tym dynamiki ogólnego poziomu cen, jest klarowny i nie wymaga szerszego wyjaśnienia. Odbywa się poprzez osłabienie kursu waluty krajowej pozytywnie wpływające na wymianę handlową (pobudzenie eksportu i ograniczenie importu), która – będąc składnikiem PKB – wywołuje w tym zakresie pobudzenie zagregowanego popytu i cen. Problem jednak dotyczy sposobu i uwarunkowań wywoływania osłabienia kursu. Należy wyraźnie rozgraniczyć dalsze rozważania dotyczące reżimu płynnego i stałego kursu walutowego, mając na uwadze różne rodzaje tego drugiego systemu.

W systemie płynnego kursu walutowego, zakładając, że deflacja występuje asymetrycznie w danym kraju (a nie w wielu gospodarkach lub w większości gospodarek na świecie), może się okazać, że reakcja władz gospodarczych nie jest potrzebna w celu osłabienia kursu. Mając na uwadze, w warunkach deflacji, niskie stopy procentowe i negatywne perspektywy gospodarcze wywołujące oczekiwania deprecjacyjne, faktyczne osłabienie kursu walutowego powinno nastąpić automatycznie. Ze względu na niską opłacalność krajowych aktywów i rosnące ryzyko gospodarcze nastąpi bowiem ucieczka kapitału, która obniżając popyt na daną walutę, wywołuje jej deprecjację. Jeśli jednak samoczynna deprecjacja nie nastąpi, np. ze względu na równoległe załamanie gospodarcze w innych krajach, władze pieniężne mogą na zasadach rynkowych (nie podważając znacznie zasad systemu płynnego kursu walutowego) wywołać osłabienie, sprzedając walutę krajową w zamian za zagraniczną. Takie działania będą jednak możliwe i przyniosą skutek, gdy zagraniczne i krajowe aktywa nie będą doskonałymi substytutami i znajdą się podmioty gotowe zakupić walutę kraju, którego dotyczy deflacja, ewentualnie powiązana z sytuacją kryzysową (Sarno i Taylor, 2001, s. 839–868).

Dodatkowo należy wskazać na dwa kolejne problemy. Po pierwsze, na konieczną skalę interwencji walutowej, która będzie w stanie w odpowiednim

stopniu wpłynąć na deprecjację kursu. Doświadczenia historyczne, i to w warunkach dodatniej dynamiki cen, wielokrotnie pokazały na niewielkie możliwości wpływu władz monetarnych w ten sposób na kurs walutowy. Interwencja taka może być jednak skuteczna w sytuacji, gdy jest powiązana z kształtowaniem deprecjacyjnych oczekiwań kursowych, które pogłębiłyby faktyczny zakres interwencji walutowej. Warunkiem jest to, że podmioty gospodarcze „uwierzą” w prowadzoną w ten sposób i w takich okolicznościach wyprzedaż waluty krajowej. Doświadczenia pokazują, że w warunkach niestabilności systemu finansowego i gospodarczego, także tych o charakterze ogólnoswiatowym, oczekiwania deprecjacyjne w dużym stopniu dotyczą krajów rozwijających się i to w nich dochodzi do faktycznego osłabienia kursu. W ten sposób są one niejako „uprzywilejowane” w tym sposobie wyjścia z deflacji.

Po drugie, należy mieć na uwadze możliwość reakcji odwetowej innych krajów, przede wszystkim, jeśli również w nich występuje deflacja i chęć pobudzenia gospodarki poprzez osłabienie waluty. Reakcja taka podważa skuteczność działań krajowych, a nawet może *per saldo* przynieść efekty przeciwne, jeśli siła i skuteczność oddziaływania na kurs zagranicy będzie większa. Reakcja odwetowa jest także, a nawet w większym stopniu, możliwa w kontekście osłabienia waluty w systemie kursu sztywnego (por. zjawisko „wojen walutowych” w latach 30. XX w. (Eichengreen i Sachs, 1985, s. 925–946)²⁰.

Abby zwiększyć skuteczność działań w zakresie osłabienia waluty, można wykorzystać, o ile taki rodzaj sztywnego kursu nie jest już stosowany, system pełzającego pasma (ang. *crawling band*) lub pełzającej dewaluacji (ang. *crawling peg*). W tym pierwszym przypadku kurs nadal kształtowałby się głównie na zasadach rynkowych, ale w ramach dopuszczalnego pasma wahań, które dodatkowo byłoby regularnie (np. comiesięcznie) dewaluowane. Taki reżim nie eliminuje trudności związanych z kontrolą kursu opisanych powyżej, ale może w lepszym stopniu kształtować oczekiwania kursowe. Władze gospodarcze bowiem nakładają na siebie zobowiązanie interwencji walutowej, gdy kurs obecny lub prognozowany miałby wykraczać poza dopuszczalne pasmo. Podmioty gospodarcze będą miały lepsze podstawy do formułowania oczekiwań deprecjacyjnych i tym samym ożywienia wymiany handlowej, w szczególności dostrzegając trwałość zaplanowanej w ten sposób polityki kursowej decydentów oraz mając na uwadze wiarygodność działań banku centralnego w przeszłości (np. co do utrzymania planowego pasma wahań kursu czy ewentualnie co do skuteczności realizacji celu stabilności cen)²¹.

²⁰ Należy zaznaczyć, że autorzy są zwolennikami wykorzystania osłabienia waluty jako instrumentu antykryzysowego i antydeflacyjnego. Mimo możliwości reakcji odwetowej mogą wystąpić obopólne korzyści.

²¹ Dla porównania współczesnych rozważań na temat polityki kursu walutowego jako instrumentu antydeflacyjnego zob.: (Franta, Holub, Král, Kubicová, Šmídková i Vašíček, 2014).

Wiarygodność antydeflacyjnej interwencji kursowej mogłaby być dodatkowo zwiększona, gdyby odbywała się na zasadzie reguły o postaci funkcji reakcji, w której jedną z kluczowych zmiennych wyjaśniających byłoby odchylenie (faktyczne lub prognozowane) kursu bieżącego od docelowego. Taka reguła mogłaby funkcjonować, dopóki pożądaną poziom cen lub stopa inflacji byłyby osiągnięte. Po czasie stosowania takiej hybrydowej polityki pieniężnej, opartej na kontroli kursu walutowego i dynamiki cen, nastąpiłoby przejście na strategię BCI lub KPC²². Zbyt wczesna rezygnacja z wykorzystania pełzającego pasma mogłaby doprowadzić do niepożądanej w takich uwarunkowaniach aprecjacji waluty krajowej i znacznych strat w utrzymywaniu rezerw waluty zagranicznej. Taki trójfazowy sposób wyjścia z deflacji został zaproponowany przez Svenssona i określony mianem „bezpiecznego” (ang. *foolproof way*). Składa się on, po pierwsze, z ogłoszenia celu w postaci ścieżki stopniowo rosnącego poziomu cen, rozpoczynając od poziomu powyżej bieżącego, po drugie, z przeprowadzenia osłabienia kursu w ramach dewaluacji oraz, po trzecie, z odejścia od kontroli kursu i – szerzej – strategii mieszanej, gdy zostanie osiągnięta wyznaczona, pożądana ścieżka wzrostu poziomu cen (Svensson, 2003, s. 15). Wobec takiego antydeflacyjnego planu działania, poza wskazaną potencjalną reakcją odwetową zagranicy, można poczynić zasadniczy zarzut, że oznacza on przejście z inflacyjnej (dokładniej dotyczącej poziomu cen) kotwicy nominalnej na kotwicę kursową. Teoria i praktyka polityki gospodarczej wskazują na trudności wykorzystania obu kotwic jednocześnie, chyba że jedna (raczej kursowa) jest wyraźnie podporządkowana drugiej (dotyczącej dynamiki ogólnego poziomu cen).

Kompleksowe i specyficzne podejście do działań antydeflacyjnych i antykryzysowych prezentuje Werner (2005, s. 261–266). Prezentowane przez tego autora makroekonomiczne podstawy teoretyczne zostały przedstawione w poprzednim rozdziale. Na tym tle można stwierdzić, że w obliczu DGNSP i sytuacji, gdy banki komercyjne – ze względu na złe długi – nie udzielają kredytów lub robią to na niewielką skalę, bank centralny jest odpowiedzialny za wyjście z deflacji, bowiem jego polityka często jest przyczyną kryzysu (Werner, 2005, s. 265–266).

Działania antydeflacyjne powinny polegać na kreacji kredytu, która powinna być realizowana przez bank centralny w odniesieniu do własnego kredytu, a przede wszystkim banków komercyjnych²³. To właśnie kreacja kredytu jest determinantą oddziałującą na nominalne PKB, co przedstawia formuła:

²² O strategii kontroli poziomu cen będzie mowa w dalszej części rozdziału.

²³ Liczne przykłady z ostatnich lat pokazują jednak, że kredyt wykreowany przez bank centralny może się przekształcić w depozyty banków komercyjnych w banku centralnym i nie wpływać generalnie na procesy gospodarcze.

$$\Delta(P_R Y) = V_R \Delta C_R, \quad (2.1)$$

gdzie:

C_R – kredyt dla sfery realnej,
pozostałe oznaczenia jak wcześniej.

Należy zwrócić jednocześnie uwagę, że – zdaniem Wernera – to nie stopa procentowa jest kluczowym czynnikiem wpływającym na wielkości makroekonomiczne – nie tylko w sytuacji jej spadku do poziomu zerowego, ale dla wszystkich wartości – w wyniku niedoskonałej informacji i racjonowania kredytu²⁴.

W kontekście metod walki z deflacją ten sam autor podkreśla, że nie należy niezbędnej w tym kontekście agresywnej kreacji kredytu utożsamiać ze wzrostem pieniądza wielkiej mocy (Werner, 2005, s. 261–262) oraz agregatów depozytowych (np. M1, M2 itd.) (Werner, 2005, s. 262). Jeśli chodzi o propozycje konkretnych działań w tym zakresie, można je podzielić na odnoszące się do kreacji własnego kredytu przez bank centralny oraz do kreacji kredytu banków komercyjnych. W odniesieniu do tej pierwszej grupy należy zauważyć występujący nadmierny popyt na kredyt u niektórych podmiotów instytucjonalnych i indywidualnych (np. małe firmy czy rząd), które nie mają bezpośredniego dostępu do „zamkniętego rynku” (ang. *closed call market*, czyli międzybankowy rynek pieniężny), gdzie w znacznej mierze są skoncentrowane operacje otwartego rynku. Bank centralny powinien przeprowadzać operacje w ramach otwartego rynku z szerokim gronem podmiotów, także spoza sektora bankowego, a nie tylko w ramach *closed call market* (Werner, 2005, s. 263).

Nawet jeśli popyt na pieniądź nie jest zbyt duży, bank centralny powinien kreować kredyt przez wykup papierów wartościowych, zarówno aktywów finansowych (np. obligacji skarbu państwa i przedsiębiorstw, akcji, weksli, waluty zagranicznej – w formie niesterylizowanych interwencji walutowych oraz innych wybranych bankowych papierów wartościowych), jak i aktywów realnych. Autor wskazuje także rozwiązania jeszcze bardziej niekonwencjonalne, jak możliwość bezpośredniego kredytowania przedsiębiorstw oraz kreację kredytu ukierunkowaną na podatników, co umożliwiłoby uniknięcie typowego dla polityki fiskalnej efektu wypierania (por. dalej). Technicznie to działanie mogłoby odbywać się przez te same kanały co ustalanie dochodów i podatków, z uwzględnieniem przeciwnego kierunku (Werner, 2005, s. 263).

Jeśli natomiast chodzi o ekspansję kreacji kredytu przez banki komercyjne, to jej warunkiem jest redukcja awersji do udzielania kredytów. Należy się li-

²⁴ Autor posługuje się nawet sformułowaniem „świat racjonowania kredytu”, podkreślając tym samym dużą rolę tego zjawiska we współczesnym systemie bankowym i finansowym, a nawet gospodarczym.

czyć z tym, że proces ten może być powolny i jest możliwy przez dostarczanie tym instytucjom pieniędzy. Pytanie natomiast, jakie mogą być źródła tej płynności. Można w tym kontekście wskazać: podatników i rząd, bank centralny oraz prywatnych inwestorów. Dalej w ramach tych źródeł należy rozważyć różne scenariusze finansowania w zależności, po pierwsze, od wyboru podmiotu, po drugie, od dostarczanej przez niego kwoty, a po trzecie, od wymagań co do świadczenia zwrotnego.

Nie rozważając wszystkich możliwych kombinacji, ich zalet i wad, za cytowanym autorem należy stwierdzić, że pożądanym rozwiązaniem jest sytuacja, w której bank centralny dostarcza całości potrzebnych środków poprzez jednorazowy wykup złych długów od banków komercyjnych po ich wartości księgowej. Takie rozwiązanie szybko poprawiłoby portfele banków i umożliwiło odblokowanie akcji kredytowej. Poza tym nie obciążałoby ono podatników i jednocześnie nie wywoływało efektu wypierania, jak w przypadku finansowania przez stronę rządową. Bank centralny przy działaniach tego typu nie musiałby w długim okresie ponosić strat, ponieważ utrzymując aktywa odpowiednio długo, mógłby je sprzedać w przyszłości z zyskiem. Należy mieć jednak na uwadze, że bank centralny nie jest instytucją nastawioną na zysk i nie powinien on przesłaniać nadrzędnych celów makroekonomicznych.

Ponadto w celu pobudzenia kreacji kredytu wśród banków komercyjnych Werner przedstawia jeszcze inne propozycje (Werner, 2005, s. 265):

- zwiększenie zysków banków przez operacje oparte na obligacjach;
- generowanie mało ryzykownych kredytobiorców dla banków komercyjnych, np. poprzez gwarancje rządowe lub banku centralnego wobec małych i średnich przedsiębiorstw, a także umożliwienie bezpośredniego udzielania kredytów dla strony rządowej;
- łagodzenie rynkowej presji w odniesieniu do regulacji bankowych, np. poprzez rozluźnienie standardów księgowych czy zwolnienie z wymogów kapitałowych.

Należy zwrócić uwagę, że w rozważaniach na temat racjonowania kredytu i wynikającej z niego potrzeby kreacji Werner przyjmuje milczące założenie, że podmioty prywatne chcą zaciągać kredyt w bankach. Patrząc z perspektywy koncepcji recesji bilansowej, wcale tak nie musi być, a głównym celem podmiotów może być spłata zadłużenia, a nie zaciąganie kredytu i zwiększenie popytu. Kreacja kredytu może się okazać niewystarczającym instrumentem. W planowaniu działań antydeflacyjnych należy komplementarnie uwzględnić oddłużanie i racjonowanie kredytu, na co wskazuje proces recesji bilansowej, a co zostało już zaznaczone m.in. w podrozdziale 1.2.1.

Rozważając działania antydeflacyjne, w obliczu poważnych ograniczeń polityki pieniężnej, należy wziąć także pod uwagę wsparcie ze strony polityki fiskalnej. Tak też się dzieje w literaturze, gdzie autorzy wskazują różne in-

strumenty w tym zakresie, komentują ich wady i zalety, a w szczególności interakcję z antydeflacyjną polityką pieniężną. Już sam fakt wykorzystania polityki fiskalnej w tych uwarunkowaniach należy uznać za działanie niestandardowe. To bowiem w kompetencjach polityki pieniężnej w normalnych okolicznościach leży dbanie o właściwą dynamikę cen. Dodatkowo bank centralny posiada najczęściej dużą niezależność, która umożliwia mu swobodę realizacji nadrzędnego celu stabilności cen. W ramach koordynacji polityki pieniężnej i fiskalnej i z uwzględnieniem faktu wpływu tej drugiej na dynamikę cen to władze fiskalne wykazują często chęć działań proinflacyjnych. Występuje presja ze strony banku centralnego na ograniczanie ekspansywności polityki fiskalnej rządu. Z drugiej strony w krajach rozwiniętych najczęściej występuje prawny zakaz finansowania polityki fiskalnej przez bank centralny.

Występuje zatem swoista asymetria koordynacji polityki pieniężnej i fiskalnej. Ta pierwsza jest przeważnie restrykcyjna i władze pieniężne domagają się tego samego kierunku działań w zakresie polityki fiskalnej, która najczęściej jest ekspansywna. Uwzględniając również instytucję niezależności banku centralnego, która często ma szeroki zakres, można mieć wrażenie pewnej izolacji polityki pieniężnej od fiskalnej. Nieprzypadkowo mówi się w tym kontekście o „państwie w państwie” w stosunku do działalności banku centralnego. Oczywiście jest to pewne uproszczenie pomijające znaczne dwukierunkowe powiązania obu filarów polityki, w tym z uwzględnieniem faktu przyczyniania się stabilności cen do wzrostu gospodarczego i dobrobytu społecznego. Poza tym nie należy takiego układu polityki gospodarczej uznawać za negatywny. Wynika on z kilkudziesięciu (nawet już więcej) lat doświadczeń historycznych i ewolucji myśli ekonomicznej od lat 60. XX w., w szczególności w ramach głównego nurtu makroekonomii, m.in. w odniesieniu do zjawisk klasycznej dychotomii, neutralności pieniądza, wyborczych cykli politycznych czy racjonalnych oczekiwań będących podstawą nowej ekonomii klasycznej. W opisywanych powyżej okolicznościach konieczność dbania polityki fiskalnej o stabilność cen w warunkach deflacyjnych i kryzysowych należy uznać za niekonwencjonalną, abstrahując jeszcze od metod potencjalnie wykorzystywanych przez rząd, w szczególności w ramach ekonomii i praktyki, jaka się rozwijała od lat 70. XX w. W latach 30., 40. i 50. XX w. antykryzysowe i antydeflacyjne wsparcie ze strony polityki fiskalnej było powszechnie stosowane w praktyce.

Należy podkreślić, że polityka fiskalna ma pewną przewagę nad pieniężną w zakresie działań antydeflacyjnych ze względu na bezpośredniość oddziaływania na dynamikę zagregowanej produkcji i cen. Polityka pieniężna oddziałuje na te wielkości w sposób bardziej pośredni, poprzez często długie i zmienne, szczególnie w sytuacji kryzysowej, kanały transmisji, z uwzględnieniem rynku pieniężnego i finansowego. Mimo to wskazane jest współdziałanie w antydeflacyjnej polityce pieniężnej i fiskalnej, co może zwiększyć wiarygodność tych

działań i pobudzić oczekiwania inflacyjne, a także przyczynić się do pozytywnych efektów w odniesieniu do bilansów instytucji finansowych oraz cen aktywów i w konsekwencji zwiększenia skuteczności działań antydeflacyjnych.

Rozważa się różne metody pobudzenia systemów bankowego, finansowego i gospodarczego przez politykę fiskalną w warunkach deflacji. Przykładowo Gerlach (2009) wskazuje dwa kierunki działań. Pierwszy to typowe wykorzystanie instrumentów fiskalnych, głównie w odniesieniu do sfery realnej gospodarki, w formie obniżenia podatków i (lub) zwiększenia wydatków publicznych, co może się wiązać z efektem wypierania, o którym będzie mowa dalej. Drugi kierunek, który odnosi się do sfery finansowej, polega na pomocy dla banków komercyjnych w celu poprawy ich portfeli i zachęcenia do udzielania przez nie kredytów (Gerlach, 2009, s. 10–11). Jest to *de facto* instrument wskazany wyżej w ramach polityki pieniężnej, z tym że źródłem finansowania w tym przypadku nie jest bank centralny, ale rząd. Można natomiast uznać pewne rozgraniczenie kompetencji banku centralnego od kompetencji rządu w tym kontekście, a mianowicie ten pierwszy ma za zadanie utrzymać płynność i ewentualnie walczyć z jej brakiem w gospodarce, natomiast ten drugi ma węższe zadanie – eliminować niewypłacalności instytucji finansowych.

Z kolei Buiter rozważa cztery możliwe sposoby interwencji. Dwa pierwsze są zbieżne z przedstawionymi przez S. Gerlacha – są to obniżenie podatków finansowane przez wzrost zadłużenia oraz wzrost wydatków rządowych na dobra i usługi finansowany przez wzrost podatków i (lub) zadłużenia publicznego (Buiter, 2003, s. 41–44). Dwa kolejne sposoby autor zaczerpnął z propozycji M. Friedmana (1969) i Feldsteina (2002).

Propozycja pierwszego ekonomisty na pograniczu polityki pieniężnej i fiskalnej, określana mianem tzw. „deszczu pieniężnego” (dokładnie ang. *Friedman's helicopter drop of money*), polega na obniżeniu podatków lub transferach pieniężnych dokonanych przez władze fiskalne, ale finansowane w postaci zwiększenia podaży pieniądza przez bank centralny. W tym przypadku konieczność realizacji świadczeń zwrotnych w przyszłości nie występuje (Buiter, 2003, s. 44–46).

Propozycja Feldsteina dotyczy zmian podatków pośrednich w celu wywołania międzyokresowego przesunięcia popytu konsumpcyjnego. Bieżący podatek VAT byłby obniżony równoległe z zapowiedzią jego podniesienia w przyszłości ponad obecny poziom. Takie rozwiązanie, wywołując dodatkowo oczekiwania inflacyjne, obniżyłoby realną stopę procentową i z założenia pobudziło konsumpcję (Buiter, 2003, s. 46, 47).

Wreszcie odnosząc się do kilkakrotnie cytowanego już Wernera, podobnie jak w kontekście działań antydeflacyjnych banku centralnego, w przypadku polityki fiskalnej również podkreśla się konieczność kreacji kredytu. Niewłaściwym rozwiązaniem według Wernera jest natomiast finansowanie ekspansji

fiskalnej przez zadłużenie. Autor wymienia i komentuje cztery metody finansowania ekspansywnej polityki fiskalnej i powstającego w ten sposób deficytu:

- własna (rządowa) kreacja kredytu – miałyby się ona dokonać poprzez monetyzację, emisję skarbową; sposób jest uważany przez autora za najlepszy (Werner, 2005, s. 258–259);
- pożyczki od banków komercyjnych w formie zwykłych kontraktów kredytowych – nie mogłyby się one dokonywać w formie obligacji; zdaniem Wernera, jest to również bardzo dobry sposób na pobudzenie gospodarki poprzez aktywizację działalności kredytowej banków, która w warunkach kryzysowych jest zablokowana (Werner, 2005, s. 254–255);
- pożyczki od banku centralnego – sposób również akceptowany przez autora, oczywiście mający charakter niestandardowy (jak wcześniej wymienione), wymagający zmian ustaw itp. oraz woli władz monetarnych, która może być wątpliwa w przypadku wspomnianego już faktu dużej niezależności współczesnych banków centralnych; należy jednak pamiętać, że powyższy problem koordynacji może nie wystąpić lub być złagodzony, gdyż w dużym stopniu w interesie banku centralnego leży dbanie o stabilność cen, która w warunkach deflacji jest poważnie zachwiana (Werner, 2005, s. 254);
- pożyczki od społeczeństwa – metoda realizowana w formie zadłużenia, emisji obligacji; uznawana przez autora za najgorszą, wywołującą efekt wypierania – rozumiany w tym przypadku w specyficzny sposób (zob. dalej) (Werner, 2005, s. 246–254).

Trzy pierwsze metody Werner uznaje za właściwe, gdyż wiążą się z kreacją kredytu, która jest niezbędnym warunkiem skuteczności antydeflacyjnej polityki fiskalnej. Metody te *de facto* są analogiczne do przedstawionych w ramach antydeflacyjnych działań banku centralnego i polityki pieniężnej. W tym przypadku odmienny jest podmiot działań, a mechanizmy są zbliżone. Ostatnia z metod, która co do mechanizmów działania ma charakter standardowy, jest przy rozpatrywanych uwarunkowaniach nieskuteczna. Wywołuje wypieranie wydatków prywatnych przez wydatki publiczne²⁵. Jednak nie jest to wypieranie poprzez stopę procentową, która w takich kryzysowych, deflacyjnych warunkach nie zareaguje, lecz jest to wypieranie poprzez dostępność. Ma ono zatem charakter ilościowy (nie cenowy) i bez wystąpienia kreacji kredytu jest całkowite. Jego istotę można przedstawić, wykorzystując równania:

$$\Delta(P_R Y) = \Delta V_R C_R \wedge \Delta(P_R Y) = \Delta C + \Delta I + \Delta X + \Delta G, \quad (2.2)$$

$$\Delta C + \Delta I + \Delta X + \Delta G = V_R \Delta C_R, \quad (2.3)$$

²⁵ Jednak gdyby podmioty prywatne nie zostały zachęczone do ponoszenia wydatków na skutek zastosowanych antydeflacyjnych, stymulujących instrumentów polityki gospodarczej, mogłyby je w tym zastąpić władze publiczne.

$$\Delta(C + I + X) = V_R \Delta C_R - \Delta G, \quad (2.4)$$

gdzie:

- C – konsumpcja,
- I – inwestycje,
- X – eksport netto,
- G – wydatki rządowe,
- pozostałe oznaczenia jak wcześniej.

Przy założeniach, że po pierwsze, ukierunkowana kreacja kredytu jest czynnikiem zwiększającym wartość produkcji w sferze realnej (niefinansowej), po drugie, szybkość obiegu pieniądza w sferze realnej jest stała, oraz po trzecie, uwzględniając składowe produktu zagregowanego: konsumpcję, inwestycje, eksport netto i wydatki rządowe (formuła 2.2), można przyjąć, że kreacja kredytu jest warunkiem wzrostu składowych i samego PKB (formuła 2.3). Na podstawie równania 2.4 można zatem sformułować wniosek, że jeśli zastosowana zostanie ekspansja wydatków rządowych przy braku kreacji kredytu, to pozostałe składniki zagregowanego popytu zmieniają się o tę samą wartość, ale w przeciwnym kierunku, co oznacza całkowite wypieranie²⁶.

Z drugiej jednak strony nie należy tej metody i w ogóle tego typu ekspansji fiskalnej odrzucać jako metody przeciwdziałania deflacji. Z powyższego wniosko-
wania wynika, że jeśli nastąpi kreacja kredytu z uwzględnieniem różnych możliwych i wspomnianych tutaj źródeł, wypieranie nie musi być całkowite, a polityka fiskalna będzie w pewnym stopniu skuteczna. W tym kontekście pojawia się potrzeba wykorzystania kilku metod i ich koordynacji, z uwzględnieniem nie tylko różnych mechanizmów, ale również podmiotów działania. Idąc dalej, występuje potrzeba sformułowania planu antydeflacyjnego rozumianego jako zbiór spójnych, skoordynowanych i rozłożonych w czasie działań polityki gospodarczej, w tym głównie pieniężnej i fiskalnej oraz kursowej, nastawionej na walkę z deflacją, z uwzględnieniem jednak konsekwencji nie tylko krótko-, ale i długookresowych.

2.2.3. Koncepcja planu antydeflacyjnego

Należy zwrócić uwagę, że kompleksowy i jednolity plan antydeflacyjny w ujęciu teoretycznym nie występuje, a także w praktyce jest to wątpliwe (zob. kolejne rozdziały). Warto zatem w tym miejscu podjąć próbę zarysowania ram takie-

²⁶ Przyjmuje się tutaj założenie, że podmioty prywatne chcą wydawać pieniądze i że jest stała pula funduszy, którą gospodarka może rozporządzać. Taka sytuacja miała zasadniczo miejsce np. w systemie pieniądza kruszcowego. Współcześnie w ramach fiducyjnej emisji kredytowej pieniądź jest endogeniczny i takie założenie jest trudne do zaakceptowania.

go planu, który mógłby stanowić uzupełnienie strategii podstawowej w ramach konstrukcji całokształtu hybrydowej strategii banku centralnego. W planie takim powinny zostać uwzględnione odpowiednie metody w odpowiedniej kolejności, w zależności od danych uwarunkowań. Można tutaj wskazać m.in. wartość, trwałość, zasięg terytorialny i ogólnie rodzaj deflacji, system kursowy, powiązanie z kryzysem finansowym i gospodarczym czy też instytucjonalne uwarunkowania, jak np. niezależność i odpowiedzialność banku centralnego czy koordynację z polityką fiskalną. Uwarunkowania te mają zatem charakter nie tylko ekonomiczny, ale także polityczny czy nawet społeczny.

Patrząc z perspektywy kraju rozwiniętego, o dużej niezależności banku centralnego, charakteryzującego się systemem płynnego kursu walutowego, można zaproponować następujący układ działań:

- standardowe działania banku centralnego;
- standardowe zmodyfikowane („średnio niestandardowe”) działania banku centralnego z wykorzystaniem bardziej ryzykownych i długookresowych aktywów;
- działania banku centralnego o dużej skali niekonwencjonalności, po części z wykorzystaniem wsparcia strony rządowej.

Przejście do kolejnego etapu odbywałoby się, gdy poprzednie działania nie przyniosłyby oczekiwanych rezultatów. Im bardziej niestandardowe są działania, tym większa jest niepewność i koszty ich skutków, w szczególności długookresowych.

Dodatkowym problemem jest szybkość i skala działań na poszczególnych etapach. Cechy te powinny być tak określone w praktyce, aby wywoływać oczekiwania inflacyjne i tym samym przyczyniać się do skuteczności i efektywności działań antydeflacyjnych. W szczególności działania standardowe powinny być zdecydowane, aby zapobiec ujemnej dynamice cen, gdy jeszcze nie wystąpiła, lub ją wyeliminować, gdy jest jeszcze niewielka i nie występują zbyt duże koszty gospodarcze. Wraz ze wzrostem kosztów samej deflacji, które wynikają m.in. z jej wysokości i trwałości, można przyjąć, że zwiększa się zasadność zastosowania metod bardziej niekonwencjonalnych, ale i potencjalnie bardziej kosztownych, głównie w długim okresie.

Przy powyższym układzie etapów działań przyjęto założenia, po pierwsze, że polityka fiskalna uwzględniająca metody niekonwencjonalne, oparta na kreacji kredytu, powinna być wykorzystana w ostateczności (etap 3), gdy deflacja byłaby wysoka i trwała oraz powiązana z kryzysem gospodarczym („zła”, „brzydka” deflacja). Możliwa jest jednak standardowa i skoordynowana z polityką pieniężną ekspansja fiskalna przy wcześniejszych etapach działań antydeflacyjnych. Dodatkowo należy zaznaczyć, że plan antydeflacyjny, nawet przy niewielkim uwzględnieniu w konstrukcji instrumentów fiskalnych, powinien być przez władze fiskalne zaakceptowany. Umożliwiłoby to włączenie

do działań antydeflacyjnych strony rządowej na kolejnych etapach reakcji. Po drugie, należy mieć na uwadze ograniczoną możliwość pobudzania gospodarki, w tym dynamiki cen przy wykorzystaniu osłabienia kursu – głównie na etapach drugim i trzecim. W założonym bowiem systemie kursu płynnego niemożliwa jest z natury rzeczy dewaluacja, a deprecjacja jest także trudna do osiągnięcia, uwzględniając sztywność stóp procentowych oraz w ogóle możliwość wpływu na wartość zewnętrzną pieniądza w sytuacji kryzysowej z wykorzystaniem rynkowych transakcji walutowych rządu i (lub) banku centralnego. Co najwyżej bank centralny może dążyć do hamowania deflacyjnie działającej aprecjacji kursu.

Przy współczesnych uwarunkowaniach o różnym charakterze (m.in. instytucjonalnym i politycznym) należy także odrzucić inne kontrowersyjne metody, w szczególności opodatkowanie pieniądza. Mogłyby one zostać zastosowane, ale w skrajnej sytuacji, gdyby deflacja była bardzo wysoka (np. ponad 10%) i trwała bardzo długo (np. kilka lat). Ich nieodpowiedzialne i zbyt szybkie zastosowanie mogłoby znacznie podważyć instytucjonalny układ polityki pieniężnej, a także w ogóle polityki gospodarczej i w konsekwencji spowodować znaczne koszty o charakterze długookresowym i strategicznym.

Przy formułowaniu awaryjnego planu antydeflacyjnego należy zadać pytanie, kiedy byłby on uruchomiony. Czy powinna o tym decydować wartość faktycznej dynamiki cen? Jeśli tak, to jaka ona powinna być, a w szczególności czy musi być ujemna? Czy może powinien o tym decydować pomiar ryzyka deflacyjnego powiązany z elementami prognozowania? Mając na uwadze koszty i mechanizmy transmisji deflacji, działania awaryjne powinny być zapoczątkowane jeszcze przed wystąpieniem faktycznej deflacji, co się wiąże z polityką makroostrożnościową. Potencjalne kryteria ilościowe dotyczące uruchomienia działań antydeflacyjnych powinny być określone w takim planie, ale ostateczna quasi-dyskrecjonalna decyzja powinna należeć do władz monetarnych, ewentualnie w porozumieniu z szerszym zakresem władz gospodarczych. Warunki wartościowe rozpatrywanej decyzji nie są uniwersalne i powinny zależeć od optymalnej i docelowej stopy inflacji w danej gospodarce, w tym wartościowego aspektu definicji stabilności cen.

Bardzo ważnym aspektem całościowego planu antydeflacyjnego jest kwestia przywrócenia „normalnej”, podeflacyjnej strategii. Nie dyskutując w tym miejscu na temat jej kształtu, warto się zastanowić, jak powinien wyglądać ten proces przejścia. Należy zwrócić uwagę, że jego istotą jest przywrócenie w polityce pieniężnej działań standardowych, opartych głównie na kanale transmisji stopy procentowej, płynności i oczekiwań inflacyjnych. W szczególności pytanie dotyczy momentu zastąpienia działań o charakterze *quantitative easing* działaniami opartymi na krótkoterminowej stopie procentowej *overnight*. Zatem aspekt strategiczny rozpatrywanej zmiany musi być zainicjowany w sferze in-

strumentalnej, operacyjnej. Obie sfery w tym przypadku idą w parze. Zmiana w zakresie instrumentów jest więc warunkiem przeprowadzenia zmian strategicznych, niezależnie od tego, jakich typów strategii dotyczą.

Można zatem zaproponować następującą kolejność rozpatrywanego procesu (Kramer i Stone, 2005, s. 19–24):

1. Kształtowanie komunikacji z otoczeniem w odniesieniu do dyskusji działań w warunkach inflacyjnych, w szczególności z wykorzystaniem publikacji raportów inflacyjnych (w tym prognoz inflacyjnych). Takie spojrzenie o charakterze *forward-looking* ma się przyczynić do pobudzenia oczekiwań inflacyjnych i tym samym przełamania oczekiwań deflacyjnych.
2. Publiczne ogłoszenie warunków zakończenia działań antydeflacyjnych opartych na *quantitative easing* oraz rozpoznanie, czy zostały one osiągnięte. Alternatywą dla takiego planowego, stopniowego podejścia jest nagła i niezapowiedziana zmiana w tym zakresie, co jednak negatywnie wpływałoby na przejrzystość i wiarygodność polityki pieniężnej i mogłoby podważyć skuteczność niestandardowych działań w przyszłości – w obliczu potencjalnego kryzysu i deflacji. Wiedza podmiotów prywatnych na temat zmiany strategicznej w polityce pieniężnej pozwala lepiej planować decyzje, np. inwestycyjne, konsumpcyjne, w dłuższym okresie, co pozytywnie wpływa na kształtowanie zagregowanej produkcji i możliwości pobudzenia dynamiki cen.
3. Zaplanowana i stopniowa realizacja redukcji nadmiernej płynności w celu umożliwienia skutecznej realizacji polityki opartej na krótkookresowej stopie procentowej. Przy nadmiernej płynności instytucje finansowe (głównie banki) nie będą zainteresowane zwiększeniem aktywności w transakcjach depozytowo-kredytowych na rynku międzybankowym, a stopa procentowa pozostanie na poziomie bliskim zeru. Po ustąpieniu deflacji pożądana jest sytuacja, gdy w obliczu zwiększonego popytu na kredyt nastąpi stopniowo przejście na bardziej restrykcyjną politykę i stopy procentowe zaczną wzrastać. W konsekwencji problem dolnej granicy nominalnych stóp procentowych zostanie przewyżniony. Musi się to odbywać w sposób stopniowy, aby nie spowodować ponownie deflacji i załamania gospodarczego. Samo zatem przejście na stopę procentową jako podstawowy, standardowy instrument nie może się odbywać zbyt szybko.
4. Ogłoszenie średniookresowego celu inflacyjnego, które ma za zadanie kształtować oczekiwania inflacyjne i dać klarowną informację o przewyżnieniu deflacji i przejściu na etap reflacji. Należy jednak zadać pytanie, czy ogłoszenie celu powinno poprzedzać zmianę w zakresie instrumentów (z *quantitative easing* na stopę *overnight*), czy powinno nastąpić po niej. W obu przypadkach występują pewne problemy. Z jednej strony trudno jest ogłaszać cel inflacyjny, gdy kanały transmisji są niestabilne, oparte na niestandardowych działaniach. Cel wtedy może być postrzegany jako mało wiarygodny, a ocze-

kiwania deflacyjne mogą nie zostać przełamane. Z drugiej strony przejście na standardowy instrument, a w szczególności w obliczu nadmiernej płynności, może się okazać nieskuteczne, gdy bank centralny nie da klarownej informacji na temat przyszłego, oczekiwanego i prognozowanego kierunku wzrostu ogólnego poziomu cen. Zatem kolejność etapów 4 i 5 tutaj rozpatrywanych jest kwestią dyskusyjną i wymagającą rozważenia, przede wszystkim w konkretnych uwarunkowaniach społeczno-gospodarczych.

5. Wprowadzenie w sferze instrumentalnej, operacyjnej krótkoterminowej stopy procentowej typu *overnight*, które jest ostatnim rozpatrywanym tutaj etapem działań podeflacyjnych, a który – jak pokazano – musi być umiejętnie zaplanowany i zrealizowany, ze szczególnym uwzględnieniem oczekiwań podmiotów sektora prywatnego. Od ich kształtowania zależy wiarygodność i skuteczność reflacji na każdym etapie jej realizacji, w tym także w odniesieniu do potencjalnych działań tego typu w przyszłości – w obliczu sytuacji kryzysowych i deflacji. Przede wszystkim chodzi o umiejętnie pobudzenie oczekiwań inflacyjnych, aby z jednej strony przewyciężyć oczekiwania deflacyjne, ale z drugiej – aby nie były one zbyt wysokie. Po okresie deflacji, w dłuższym okresie może się bowiem pojawić zbyt wysoka inflacja, wykraczająca poza definicję stabilności cen. Szczęólnego znaczenia nabiera polityka *forward guidance*, która powinna wyznaczać ścieżkę dojścia do normalnych warunków podeflacyjnych, wpływając w sposób pożądanym przez władze pieniężne na oczekiwania podmiotów prywatnych.

Plan antydeflacyjny powinien być skonstruowany na drodze współpracy banku centralnego i rządu. Mimo że współczesne banki centralne krajów rozwiniętych są wysoce niezależne, to plan nieuwzględniający antydeflacyjnych działań fiskalnych i współpracy obu filarów polityki gospodarczej nie będzie skuteczny i efektywny. W tym przypadku szczególnie istotna jest koordynacja tzw. *policy mix*. Dodatkowo, budując plan antydeflacyjny, należy odpowiedzieć na pytanie, czy powinien być on upubliczniony. Z jednej strony bowiem klarownie wyznaczałby kierunek działań antydeflacyjnych i tym samym zwiększał ich wiarygodność, w szczególności gdyby były one planowo realizowane, z drugiej jednak strony mogłoby się pojawić ryzyko nadużycia wynikające z możliwości wykorzystania na własną korzyść głównie instrumentów niestandardowych przez różne podmioty gospodarcze. Wydaje się zatem, że racjonalnym rozwiązaniem byłoby upublicznienie faktu posiadania takiego planu i ewentualnie zarysu jego głównych założeń i etapów oraz przedstawienie procesu wykorzystania instrumentów standardowych. W tym kontekście szczególną rolę powinna odgrywać odpowiednia, dobrze zaplanowana polityka informacyjna.

2.3. Strategia polityki pieniężnej w obliczu deflacji

2.3.1. Proces dopasowania strategicznego w warunkach deflacji

Deflacja jako specyficzne i szkodliwe zjawisko podważa strategiczny układ polityki pieniężnej nie tylko w krótkim okresie podczas jej przezwyciężania, ale wymusza także dostosowania długookresowe w tym zakresie. Po pierwsze, należy rozważyć możliwe oddziaływanie deflacji na kształt strategii w „normalnych” okolicznościach, czyli gdy deflacja nie występuje. Swoista „normalna” strategia powinna być tak skonstruowana, aby zapewnić prewencję przed deflacją, gdy realne ryzyko jeszcze nie występuje, jak i gdy ryzyko jest duże, a prognozy wskazują na znaczne prawdopodobieństwo wystąpienia ujemnej dynamiki cen. Warto na tym tle porównać współczesne typy strategii polityki pieniężnej i odpowiedzieć na pytanie, która z nich jest najlepiej dopasowana do takich uwarunkowań (por. kolejne punkty w tym podrozdziale)

Po drugie, należy tak ukształtować ramy strategiczne, aby „normalnej” strategii towarzyszył plan awaryjny na wypadek deflacji, który będzie zawierał elementy prezentowane w poprzednim podrozdziale oraz ewentualnie w podrozdziale 2.3.3 w kontekście analizy strategii kontroli poziomu cen. W takich okolicznościach strategię polityki pieniężnej można uznać za hybrydową, składającą się z dwóch zasadniczych części: podstawowej i awaryjnej – głównie o charakterze doraźnym, lecz również mającej na uwadze skutki długookresowe. W tym miejscu w centrum zainteresowania są rozważania dotyczące typu strategii podstawowej, stosowanej w „normalnych” warunkach.

Jeszcze przed bezpośrednim odniesieniem do wyboru konkretnego typu strategii (por. podrozdział 2.3.2), należy wyraźnie wskazać, jakie cechy powinna ona posiadać i jakie wymogi powinna spełniać w warunkach podeflacyjnych i w obliczu potencjalnych zagrożeń tego typu w przyszłości. Jeśli chodzi o zestaw instrumentów, to powinien on być uzupełniony o takie, które mogą być skuteczne w zapobieganiu i dalszej walce z deflacją. Zostały one wskazane w poprzednim podrozdziale. Należy przy tym rozstrzygnąć, które z nich bezpośrednio włączyć do standardowego instrumentarium, a które powinny być uwzględnione w planie awaryjnym i użyte w sytuacji nadzwyczajnej. W tym drugim przypadku jednak powinny być one wyraźnie zaplanowane, a odpowiednie dokumenty, w tym o charakterze ustawowym, powinny umożliwiać ich wykorzystanie w sytuacji wyjątkowej. Nie może być tak, że w obliczu kryzysu i deflacji użycie instrumentów niestandardowych wiąże się z łamaniem strategii, ustaw itp. i w związku z tym świadczy o „zaskakiwaniu” władz gospodarczych. Negatywnie wpływa to na przejrzystość, wiarygodność i w efekcie skuteczność takich działań. Oczekiwanie inflacyjne w takich warunkach nie mogą być w sposób pożądanym przez

decydentów kształtowane i kontrolowane. Władze gospodarcze w warunkach zagrożeń deflacyjnych i samej deflacji powinny mieć znaczną swobodę zarówno w polityce ilościowej, czyli zmian wartości dotychczasowych instrumentów, jak i jakościowej, czyli wykorzystania nowych, w tym niestandardowych instrumentów. Jest to zatem argument na rzecz tego, aby strategia charakteryzowała się odpowiednim stopniem elastyczności i dyskrecjonalności.

W sferze instrumentów trzeba zwrócić szczególną uwagę na kurs walutowy. Jego wykorzystanie wobec ryzyka deflacyjnego odnosi się do alternatywnego wobec stopy procentowej kanału transmisji. Wobec jego zablokowania w obliczu DGNSP rynkowa interwencja walutowa lub pewne usztywnienie kursu może przynieść oczekiwany rezultat, w szczególności w ramach działań zapobiegawczych – jako wzmocnienie standardowego obniżenia stopy procentowej.

Jeśli natomiast chodzi o wyzwania, jakie konstytuuje deflacja wobec sfery strategicznych celów polityki pieniężnej, warto się odnieść do dwóch aspektów. Po pierwsze, do samej stabilności cen jako nadrzędnego celu współczesnej polityki pieniężnej. Należy rozważyć, jaki wpływ na jej definicję mają uwarunkowania deflacyjne. Po drugie, w szerszym ujęciu warto odnieść się do kwestii wpływu deflacji na układ celów finalnych.

W pierwszym aspekcie należy rozważyć m.in. wartościowy aspekt stabilności cen. Docelowa stopa zmian ogólnego poziomu cen, najczęściej w postaci celu inflacyjnego sformułowanego *explicite*, powinna być określona na optymalnym poziomie, tak aby minimalizować koszty związane zarówno z inflacją (zbyt wysoką oraz zbyt niską), jak i deflacją. Docelowa stopa inflacji powinna zapewniać „bufor bezpieczeństwa” przed deflacją, w tym powinna uwzględniać negatywne zjawiska z nią związane, m.in. SPND, DGNSP, pułapkę płynności, spiralę deflacyjną oraz błędy pomiaru dynamiki ogólnego poziomu cen. W celu zobrazowania tych aspektów w kontekście wyznaczania celu inflacyjnego można posłużyć się formułą 2.5:

$$\Pi^* = \Pi_B + \max\{\Pi_{SPND}, \Pi_{DGNSP}, \Pi_{ZD}, \dots\}, \quad (2.5)$$

gdzie:

- Π^* – wartość celu inflacyjnego,
- Π_B – wartość błędu pomiaru inflacji,
- Π_{SPND} – stopa inflacji uwzględniająca zjawisko sztywności płac nominalnych w dół,
- Π_{DGNSP} – stopa inflacji stanowiąca zabezpieczenie przed zjawiskiem dolnej granicy nominalnych stóp procentowych,
- Π_{ZD} – stopa inflacji stanowiąca zabezpieczenie przed innymi zagrożeniami deflacyjnymi, jak np. pułapką płynności czy spiralą deflacyjną.

Na początku formuły należy uwzględnić zjawisko błędu pomiaru dynamiki ogólnego poziomu cen, a przede wszystkim przeszacowanie. Najlepiej jednak, aby błędy te były wyeliminowane, a nie włączane do wartości docelowej. Czynniki te ma zatem odmienny charakter od pozostałych wskazanych w procedurze, ponieważ dopiero jego uwzględnienie sprawia, że w rzeczywistości osiągana jest docelowa stopa inflacji. Pozostałe zjawiska mają względem siebie charakter substytucyjny, czyli maksymalna wartość inflacji wynikająca z każdego z nich zapewnia bufor dla wszystkich pozostałych. Wartość ta zatem jest dodawana do błędu pomiarowego. Formuła kończy się wielokropkiem, co oznacza, że można w niej uwzględnić inne czynniki, mniej lub bardziej związane z uwarunkowaniami deflacyjnymi, jak np. stopę inflacji uwzględniającą regionalne zróżnicowania dynamiki ogólnego poziomu cen w przypadku unii walutowej (por. podrozdział 4.2) czy stopę inflacji wynikającą z korzyści renty emisyjnej. Ostatni argument w obliczu współczesnych uwarunkowań polityki pieniężnej krajów rozwiniętych, w tym niezależności banku centralnego, ma coraz mniejsze znaczenie²⁷. Szacunki poszczególnych czynników z formuły 2.5 będą odmienne dla każdego kraju/unii, a zatem niemożliwe jest wskazanie uniwersalnej optymalnej wartości celu inflacyjnego.

Z problemem ustalania wartości celu inflacyjnego wiąże się konieczność uwzględnienia zarówno zagrożeń inflacyjnych, jak i deflacyjnych. Jest to jednak ogólne i mało precyzyjne wyzwanie, które często jest podkreślane zarówno w kręgach akademickich, jak i praktyki gospodarczej. Sama docelowa wartość ogólnej dynamiki poziomu cen, wskazywana w teorii, jak i zgodna z praktyką bankowości centralnej, która jest zawsze pozytywna, dowodzi pewnej asymetryczności już od strony założeń strategicznych. Zbyt niska inflacja wywołuje duże koszty społeczno-gospodarcze. Zerowa dynamika cen nie jest optymalna z tego punktu widzenia. Można przyjąć, że deflacja jest bardziej szkodliwa od inflacji, m.in. porównując symetryczne wartości ich stóp zmian.

Podkreśleniu symetryczności w zakresie stabilności cen może służyć punktowe ujęcie celu inflacyjnego, z ewentualnym pasmem dopuszczalnych wahań²⁸, zamiast celu w postaci pasma. Ten drugi sposób z jednej strony nie daje podmiotom jasnego punktu odniesienia dla formułowania oczekiwań inflacyjnych,

²⁷ Dochody osiągnięte przez banki centralne w wyniku renty emisyjnej nie stanowią celu samego w sobie. Są raczej efektem ubocznym prowadzonych działań z zakresu emisji pieniądza i polityki pieniężnej. Znaczna ich część jest przekazywana do budżetu państwa w formie transferu zysku oraz pożyczek banku centralnego. Zysk emisyjny może być wysoki jedynie przy bardzo wysokiej stopie inflacji. Dla dynamiki cen odpowiadającej współczesnym celom inflacyjnym krajów rozwiniętych (2–3%) jest on znikomy (Romer, 2000, s. 456–465). O sposobach definiowania i pomiaru senioratu zob. także np. w: (Maliszewski, 2001; Cukrowski i Janecki, 2001).

²⁸ Bardziej radykalną propozycją w tym zakresie jest ujęcie celu w postaci poziomu cen zamiast stopy jego zmian. Takie rozwiązanie wiąże się z wykorzystaniem odmiennej strategii i zostanie szerzej przedstawione w dalszej części rozdziału.

a z drugiej strony stwarza pokusę dla władz monetarnych realizacji wartości skrajnych pasma. Takie okoliczności zamazują symetryczne podejście do realizacji stabilności cen.

W związku z tymi uwagami już od strony realizacji polityki pieniężnej można zasugerować swoistą asymetryczność deflacyjną. Gdy pojawiają się zagrożenia deflacyjne, wyrażone np. w prognozach i oczekiwaniach, działania władz monetarnych muszą być bardziej agresywne niż w przypadku zagrożeń dotyczących inflacji. Rozważania z rozdziału pierwszego pokazują, że spirala deflacyjna, po pierwsze, wywołuje większe koszty, a po drugie, może się rozwijać bardziej dynamicznie w porównaniu do spirali inflacyjnej. Nie należy jednak nie doceniać spirali tego drugiego typu, przede wszystkim w okresie bezpośrednio po wyjściu z deflacji. Towarzysząca działaniom antydeflacyjnym ekspansja fiskalna może skutkować pogorszeniem stanu finansów publicznych, wyrażonego wysokim deficytem i rosnącym długiem publicznym. Taka sytuacja może tworzyć dodatkową presję na wzrost dynamiki ogólnego poziomu cen. Jej poprawa musi być jednak rozłożona w czasie, aby nie wywoływać załamania sfery realnej gospodarki i ponownego wystąpienia kryzysu i deflacji.

Warto poddać także dyskusji wpływ deflacji na układ strategicznych celów polityki pieniężnej, przede wszystkim w kontekście nadrzędności stabilności cen. Pewne uwagi na ten temat zostały już poczynione w podrozdziale 1.3.1 w kontekście SPND, na tle krzywej Phillipsa i w odniesieniu do walki z bezrobociem oraz pobudzania (szerzej stabilizacji) dynamiki PKB. Płaska krótkookresowa i niepionowa długookresowa krzywa Phillipsa wskazuje na możliwość bardziej elastycznej realizacji celu inflacyjnego i zwrócenia większej uwagi na cele drugorzędne, w szczególności, gdy istnieją zagrożenia kryzysowe²⁹.

W tym miejscu natomiast jako alternatywny cel została rozważona stabilność finansowa z uwagi na fakt, że po pierwsze, procesy deflacyjne same w sobie są wynikiem niestabilności finansowej, po drugie, nagłe zmiany cen aktywów, często w postaci bąbli spekulacyjnych, będące przejawem niestabilności finansowej, przyczyniają się do wystąpienia deflacji, a po trzecie, niestabilność systemu finansowego i bankowego może powodować i pogłębiać procesy de-

²⁹ Bednarczyk i Brzozowska-Rup (2018, s. 275–300) wskazują nawet na potrzebę swoistego odwrócenia układu celów polityki pieniężnej. Ich zdaniem, skoro polityka niskich stóp inflacji, realizowana w wielu krajach rozwiniętych od połowy lat 90. XX w., nie przyniosła pożądanych rezultatów, a przyczyniła się do uruchomienia procesów deflacyjno-stagnacyjnych, to wzrost realnego PKB należy traktować jako cel nadrzędny, a stabilność cen jako uzupełniający. Konieczna jest zatem zmiana stosowanej strategii polityki pieniężnej i szerzej – gospodarczej. Propozycję tę należy uznać za kontrowersyjną, w szczególności jeśli mówimy o polityce pieniężnej banku centralnego, a nie o całokształcie polityki gospodarczej. Wskazuje ona jednak na potrzebę dyskusji na temat ewolucji strategii współczesnej polityki pieniężnej w obliczu uwarunkowań deflacyjnych i kryzysowych. Zob. także: (Bednarczyk, 2018, rozdziały 6 i 7).

flacyjne³⁰. Zadano więc pytanie o możliwość zwiększenia znaczenia stabilności finansowej w układzie celów polityki gospodarczej, a w szczególności włączenia do sfery celów samej polityki pieniężnej. Zasadniczo uznaje się bowiem, że stabilność finansowa jest celem banku centralnego, ale nie samej polityki pieniężnej. Powstaje zatem pytanie, czy nie powinna być ona wyraźniej włączona do układu celów polityki pieniężnej. Odpowiedź jest w praktyce bardzo złożona i do dzisiaj nierozstrzygnięta (por. Borio, Disyatat, Juselius i Rungcharoenkitkul, 2018)³¹. Trudno jest m.in. wskazać podmiot i charakter odpowiedzialności za taki cel, a przede wszystkim sposób jego pomiaru. Każde z tych zagadnień wymaga szczegółowych i obszernych badań, w tym miejscu zostaną one jedynie zarysowane pod kątem odniesienia do stabilności cen.

Najczęściej jako podmiot potencjalnie odpowiedzialny za realizację celu stabilności finansowej wskazuje się bank centralny. Innymi instytucjami, określanymi w praktyce mianem *safety net*, czyli sieci bezpieczeństwa finansowego, mogą być: rządy, urzędy nadzoru finansowego oraz systemy gwarantowania depozytów³². Jednak żaden bank centralny ani inny podmiot polityki gospodarczej nie jest odpowiedzialny za „zapewnienie stabilności finansowej”. W praktyce mówi się przede wszystkim o „działaniach na rzecz” lub „wspieraniu” stabilności finansowej. Stabilność finansowa odgrywa zatem rolę misji, a nie *explicit* zdefiniowanego, zoperacjonalizowanego celu polityki gospodarczej. Jest to raczej cel banku centralnego, realizowany niejako równoległe do polityki pieniężnej ukierunkowanej na stabilność cen. Jako przykład można podać Bank Anglii, na którego stronie internetowej można się dowiedzieć o dwóch celach podstawowych (ang. *core targets*): celu polityki pieniężnej, którym jest stabilność cen, oraz celu dotyczącym stabilności finansowej (www.bankofengland.co.uk/about/corepurposes/index, dostęp: 20.05.2018 r.). Podobna sytuacja ma miejsce w przypadku Narodowego Banku Polskiego (http://www.nbp.pl/home.aspx?f=/o_nbp/o_nbp.html, dostęp: 20.05.2018 r.). Tutaj dokładnie Ustawa z dnia 29 sierpnia 1997 r. o Narodowym Banku Polskim (Dz. U. z 1997 r. nr 140, poz. 938, art. 3, par. 2, pkt 6a) mówi o zadaniu NBP „działania na rzecz stabilności systemu finansowego”.

W dyskusji na temat powiązania obu celów uznaje się najczęściej, że realizacja stabilności cen przyczynia się do stabilności finansowej. Taki pogląd jest określany mianem tradycyjnego i mówi, że oba rodzaje stabilności są komplementarne wobec siebie, tzn. z jednej strony stabilne ceny są warunkiem ko-

³⁰ Zobacz definicje stabilności finansowej zaprezentowane przez Kiedrowską i Marszałka (2003, s. 5–6). Na temat stabilności w kontekście unii walutowej zob.: Zwierchlewski, 2015).

³¹ Autorzy dochodzą do wniosku, że konieczna jest bardziej zbilansowana polityka pieniężna, kontrolująca równoległe dynamikę cen i bardziej systematycznie cykle finansowe.

³² Na temat dostosowań w zakresie regulacji systemu finansowego w obliczu uwarunkowań kryzysowych zob.: (Kokoszczyński, 2012b, s. 171–178).

niecznym stabilności finansowej, a z drugiej strony stabilny system finansowy umożliwi sprawną transmisję impulsów polityki pieniężnej i w konsekwencji zwiększa skuteczność kontroli ogólnego poziomu cen, w tym w obliczu prewencji i walki z deflacją. Kryzysy finansowe, m.in. w Japonii i południowo-wschodniej Azji z lat 90. XX w., a przede wszystkim ogólnoswiatowy kryzys finansowy i gospodarczy pierwszej dekady XXI w. pokazały, że pogląd tradycyjny w tym zakresie nie zawsze jest prawdziwy, a osiągnięcie stabilności cen nie daje gwarancji stabilności finansowej. W warunkach niskiej i stabilnej inflacji zagrożenie kryzysem finansowym nie spada, a nawet może wzrosnąć, stabilne ceny konsumpcyjne nie dają gwarancji stabilnych cen aktywów, których dynamika stanowi w praktyce ważny przejaw stabilności finansowej (Borio i Lowe, 2002, s. 18–22). Obawy rodzą przede wszystkim bąble spekulacyjne, polegające na tym, że w okresie poprzedzającym kryzys finansowy ceny aktywów szybko rosną i występuje ich przewartościowanie, po czym nagle spadają. Pęknięcie bąbla spekulacyjnego może powodować „twarde lądowanie gospodarki” i stanowić początek kryzysu finansowego, a w konsekwencji gospodarczego powiązanego z deflacją. Przykładem takich doświadczeń był kryzys pierwszej dekady XXI w., który stał się kolejnym bodźcem do dyskusji na temat umiejscowienia stabilności finansowej wśród celów polityki gospodarczej, w szczególności pieniężnej³³.

Interesującą podstawą do dyskusji na temat potrzeby dbania przez bank centralny o stabilność finansową jest wskazana już wcześniej koncepcja recesji bilansowej. Wiążąc się z niestabilnością finansową i powodując znaczne i długookresowe koszty, stanowi ona silny argument na rzecz interwencji władz gospodarczych, w tym głównie o charakterze niestandardowym. Można przy tym wskazać potrzebę interwencji związaną, po pierwsze, z niestabilnością cen nieruchomości i (lub) aktywów finansowych w kontekście powstawania i pęknięcia bąbla spekulacyjnego, po drugie, kontrolą zadłużenia podmiotów prywatnych i po trzecie, racjonowaniem kredytów przez banki komercyjne (por. podejście Wernera).

W kontekście operacjonalizacji stabilności finansowej jako potencjalnego celu polityki pieniężnej wskazuje się często kontrolę cen aktywów. Do sposobów kontroli cen aktywów finansowych zalicza się najczęściej: włączenie cen aktywów do indeksu cen, interwencję w wypadku wystąpienia bąbli spekulacyjnych oraz stopniowe łagodzenie trendu wzrostowego cen aktywów poprzez umiędzynowienie podnoszenie stóp procentowych (Szczepańska, 2008, s. 18–22). Istot-

³³ Szeroka dyskusja na ten temat została przedstawiona w: (Alińska, 2012; por. Kokoszczyński, 2011, s. 90–99). Autor wskazuje na ujawnione przez ostatni kryzys braki w analitycznej podbudowie procesu projektowania i wdrażania polityki pieniężnej w praktyce, w szczególności w odniesieniu do roli sektora finansowego w całej gospodarce i w związku z tym w funkcjonowaniu mechanizmu transmisji polityki pieniężnej.

nym argumentem na rzecz kontroli cen aktywów jest to, że odzwierciedlają one oczekiwania co do przyszłych cen dóbr i usług. Odgrywają zatem rolę wskaźnika presji popytowej i umożliwiają wczesną identyfikację tendencji inflacyjnych lub deflacyjnych (IMF, 1999, s. 114–117), a tym samym mogą stanowić uzupełnienie tradycyjnego wskaźnika CPI, czyniąc go bardziej ukierunkowanym na przyszłość. Powstały w ten sposób miernik jest określany mianem międzyokresowego indeksu kosztów utrzymania (ang. *intertemporal cost of living index* – ICLI) (Alchian i Klein, 1973). Jakkolwiek poważne są argumenty za kontrolowaniem cen aktywów jako celu polityki pieniężnej, istnieje wiele przesłanek przeciwko takiej decyzji (Błaszczuk 2010a, s. 51–56). W chwili obecnej to one dominują, jednak dyskusja i badania w tym zakresie powinny być nadal kontynuowane, w szczególności w obliczu coraz bogatszych doświadczeń deflacyjnych.

Ciekawym przypadkiem w tym kontekście jest współczesna polityka pieniężna Riksbanku, który stosuje strategię BCI w warunkach *leaning against the wind* (Svensson, 2014; 2016). Polega ona na tym, że dbając o stabilność cen aktywów i akcji kredytowej, bank centralny ma za zadanie kontrolować poziom zadłużenia podmiotów prywatnych, głównie gospodarstw domowych (Svensson, 2014, s. 103). Utrzymuje w tym celu podwyższone stopy procentowe w stosunku do tego, co wynikałoby z normalnej stabilizacji dynamiki cen wobec celu inflacyjnego oraz bezrobocia wobec stopy równowagi długookresowej, bez dbania o stabilność finansową (Svensson, 2016, s. 3). Według Svenssona jest to jednak polityka nieefektywna. Korzyści związane z ograniczeniem realnego wzrostu długu i związanego z tym zmniejszenia ryzyka wystąpienia kryzysu finansowego są niższe od kosztów związanych ze wzrostem bezrobocia i spadkiem dynamiki cen do zbyt niskich wartości, w tym ujemnych. W konsekwencji, gdyby gospodarka była w słabej kondycji, ryzyko kryzysu mogłoby wzrosnąć. Przykład ten pokazuje, że w obliczu deflacji, która się wiąże nie tylko z niestabilnością cen, ale także finansową, ważnym, a zarazem trudnym zadaniem jest zastosowanie odpowiedniego typu strategii i dodatkowo w odpowiednim wariantcie.

2.3.2. Analiza porównawcza strategii bezpośredniego celu inflacyjnego oraz stabilności cen *implicite* w obliczu deflacji

Jak zostało pokazane w podrozdziale 2.1, mimo szerokiego zakresu systematyki, obecnie dominują strategie bezpośrednio polityki pieniężnej, uwzględniające szczególnie kraje rozwinięte. W tej grupie uwzględnia się przede wszystkim strategie bezpośredniego celu inflacyjnego (BCI) i stabilności cen o charakterze *implicite*, inaczej określanej mianem dyskrecjonalnej (SCI) (zob. podrozdział

2.1.2)³⁴. Jej przykładem jest strategia Systemu Rezerwy Federalnej, w szczególności przed 2012 r., gdy podano wartość celu inflacyjnego (por. podrozdział 3.2.1). Po wstępnej analizie (por. podrozdział 2.1.3, głównie procedura dopasowania strategicznego na rysunku nr 9) można uznać, że stanowią one typy strategii dopuszczalnych w warunkach deflacyjnych i pod tym kątem zostaną porównane. Alternatywnie zostanie także zaproponowana strategia kontroli poziomu cen (KPC).

Wykorzystanie kursu walutowego, podaży pieniądza czy innych wielkości w roli celów pośrednich jest we współczesnej, globalnej gospodarce nieskuteczne. Ich zmienność jest bardzo duża i trudna do przewidzenia, przede wszystkim w warunkach niestabilności finansowej, która towarzyszy deflacji i sytuacji kryzysowej. Ich wpływ na cel ostateczny jest niestabilny. W takich okolicznościach polityka pieniężna jest realizowana głównie w systemie płynnego kursu walutowego, a podaż pieniądza jest traktowana jako zmienna endogeniczna będąca pod wpływem funkcjonowania rynkowego systemu finansowego i gospodarczego, a nie tylko państwa (banku centralnego).

Nie oznacza to jednak, że wielkości te nie mogą być wykorzystywane jako elementy strategii polityki pieniężnej. Wręcz przeciwnie, w ramach podejścia wieloparametrycznego są to bardzo ważne czynniki kształtujące dynamikę cen, które bank centralny musi uwzględniać jako uwarunkowania swoich decyzji. W szczególności mogą one być wykorzystywane jako cele pomocnicze w ramach pewnych form strategii mieszanych, hybrydowych (zob. dalej przykład EBC). Nie nadają się natomiast do roli głównego i jedyne go celu pośredniego, który z założenia jest pod kontrolą władz monetarnych i gwarantuje realizację celu finalnego.

Warto zatem w tym miejscu rozpatrzyć dwie strategie celów bezpośrednich: BCI i SCI (strategię dyskrecjonalną, zob. podrozdział 2.1.2), i porównać je, uwzględniając szerszą perspektywę, tzn. nie tylko w sytuacji, gdy deflacja już występuje, ale także na etapie jej prewencji i reflacji. Na wstępie warto dokonać czytelnego zestawienia cech charakterystycznych obu strategii z podziałem na podobieństwa i różnice. Zostało ono zaprezentowane w tabeli nr 4.

Dokonano w niej próby zarysu uwarunkowań instytucjonalnych kraju, w których przypadku byłoby pożądane wprowadzenie danej strategii. Jeszcze przed przystąpieniem do analizy informacji zawartych w tabeli nr 4 warto przypomnieć, na czym polega zasadnicza różnica konstrukcji obu strategii. Odnosi się ona do płaszczyzny celów. W BCI występuje cel nadrzędny – priorytetowy (stabilność cen) i jest on *explicite* określony co do wartości, sposobu pomiaru czy horyzontu. W strategii SCI hierarchia celów nie jest wyraźnie ustalona (nie

³⁴ Strategia ta jest uwzględniana w systematykach proponowanych przez wielu autorów, jednak często pod innymi nazwami, np. Cottarelli i Giannini (1997) – *discretion strategy*; Mishkin (1999) – *implicit nominal anchor*; Stone i Bhundia (2004) – *implicit price stability anchor*.

Tabela nr 4. Cechy strategii BCI i SCI

Cechy	Typ strategii	
	BCI	SCI
Podobieństwa	1. Podejście wieloparametryczne	
	2. Założenie strategiczne o bezpośrednim powiązaniu instrumentów z celami	
	3. Rodzaj wykorzystywanych instrumentów	
	4. Uwzględnienie w sferze celów stabilności cen	
Różnice	1. Stabilność cen ma odzwierciedlenie w celu inflacyjnym. Cel jest publicznie ogłaszany i <i>explicite</i> sformułowany (m.in. co do wartości, horyzontu, sposobu pomiaru)	1. Stabilność cen ma charakter <i>implicit</i> e. Brak klarownego celu inflacyjnego
	2. Stabilność cen jest celem nadrzędnym, a często jedynym (por. warianty strategii BCI: <i>strict</i> i <i>flexible</i> * (Svensson 1999, s. 625; Błaszczak 2010b, s. 160–163)	2. Waga stabilności cen jest mniejsza niż w przypadku BCI. Stabilność cen jest ważnym celem, ale niekoniecznie nadrzędnym w stosunku do innych, jak np. wspieranie zatrudnienia, wzrostu gospodarczego itd.
	3. Większa przejrzystość, formalne zobowiązanie oraz odpowiedzialność za realizację celu nadrzędnego	3. Mniejsza przejrzystość i formalne zobowiązanie oraz odpowiedzialność za realizację stabilności cen
	4. Mniejsza dyskrecjonalność i elastyczność** działań wobec uwarunkowań	4. Większa dyskrecjonalność
	5. Niezależność i wiarygodność są silnymi determinantami skuteczności i efektywności strategii. Wiarygodność i zaufanie do banku centralnego mogą być „uzupełniane” większą formalną odpowiedzialnością i przejrzystością strategii	5. Wymaga dużej (relatywnie większej niż przy BCI) niezależności banku centralnego popartej wiarygodnością (potwierdzoną m.in. wieloletnią skuteczną i efektywną realizacją polityki pieniężnej) i zaufaniem podmiotów sektora prywatnego oraz szeroko pojętych organów władzy publicznej
	6. Strategia wykorzystywana w praktyce w krajach prowadzących proces dezinflacji, jak również stabilizujących dynamikę cen i oczekiwania inflacyjne na pożądanym poziomie	6. Strategia w praktyce wykorzystywana głównie w krajach doświadczających niskiej dynamiki cen, prowadzących proces jej stabilizacji
	7. Możliwość stosowania zarówno w krajach o bardziej, jak i mniej stabilnym systemie finansowym	7. Możliwość zastosowania głównie w krajach o wysoko rozwiniętym i stabilnym systemie finansowym

* W wariacie *strict inflation targeting* działania władz pieniężnych są mało elastyczne, tzn. występuje koncentracja na celu stabilności cen. W wariacie *flexible inflation targeting* władze pieniężne mają większą możliwość dbania o cele drugorzędowe, np. wspieranie zatrudnienia czy wzrostu gospodarczego.

** Elastyczność w tym przypadku oznacza możliwość realizacji innych celów gospodarczych, aniżeli stabilność cen, jeśli pojawiają się odpowiednie uwarunkowania. Bank centralny nie musi jedynie koncentrować się na celu nadrzędnym.

mamy do czynienia z celem priorytetowym), cel stabilności cen ani nie jest nadrzędny, ani *explicite* określony. Docelowa wartość inflacji nie jest jednoznacznie określona.

W warunkach zagrożeń deflacyjnych i na etapie prewencji przed jej wystąpieniem, w obliczu potencjalnych, trudnych do przewidzenia szoków finansowych i gospodarczych pożądaną cechą strategii jest elastyczność. Jest ona w dużej mierze atrybutem SCI. Natomiast brak nadrzędności celu stabilności cen w SCI może utrudniać podjęcie odpowiednio silnych działań prewencyjnych mimo dyskrecjonalności. Kiedy już jednak deflacja wystąpi, pożądanymi cechami strategii są: nadrzędność, klarowność, sztywność w wyznaczeniu i towarzysząca temu wiarygodność w realizacji celu stabilności cen w formie docelowej, dodatniej stopy inflacji. Takie cechy ma strategia BCI. Takie cechy są również wskazane na trzecim etapie realizacji strategii, a mianowicie w warunkach reflacji i towarzyszącej temu stabilizacji oczekiwań inflacyjnych i faktycznej stopy inflacji na poziomie celu inflacyjnego w długim okresie.

Podsumowując porównanie obu typów strategii w obliczu deflacji i z uwzględnieniem trzech etapów jej realizacji (prewencja, walka z deflacją, reflacja i po-deflacyjna stabilizacja) bardziej pożądaną jest strategia BCI, w szczególności z punktu widzenia krajów rozwijających się, gdzie bank centralny nie charakteryzuje się jeszcze wysokim stopniem niezależności, odpowiedzialności i wiarygodności oraz nie ma jeszcze za sobą zbyt długich doświadczeń i swoistej „reputacji” w zakresie prowadzenia polityki pieniężnej w warunkach stabilności cen.

W krajach rozwiniętych, posiadających wskazane wyżej cechy, dopuszczalne jest stosowanie SCI, ale głównie w „normalnych” czasach, gdy deflacja i zagrożenia deflacyjne nie występują. Wiarygodność i reputacja banku centralnego, poparta skutecznością i efektywnością w przeszłości, może być substytutem klarownego celu inflacyjnego w obliczu kontroli oczekiwań inflacyjnych. Pytanie jednak, czy może to być wystarczający substytut w warunkach deflacji, gdzie kontrola, a dokładniej pobudzanie oczekiwań inflacyjnych jest znacznie utrudnione ze względu na zjawiska konstytuujące makroekonomię deflacji, np. SPND, DGNSP i pułapkę płynności oraz spiralę deflacyjną (zob. podrozdział 1.3). Jak pokazały rozważania w podrozdziale 2.2, bez możliwości pobudzania oczekiwań inflacyjnych instrumenty antydeflacyjne nie mogą być w obliczu takich uwarunkowań skuteczne. Weryfikacją pytania, czy strategia SCI daje takie możliwości w stosunku do BCI, są rozważania o charakterze empirycznym w rozdziałach 3 i głównie 4, w których znajdujemy uzupełnienie niniejszego porównania.

Zakładając jednak zastosowanie strategii SCI w „normalnych”, „niedeflacyjnych” uwarunkowaniach, należałoby uwzględnić warunki przejścia na strategię BCI lub podobną (por. KPC) w obliczu deflacji, np. w postaci planu awaryjnego. Planowość jest w tym przypadku bardzo ważna, ponieważ

pozwała ograniczyć niepewność związaną z procesem zmiany strategii oraz negatywny wpływ na przejrzystość i wiarygodność działań banku centralnego. Ewentualnie plan awaryjny może stanowić dodatkowy element składowy samej strategii SCI, w wyniku czego mielibyśmy do czynienia ze swoistą strategią hybrydową. Strategia taka, zawierająca obok rdzenia strategii podstawowej strategię/plan awaryjny, jest pożądana z punktu widzenia prowadzenia polityki pieniężnej w warunkach stabilności cen i zagrożeń deflacyjnych. Hybryda nie musi natomiast zawierać SCI w roli strategii podstawowej. Lepszym rozwiązaniem jest hybryda oparta na BCI w powiązaniu ze strategią awaryjną. Można więc sformułować wniosek, że uwarunkowania deflacyjne nie przekreślają zasadności stosowania strategii BCI, ale należy rozważyć możliwość jej modyfikacji³⁵.

2.3.3. Kontrola poziomu cen jako alternatywna propozycja strategii antydeflacyjnej

Wśród metod walki z deflacją jako odrębną metodę lub jako składową metod bardziej złożonych (np. *foolproof way*, zob. podrozdział 2.2.2), wskazuje się wyznaczenie docelowej, najczęściej rosnącej ścieżki poziomu cen. Jest to alternatywne ujęcie stabilności cen, które wiąże się ze specyficznym typem strategii polityki pieniężnej, czyli kontrolą poziomu cen. Strategia ta nie jest obecnie stosowana w praktyce bankowości centralnej, ale warto ją rozważyć jako alternatywę wobec BCI i SCI w obliczu deflacji z kilku powodów. Po pierwsze, jak wyżej wspomniano, zawiera w sobie jedno z narzędzi walki z deflacją. Po drugie, ten typ strategii został co prawda tylko raz wykorzystany w praktyce, ale za to w walce z deflacją w Szwecji podczas Wielkiego Kryzysu (zob. podrozdział 3.2.2). Po trzecie, KPC, jako strategia bezpośrednia, opierając się na „wicksellowskiej normie (regule) stabilizacji cen”³⁶, stanowiła pierwowzór dla BCI (Berg i Jonung, 1999, s. 525–551; Marszałek, 2011a, s. 199–213; Błaszczuk, 2012, s. 9–14), a w obecnych czasach jest niekiedy rozważana jako potencjalny kierunek jej ulepszenia³⁷.

Strategia KPC jest podobna do strategii BCI. Podstawowym instrumentem jest stopa procentowa, nadrzędnym celem jest stabilność cen, strategia ma charakter bezpośredni, nie występują cele pośrednie. Zasadniczą różnicą jest spo-

³⁵ Porównaj opracowanie Baldwina i Grosa (2013) na temat zmian strategii BCI w obliczu uwarunkowań kryzysowych i deflacyjnych.

³⁶ Na temat wicksellowskiej normy stabilizacji cen zob. podrozdział 1.3.2.

³⁷ Należy w tym kontekście zwrócić uwagę na dyskusję toczoną w Banku Kanady na temat zastąpienia celu inflacyjnego celem w postaci ścieżki poziomu cen (Coletti i Lalonde, 2007–2008, s. 35–43; Amano, Carter, i Coletti, 2009, s. 5–18; Ambler, 2009, s. 19–29; Crawford, Meh i Terajima, 2009, s. 31–41).

sób definicji stabilności cen, stanowiący o specyfice strategii KPC. W tym przypadku cel jest wyrażony w postaci poziomu cen, a nie stopy jego zmian, a zatem nie można tutaj mówić o celu inflacyjnym. Aby zrozumieć istotę rozważanego w tym punkcie typu strategii, należy zatem wyjaśnić różnicę między oboma sposobami ujęcia celu. Potencjalnie należałoby rozważyć trzy możliwości:

- cele w postaci deflacji i ścieżki spadającego poziomu cen,
- cele w postaci inflacji zerowej i stałej ścieżki poziomu cen,
- cele w postaci inflacji i rosnącej ścieżki poziomu cen³⁸.

Praktyczne znaczenie ma głównie ostatni wariant, z jednej strony ze względu na to, że współcześnie banki centralne formułują cele inflacyjne na dodatnim poziomie, a z drugiej strony dlatego, że jedyny przypadek zastosowania KPC opierał się właśnie na ścieżce rosnącego poziomu cen, tak samo jak współczesne dyskusje na ten temat. Poza tym rozpatrywany w tym punkcie alternatywny typ strategii ma mieć odniesienie do warunków deflacyjnych i ewentualnie stanowić element planu walki z deflacją – z tego powodu musi zakładać wzrost poziomu cen.

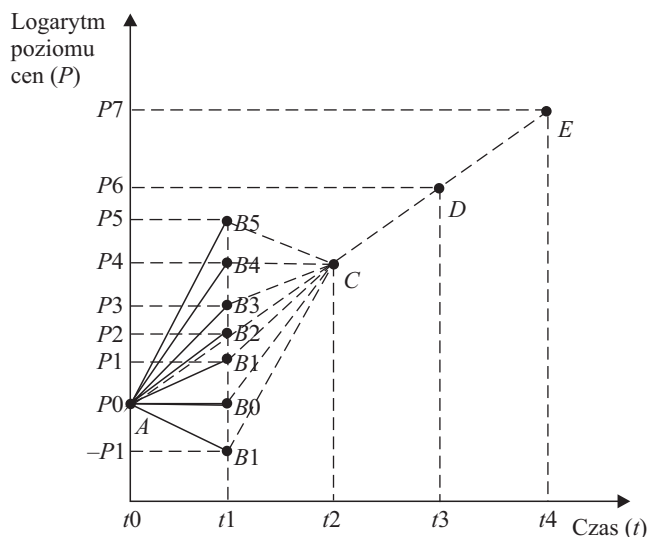
Zarówno w przypadku celu w postaci poziomu cen, jak i stopy inflacji zakłada się docelowy poziom cen dla określonego momentu w przyszłości (w praktyce w perspektywie średniookresowej, kilkuletniej, a w przypadku celu ciągłego w perspektywie długookresowej, trudnej do precyzyjnego określenia). Powstaje tym samym pożądana ścieżka zmian poziomu cen³⁹. Jeśli jednak nastąpią pewne odchylenia od ścieżki, to w przypadku celu inflacyjnego korekta celu w następnym okresie, ewentualnie w kilku kolejnych okresach, nie jest dokonywana. Bieżący poziom cen stanowi podstawę dla obliczenia docelowej stopy inflacji w kolejnym okresie. W przypadku celu w postaci poziomu cen konieczna jest natomiast korekta celu polegająca na powrocie do wyznaczonej ścieżki poziomu cen.

Posłużmy się rysunkiem nr 11. Załóżmy, że P_0 to wyjściowy poziom cen, a P_7 to docelowy poziom cen, który ma być zrealizowany w czteroletniej perspektywie. Ścieżka (A , E) obrazuje zatem docelowy, stopniowy przebieg zmiany poziomu cen. Dla momentu t_1 docelowy poziom cen P_2 wyznacza punkt B_2 .

Dla okresu t_1 należy rozważyć dwie zasadnicze sytuacje. Po pierwsze, gdy poziom cen przekracza zakładany P_2 , czyli mamy do czynienia z punktami B_3 , B_4 , B_5 , odpowiednio dla poziomów cen P_3 , P_4 , P_5 . Po drugie, gdy poziom cen w t_1 jest niższy od zakładanego, czyli mamy do czynienia z punktami $-B_1$, B_0 , B_1 , odpowiednio dla poziomów cen $-P_1$, P_0 , P_1 . W centrum zainteresowa-

³⁸ Wszystkie wskazane możliwości były analizowane przez autora w: (Błaszczuk, 2010a, s. 11–19).

³⁹ Do tego momentu różnice między celem w postaci stopniowo rosnącego poziomu cen i niskiej stopy inflacji nie występują.



Rysunek nr 11. Rosnący poziom cen i inflacja jako cele polityki pieniężnej

Źródło: Na podstawie: (Błaszczyk, 2010a, s. 17).

nia jest głównie punkt $-B1$, dla którego w $t1$ wystąpiła deflacja w stosunku do $t0$ ($t0, t1$)⁴⁰. Zadajmy sobie pytanie, jakie działania będą musieli w kolejnym okresie podjąć decydenci, jeśli założymy, że powinny one zapewnić powrót na zakładaną ścieżkę wzrostu poziomu cen (A, E) już w momencie $t2$, czyli powinien zostać osiągnięty poziom cen $P4$ (punkt C).

Należy zauważyć, że w przypadku osiągnięcia punktów: $-B1, B0, B1$, w następnym okresie decydenci będą dążyć do tempa wzrostu poziomu cen większego niż w poprzednim okresie, w szczególności w przypadku $-B1$, gdzie wystąpiła deflacja w okresie $t1$. W takiej sytuacji wymagana będzie silna ekspansja pieniężna, która w ramach tak zdefiniowanego celu będzie stanowić niejako regulę. Dzięki temu będzie ona mogła być bodźcem do formułowania oczekiwań inflacyjnych dla podmiotów gospodarczych, ilekroć wystąpi deflacja. Oparta na takim mechanizmie strategia KPC może więc chronić przed uporczywą deflacją. W sytuacji bowiem gdy nastąpi nieoczekiwany spadek poziomu cen i stopy nominalne są ograniczone od dołu, a cel jest wiarygodny i podmioty oczekują, że zostanie skutecznie zrealizowany, uruchomi się automatyczny mechanizm wzrostu oczekiwań inflacyjnych, które zgodnie z efektem Fishera obniżą realne stopy procentowe i pobudzą gospodarkę. Mechanizm ten będzie tym bardziej

⁴⁰ Zakłada się, że reakcja w okresie następnym powinna zapewnić powrót na zakładaną ścieżkę wzrostu poziomu cen (A, E), tzn. w momencie $t2$ powinien zostać osiągnięty poziom cen $P4$ (punkt C).

skuteczny, w im większym stopniu społeczeństwo formułuje oczekiwania o charakterze *forward-looking* oraz im większe jest zaufanie do możliwości władz monetarnych podniesienia dynamiki poziomu cen i wyjścia z deflacji. Będzie ono z kolei większe, gdy decydenci będą dysponować skutecznymi instrumentami antydeflacyjnymi, w tym o charakterze niestandardowym.

W przypadku natomiast osiągnięcia punktu *B2*, należącego do zakładanej ścieżki poziomu cen, tempo wzrostu powinno zostać utrzymane. Założenia dla kolejnego okresu nie różniłyby się zatem w stosunku do celu inflacyjnego, ponieważ korekta w *t2* w obu przypadkach nie jest wymagana. W pewnych okolicznościach zatem oba rodzaje celu mogą być traktowane równorzędnie⁴¹. Dla punktu *B3*, tempo wzrostu poziomu cen w następnym okresie powinno zmaleć, a w przypadku *B4*, tempo powinno być zerowe. Poziom cen *P4* powinien zostać utrzymany.

Osiągnięcie natomiast punktu *B5*, wobec którego można powiedzieć, że inflacja znacznie się wymknęła spod kontroli, wymagałoby w kolejnym okresie spadku poziomu cen, a więc świadomego wywołania deflacji. Wymagałoby to zarazem silnej restrykcji monetarnej, która negatywnie wpływałaby na sferę realną gospodarki. Taki negatywny efekt mógłby być ograniczony, gdyby podmioty gospodarcze uwierzyły, że jest to działanie przejściowe, a oczekiwania deflacyjne nie pojawiłyby się. Stabilność i precyzyjne określenie poziomu cen w długim okresie w przypadku KPC wymagałoby dużej krótkookresowej niestabilności inflacji, a za sprawą sztywności nominalnych – również niestabilności produkcji. Należy zauważyć, że niepożądane wahania byłyby tym większe, im krótszy przyjęłoby się horyzont celu. W przypadku dłuższego horyzontu powrót na zakładaną ścieżkę poziomu cen może zostać rozłożony na kilka okresów (na rysunku nr 11 do *t4*). Zbilansowanie początkowego odchylenia poziomu cen będzie mniej gwałtowne i w konsekwencji zmienność inflacji i produkcji zostanie ograniczona⁴².

W tabeli nr 5 dokonano zestawienia wad i zalet celu w postaci poziomu cen, a w konsekwencji strategii KPC. Na tej podstawie w dolnej części tabeli ukazano przesłanki, w obliczu których bardziej zasadne jest rozważenie zastosowania analizowanej formy celu i odpowiadającej mu strategii polityki pieniężnej.

Strategia KPC może być rozważana w przypadku kraju charakteryzującego się od wielu lat niską i stabilną inflacją, gdzie występuje duża skuteczność realizacji celu inflacyjnego. Wtedy istnieje możliwość poszukiwania dalszych ulep-

⁴¹ Szerzej zob.: (Svensson, 2000a, s. 5; 2000, s. 188–189).

⁴² Niektórzy autorzy wskazują, że powyższa wymiennosc występuje jedynie wtedy, gdy podmioty sektora prywatnego formułują oczekiwania o charakterze *backward-looking*. W przeciwnym przypadku, gdy oczekiwania mają charakter *forward-looking*, cel w postaci poziomu cen nie musi prowadzić do większej niestabilności inflacji i produkcji. Niektóre modele makroekonomiczne wskazują nawet na większą stabilność omawianych wielkości (Svensson, 2000a, s. 4–5; Viñals, 2000, s. 148).

Tabela nr 5. Wady, zalety i przesłanki zastosowania kontroli poziomu cen w obliczu deflacji

Cel w postaci kontroli poziomu cen	
Wady	Zalety
<ul style="list-style-type: none"> • przy oczekiwaniach o charakterze <i>backward-looking</i> mniejsza stabilność inflacji, a także, w obliczu sztywności nominalnych, produkcji w krótkim okresie • możliwa konieczność prowadzenia polityki deflacyjnej w następstwie wcześniejszego, nagłego, nieplanowanego wzrostu dynamiki cen • znikome doświadczenia w praktycznym wykorzystaniu 	<ul style="list-style-type: none"> • mniejsza zmienność poziomu cen w długim okresie, większa pewność poziomu cen w przyszłości i powiązane z tym korzyści, np. w kontekście łatwiejszego długookresowego planowania i ograniczenia błędów inwestycyjnych • możliwość wykorzystania w ramach planu wyjścia z deflacji • większa symetria w traktowaniu inflacji i deflacji, głównie przy założeniu celu stałego poziomu cen
Przesłanki zastosowania	
<ul style="list-style-type: none"> • gospodarka charakteryzuje się od wielu lat niską i stabilną inflacją oraz występuje duża skuteczność realizacji celu inflacyjnego, który ma przede wszystkim charakter ciągły • występuje deflacja <i>ex post</i> i (lub) zagrożenia deflacyjne • władze monetarne dążą do bardziej symetrycznego traktowania inflacji i deflacji • władze preferują długi okres realizacji celu • podmioty gospodarcze są w wysokim stopniu racjonalne w formułowaniu oczekiwań • sztywności nominalne mają małe znaczenie 	

szeń definicji stabilności cen, która byłaby bardziej symetryczna, dotyczyłaby dłuższego horyzontu, a zarazem ograniczała ryzyko deflacyjne. W przypadku natomiast kraju o niestabilnej i podwyższonej dynamice cen zasadność zastosowania KPC jest niewielka. Może ona wywoływać efekty negatywne, w tym pogłębiać niestabilność inflacji i produkcji, w szczególności wywoływać ryzyko wystąpienia deflacji. W przypadku jednak obu rodzaju krajów strategia KPC nadaje się jako element strategii hybrydowej. Wtedy obok strategii podstawowej, np. BCI, stanowiłaby element lub całość planu awaryjnego na wypadek deflacji.

Podsumowanie

Strategia pełni ważną funkcję we współczesnej polityce pieniężnej, wyznaczając ramy jej realizacji. Dzięki temu staje się bardziej przejrzysta i wiarygodna, co pozwala z kolei na lepszą kontrolę oczekiwań inflacyjnych i w konsekwencji większą skuteczność i efektywność działań monetarnych. Aby jednak tak się stało, strategia musi być precyzyjnie zdefiniowana i dopasowana do uwarun-

kowań, w tym głównie o charakterze instytucjonalnym, w sferze celów, instrumentów i sposobu ich powiązania. Decydenci muszą wybrać typ strategii właściwy dla danego kraju/unii walutowej. Wskazane jest zastosowanie strategii hybrydowej. Proces zmiany i wyboru strategii powinien się odbywać w sposób zaplanowany i klarowny, aby ograniczyć niepewność i w konsekwencji koszty z nim związane.

Deflacja, stwarzając specyficzne uwarunkowania dla prowadzenia polityki pieniężnej, wymusza konieczność weryfikacji dopasowania strategicznego. Stosowany dotychczas typ strategii może być nieadekwatny do tych uwarunkowań i będzie wymagać korekty lub zastąpienia innym. Uwarunkowania deflacyjne odnoszą się do sfery celów, instrumentów oraz sposobu ich powiązania zarówno w krótkim, jak i długim okresie. Nie rozważając jeszcze konkretnych praktycznych przypadków wpływu tych uwarunkowań na strategię polityki pieniężnej (zob. kolejne rozdziały), można sformułować wniosek, że uwarunkowania deflacyjne podważają ogólnoświatowy konsens w tym zakresie.

Konsens w odniesieniu do strategii polityki pieniężnej ukształtował się w znacznym stopniu pod wpływem ewolucji myśli ekonomicznej głównego nurtu przez ostatnie kilkadziesiąt lat. Jednak w znacznym stopniu został on zachwiany w obliczu uwarunkowań kryzysowych i deflacyjnych w XXI w. (por. rozdział 3). Mówi on przede wszystkim, że nadrzędnym celem jest stabilność cen zdefiniowana w kategoriach celu inflacyjnego, podstawowym instrumentem jest krótkoterminowa stopa procentowa, a sposób ich powiązania jest bezpośredni i oparty na kanale stopy procentowej. Uwarunkowania deflacyjne, po pierwsze, wpływają na wartość, sposób pomiaru oraz stopień nadrzędności celu, po drugie, wymuszają poszerzenie zestawu instrumentów, w tym o charakterze niestandardowym, po trzecie, wskazują na konieczność lepszego uwzględnienia szerszego zakresu kanałów transmisji pieniężnej, w tym odnoszącego się do oczekiwań inflacyjnych w kontekście polityki informacyjnej.

W takiej sytuacji strategię polityki pieniężnej w obliczu uwarunkowań deflacyjnych należy rozpatrywać w trzech fazach:

- w sytuacji gdy deflacja jeszcze nie występuje, a polityka jest realizowana w warunkach stabilności cen, ale musi uwzględniać potencjalne ryzyko wystąpienia deflacji;
- w warunkach walki z deflacją, gdy już występuje;
- w warunkach reflacji, czyli powrotu do stabilnych cen po wystąpieniu deflacji.

Aby strategia polityki pieniężnej sprostała takiej trójfazowości, powinna mieć hybrydowy charakter, tzn. obejmować zarówno typ podstawowej strategii, np. BCI lub SCI, jak i antydeflacyjny plan awaryjny, oparty np. na strategii KPC oraz niestandardowych instrumentach. Powołując się na rozważania teoretyczne, stwierdzono, że to strategia BCI posiada konstrukcję, która bardziej

odpowiada uwarunkowaniom, jakie konstytuuje deflacja. Na tym etapie badań, jeszcze bez analiz o charakterze praktycznym, to ją należy uznać za pożądany typ strategii podstawowej, jednak musi on być stosowany w odpowiednim wariacie i w uzupełnieniu o awaryjny plan antydeflacyjny.

Przede wszystkim jednak należy sformułować wniosek, że badania nad dopasowaniem strategicznym w sferze polityki pieniężnej powinny być regularnie prowadzone, w szczególności w obliczu uwarunkowań deflacyjnych, które stają się w XXI w. coraz bardziej powszechne (zob. kolejne rozdziały). Strategii polityki pieniężnej, mimo że ma wymiar instytucjonalny, długookresowy i trwałe, nie należy traktować jako niezmiennej. Znaczne i nagłe zmiany w otoczeniu mogą powodować konieczność korekty lub zmiany strategii. Oczywiście nie każde doświadczenia deflacyjne muszą powodować zmianę typu strategii. Powinno to być uzależnione z jednej strony od rodzaju deflacji (w tym jej wielkości i trwałości), a z drugiej strony od dotychczas stosowanej strategii. Nie każdy typ strategii jest równie pożądany w warunkach deflacyjnych. Rozważania w tym rozdziale, na razie głównie o charakterze teoretycznym, pokazały znaczną przydatność w tym zakresie strategii BCI, jednak w odpowiednim wariacie i ewentualnie z uwzględnieniem pewnych dodatkowych elementów, jak np. uzupełnienie o awaryjny plan antydeflacyjny.

3. HISTORYCZNE DOŚWIADCZENIA Z DEFLACJĄ

3.1. Przegląd historycznych doświadczeń z deflacją

Mając na uwadze, że aby wystąpiła deflacja, muszą zaistnieć specyficzne warunki (zob. rozdział 1), m.in. znaczne załamanie popytu lub pobudzenie podaży, mogłoby się wydawać, że deflacja była i jest zjawiskiem rzadko występującym w praktyce. Analiza historii gospodarczej świata wskazuje jednak na coś innego. Inflacja i deflacja często występowały naprzemiennie, w szczególności w XIX w. i pierwszej połowie XX w. Dopiero druga połowa XX w. i przełom XX/XXI w. charakteryzowały się głównie dodatnią dynamiką cen – wysoką lub niską, w tym stabilnością cen (Bordo i Filardo, 2005, s. 13). Podmioty gospodarcze, społeczeństwo do tego stopnia przyzwyczyły się do dodatniej długotrwałej dynamiki cen, że deflacją zaczęto często potocznie określać spadek inflacji (Davies, 2003).

Przez wiele wieków inflacja i deflacja występowały po sobie cyklicznie, naprzemiennie. Relatywnie rzadko natomiast obserwowano stabilność cen (Davies, 2003). Mowa jest tutaj o długookresowych, kilkudziesięcioletnich wahanach gospodarczych. To w takiej perspektywie należy rozważać występowanie deflacji, naprzemiennie z inflacją, nie natomiast np. w ramach cykli sezonowych (rocznych) czy koniunkturalnych (kilkuletnich)¹.

Sięgając już do czasów średniowiecznych, można się doszukać wiekowych, długofalowych fal inflacji i deflacji. Przykładami tych pierwszych mogą być

¹ Należy mieć na uwadze, że rozważania podjęte w tym punkcie, polegające na ukazaniu wybranych, znaczących doświadczeń deflacyjnych z historycznej perspektywy, należy rozpatrywać poprzez pryzmat różnych uwarunkowań, w których się dokonywały, w szczególności odmiennych systemów walutowych (głównie: system waluty złotej, złoto-dewizowej czy wreszcie *fiat money*). W podrozdziale 3.1 abstrahuje się od szczegółowego rozróżnienia tych systemów, mając na uwadze, że w centrum zainteresowania tej pracy jest system oparty na pieniądzu fiducjarnym. Rozważania przekrojowe w podrozdziale 3.1 mają stanowić jedynie wprowadzenie i tło dla analizy wybranych przypadków historycznych i współczesnych w dalszej części rozdziału 3 oraz w rozdziale 4.

okresy 1180–1330, 1490–1670, 1770–1850 oraz 1895–1995. Przykładami tych drugich natomiast mogą być okresy 1330–1490, 1670–1770, 1850–1900 oraz krótsze epizody deflacyjne z początku XVII w. i XX w. Wśród niektórych istotnych negatywnych wydarzeń, które przyczyniły się do spektakularnych deflacji, można wskazać: Tulipomanię (1637 r.), Bańkę Morza Południowego (1720 r.), Panikę z 1837 r. oraz Wielką Depresję (1929 r.) (Davies, 2003).

Dane statystyczne wskazują, że w Stanach Zjednoczonych od połowy XVIII w. do końca XX w. średnia roczna zmiana cen hurtowych wyniosła zaledwie 1,59%, a przykładowo poziom cen w 1940 r. był taki sam jak w 1795 r. W badanym okresie zaobserwowano sześć przykładów dziesięcioletniej dynamiki cen powyżej 5% oraz cztery poniżej –5%. Analizując dane historyczne, można również zaobserwować, że ogólnie zagregowany poziom cen dla Stanów Zjednoczonych i dla Wielkiej Brytanii był praktycznie taki sam dla lat 1900 oraz 1700. Porównując natomiast lata 1900 i 1800, w Stanach Zjednoczonych indeks CPI w końcowym okresie był dwukrotnie niższy niż w początkowym, a w Wielkiej Brytanii trzykrotnie (Kumar i in., 2003, s. 9). W tabeli nr 6 ukazano najważniejsze historyczne przykłady wysokiej inflacji i dla kontrastu „złej” deflacji dla Stanów Zjednoczonych od połowy XVIII w.²

Tabela nr 6. Przykłady wysokiej inflacji i „złej” deflacji dla Stanów Zjednoczonych od połowy XVIII wieku

Rok	Przyczyna
Inflacja	
1779	finansowanie rewolucji amerykańskiej emisją skarbową przez 13 stanów i Kongres Kontynentalny, przy ograniczonej produkcji
1796	prosperity nakręcona podczas rewolucji francuskiej wraz z ekspansją liczby banków w Stanach Zjednoczonych i towarzyszącym temu wzrostem podaży pieniądza
1864	wojna domowa finansowana dodrukiem pieniądza niemającego pokrycia w kruszcu (złocie i srebrze)
1920	I wojna światowa nakręcająca popyt oraz odkrycia złota w Afryce Południowej, na Alasce i w Kolorado
1948	II wojna światowa
1981	wiele powiązanych zjawisk, m.in. realizacja programów socjalnych po wojnie wietnamskiej, embargo OPEC na ropę naftową, spowolnienie wzrostu produktywności, luźne nastawienie w polityce pieniężnej i fiskalnej

² Interesujące historyczne studium nt. występowania po sobie inflacji i deflacji w Stanach Zjednoczonych na tle gospodarki światowej stanowi opracowanie Kammerera (1920). Autor, będąc aktywnym uczestnikiem ówczesnego systemu społeczno-gospodarczego, analizuje przyczyny i konsekwencje zmiany dynamiki cen na przełomie XIX/XX w. (głównie w latach 1913–1920), w szczególności w warunkach trwania i schyłku systemu waluty złotej. Jako główną przyczynę wystąpienia deflacji wskazuje niewystarczające zasoby złota w stosunku do rosnącego popytu na złoto i tym samym pieniądź.

Rok	Przyczyna
Deflacja	
1789	porzucenie pieniądza papierowego przez Kongres Kontynentalny po rewolucji i towarzysząca temu recesja w połowie lat 80. XVIII w.
1824	zakończenie wojny z 1812 r., a następnie panika i recesja z 1819 r.
1878	zakończenie wojny domowej (spadek cen pod koniec lat 60. XIX w.), a następnie panika i recesja z 1873 r.
1930	wielka depresja, m.in. obniżenie podaży pieniądza i kryzys bankowy

Źródło: (Kerschner, Doerflinger i Murphy, 1998, s. 7).

Obszerne badania przekrojowe na temat historycznych doświadczeń deflacyjnych przeprowadzili Bordo i Filardo (2005). Badania obejmowały okres XIX w. i XX w. Autorzy dochodzą do wniosku, że częstość występowania inflacji i deflacji jest porównywalna. W niektórych krajach i niektórych podokresach deflacja występowała nawet częściej niż inflacja, głównie w latach 1801–1879 w Wielkiej Brytanii, Kanadzie, Australii czy Indonezji (tabela nr 7). Z badania wynika również, że gdy deflacja następowała, to trwała długo, średnio 5,4 roku, i jej średnia wartość wynosiła $-4,2\%$. Należy przy tym mieć na uwadze występowanie przypadków dziesięcio- i kilkunastoletnich z deflacją dwucyfrową, np. od 1920 r. w Japonii, Wielkiej Brytanii, Holandii, Danii, Norwegii czy Szwecji. W ramach szczegółowych, statystycznych badań nad asymetrycznością trwałości inflacji i deflacji zasadniczo Bordo i Filardo nie potwierdzają hipotezy o jej występowaniu. Dla okresu przed 1913 r. występują nawet niewielkie dowody na rzecz przewagi deflacji nad inflacją (Bordo i Filardo, 2005, s. 14, 32). Niniejsze stwierdzenia mają pewne odzwierciedlenie w tabeli nr 7, w której ukazano częstotliwość³ występowania deflacji w wybranych krajach w latach 1801–2002 z podziałem na podokresy.

Na wyniki niniejszych badań należy patrzeć poprzez pryzmat różnych rodzajów deflacji. Nie zawsze bowiem posiadała ona negatywny charakter. Warto zatem nieco szerzej przedstawić kilka przykładów dziewiętnasto- i dwudziestowiecznej deflacji z uwzględnieniem jej trzech głównych odmian (Bordo i Filardo, 2005, s. 9–12). W pierwszej kolejności należy odnotować przykład „złej” deflacji w latach 1837–1843. Rozpoczęła się ona od kryzysu finansowego w Londynie, Europie kontynentalnej i Stanach Zjednoczonych. Wśród jej przyczyn wskazuje się z jednej strony nieurodzaj w rolnictwie, głównie zbóż w Anglii, co wymusiło ich import z Europy kontynentalnej i wywołało drenaż złota z Banku Anglii i dalsze tego konsekwencje deflacyjne. Z drugiej strony

³ W tym przypadku częstotliwość oznacza liczbę lat, w których wystąpiła deflacja w danym okresie.

Tabela nr 7. Roczna częstotliwość deflacji w wybranych krajach w latach 1801–2002

Kraj	Okres					
	1801–1879	1880–1913	1914–1949	1950–1969	1970–1989	1990–2002
Argentyna	–	41,4	36,1	5	0	23,1
Australia	61,1	44,1	22,2	5	0	0
Belgia	43,2	44,1	25	15	0	0
Brazylia	27,8	44,1	13,9	0	0	0
Chile	48,1	32,4	13,9	0	0	0
Chiny	–	–	–	–	0	23,1
Dania	48,4	41,2	25	5	0	0
Egipt	–	–	41,2	25	0	0
Finlandia	47,4	32,4	25	10	0	0
Francja	40,6	26,5	22,2	10	0	0
Hiszpania	–	42,4	27,8	5	0	0
Holandia	22,2	32,4	36,1	10	5	0
Hong Kong	–	–	–	33,3	0	30,8
Indie	33,3	35,3	36,1	20	5	0
Indonezja	61	55,9	30,6	10	0	0
Irlandia	–	–	33,3	5	0	0
Japonia	–	29,4	27,8	10	0	38,5
Kanada	66,7	23,5	25	5	0	0
Kolumbia	6,7	38,2	36,1	10	0	0
Korea	–	–	–	5	0	0
Malezja	–	–	100	55	0	0
Meksyk	–	38,5	25	10	0	0
Niemcy	29,1	29,4	11,1	10	5	0
Norwegia	45,5	35,3	36,1	0	0	0
Nowa Zelandia	–	–	20	0	0	7,7
Peru	–	–	33,3	0	0	0
RPA	–	33,3	33,3	0	0	0
Singapur	–	–	100	45	10	15,4
Stany Zjednoczone	42,4	23,5	30,6	5	0	0
Szwajcaria	–	36,4	36,1	15	0	0
Szwecja	27,1	44,1	30,6	0	0	7,7
Tajlandia	–	–	–	25	5	0
Tajwan	–	–	–	16,7	10	15,4
Wenezuela	–	–	42,9	15	0	0
Wielka Brytania	51,9	44,1	33,3	0	0	0
Włochy	33,3	32,4	25	0	0	0

Źródło: (Bordo i Filardo, 2005, s. 28).

jako przyczynę wskazuje się „wojnę bankową” prowadzoną przez prezydenta USA Andrew Jacksona i prezydenta Second Bank of United States Nicholasa Biddle. Abstrahując od przyczyn kryzysu i deflacji, należy odnotować, że ceny spadły wtedy w USA o 5,6%, we Francji o 2%, a w Wielkiej Brytanii o 2,1% przy spadku PKB o 2,6%.

Jako kolejny przykład, tym razem „dobrej” deflacji, warto wskazać lata 1873–1896. W tym czasie ceny w wielu krajach spadły o około 2% przy jednoczesnym wzroście PKB o około 2–3%. Przyczynami spadku ceny były m.in. wzrost produktywności w przemyśle oraz znaczne rozprzestrzenienie się kolei na świecie. Wiele krajów w tym czasie przyjęło standard złota, jak np. kraje skandynawskie, Niemcy, Holandia czy Belgia (Bordo i Filardo, 2005, s. 9). Mimo wystąpienia w praktyce „dobrej” odmiany deflacji pojawiły się także pewne negatywne zjawiska związane m.in. z efektem dystrybucji dochodu. W omawianym okresie odnotowano sytuacje depresyjne w latach 1873–1875, 1884–1885 i najpoważniejszą w latach 1890–1896. Ta ostatnia została zapoczątkowana przez kryzys Baringa w 1890 r. w Argentynie. W następstwie pojawił się kryzys bankowy w Londynie, Europie kontynentalnej, Stanach Zjednoczonych i Ameryce Łacińskiej, a głównie Brazylii (Bordo i Filardo, 2005, s. 9–10).

Ogólnie rzecz ujmując, jedną z głównych przyczyn deflacji w XIX w. były ograniczenia wynikające ze standardu złota. W obliczu znacznego wzrostu popytu na pieniądź i tym samym na złoto, który wynikał m.in. z postępu technologicznego i wzrostu liczby ludności na świecie, podaż złota była niewystarczająca. Sytuacja ta hamowała nie tylko dynamikę cen, ale również wzrost gospodarczy. Przykładowo, średnia roczna stopa wzrostu realnego PKB *per capita* w Stanach Zjednoczonych w XIX w. wyniosła zaledwie 1,5%, a w Wielkiej Brytanii niewiele ponad 1% (Kumar i in., 2003, s. 9–10).

Jako kolejny przykład, tym razem dwudziestowiecznej deflacji, należy wskazać epizod z lat 1919–1921. Po I wojnie światowej był to okres spadku ogólnego poziomu cen w wielu krajach wraz z towarzyszącą mu niestabilnością i spadkiem zagregowanej produkcji. Był to zatem przykład „złej” odmiany deflacji. W tym czasie wiele krajów odnotowało znaczny spadek PKB, np. Stany Zjednoczone 18%, Wielka Brytania 20%, Niemcy 20%, Kanada 24%. Nie rozpatrując szczegółowo przyczyn i kanałów transmisji tego przypadku deflacji, warto odnotować, że była ona przyczyną m.in. powojennego załamania popytu oraz błędów w bankowości centralnej wskazywanych krajów, które były związane głównie z chęcią przywrócenia parytetu złota sprzed I wojny światowej (Bordo i Filardo, 2005, s. 10).

Kolejne osiem lat (okres od 1922 r. do 1928 r.) to okres przejściowy między dwoma przykładami „złej” deflacji, a zarazem powojenna prosperity oraz fala nowych technologii przemysłowych, m.in.: samochodów, telefonów czy radia. Wiele krajów na całym świecie odnotowało znaczne przyrosty PKB, którym

towarzyszyła niska (ok. 1–2%) i „dobra” deflacja. Wyjątkiem była Wielka Brytania, która doświadczała w tym czasie ok. 20-letniej stagnacji gospodarczej.

Ostatni rok lat 20. XX w. i początek lat 30. (okres ok. 1929–1933) to przykład najbardziej powszechnej deflacji w historii gospodarczej świata. Dokonała się ona w warunkach Wielkiego Kryzysu, który dotknął całą gospodarkę światową⁴. Kryzys ten miał i ma ogromny wpływ na historię myśli ekonomicznej oraz praktykę polityki gospodarczej po dzień dzisiejszy. Z tych powodów przykład ten zostanie przedstawiony odrębnie w kolejnym podrozdziale, m.in. w kontekście polityki pieniężnej, ze szczególnym uwzględnieniem Stanów Zjednoczonych i Szwecji. Należy zauważyć, że Wielki Kryzys zakończył dłuższy 15-letni okres ujemnej dynamiki cen o różnym charakterze.

Przerwa w deflacji nie trwała zbyt długo. Stany Zjednoczone odnotowały dwa krótkie, ale dotkliwe epizody „złej” deflacji w latach 1937–1938 oraz 1948–1949. W pierwszym okresie PNB spadł aż o 18% przy bezrobociu równym 20% i deflacji 5%. Cechą charakterystyczną tej recesji było zagrożenie dolnej granicy nominalnych stóp procentowych, które w ujęciu krótkookresowym kształtowały się wtedy na poziomie 0,03–0,5%. Przyczyną recesji było m.in. nadmierne zaostrzenie polityki pieniężnej i fiskalnej. Podobny schemat towarzyszył kolejnej wskazanej recesji, włącznie z osiągnięciem DGNSP (Bordo i Filardo, 2005, s. 11–12). Od tego czasu generalnie rozpoczął się ponadpółwieczny okres, w którym na całym świecie dominowała inflacja⁵.

Przykłady dwudziestowiecznej deflacji z lat 20. i 30. są odmienne od tych z XIX w. zarówno pod względem jakościowym, jak i ilościowym. Ze względu na coraz większą złożoność systemów gospodarczych i finansowych oraz ich powiązanie w skali światowej skutki „złej” deflacji okazywały się bardziej poważne. Sama wartość deflacji była większa i często towarzyszyły jej załamania gospodarcze, w tym o charakterze ogólnoświatowym. Odmienne zasadniczo były także przyczyny deflacji. Ogólnie panuje konsens, że kluczową rolę w zaistnieniu i transmisji deflacji odegrały czynniki monetarne. Wśród przyczyn można wskazać m.in. załamanie zagregowanego popytu i kanału transmisji kredytowej, a przede wszystkim błędy w polityce gospodarczej, w tym szczególnie pieniężnej (Kumar i in., 2003, s. 10).

Przegląd historycznych doświadczeń z deflacją, głównie w „złej” odmianie, wskazuje na to, że występowała ona na szeroką skalę najczęściej w odstępach kilkudziesięcioletnich. W związku z tym nasuwa się skojarzenie z występowaniem długookresowych cykli gospodarczych. Trudno jednak się doszukać regularności w odstępach czasowych poszczególnych przypadków i zweryfikować zasadność

⁴ O globalnych, negatywnych konsekwencjach Wielkiego Kryzysu zob. w: (Kindleberger, 1973; Albers i Uebele, 2015).

⁵ Jako pewien wyjątek można wskazać łagodną, pozytywną deflację w latach 50. odnotowaną w wielu krajach na całym świecie (Bordo i Filardo, 2005, s. 12).

teorii cykli długookresowych. W szczególności wystąpiła długa przerwa między doświadczeniami deflacyjnymi z pierwszej połowy XX w. a deflacją w warunkach kryzysu pierwszej dekady XXI w. Należy zauważyć, że deflacja nie występuje z częstotliwością klasycznych cykli koniunkturalnych, w odstępach kilkuletnich, ale rzadziej gdy zaistnieją specyficzne okoliczności i przesłanki⁶.

3.2. Strategie polityki pieniężnej Systemu Rezerwy Federalnej i Banku Szwecji w obliczu deflacji w warunkach Wielkiego Kryzysu

3.2.1. Strategia Systemu Rezerwy Federalnej w obliczu Wielkiego Kryzysu

Wielki Kryzys miał poważne konsekwencje gospodarcze, finansowe i pieniężne nie tylko dla Stanów Zjednoczonych, gdzie został zapoczątkowany, ale także dla większości krajów na świecie. W okresie 1929–1933 w Stanach Zjednoczonych nominalny PNB w cenach bieżących spadł o 46%, a w ujęciu realnym o 33%. Bezrobocie wzrosło z około 4% do 25%, a ogólny poziom cen spadł o 25%. W Szwecji i Japonii również wystąpiła deflacja o podobnej wielkości, wynosząca odpowiednio 20% i 25%⁷ (Wheelock, 1992, s. 4; Kumar i in., 2003, s. 10–11).

Z punktu widzenia celów tej pracy jest to jeden z najbardziej znanych, dobrze opisanych przykładów deflacji w historii gospodarczej świata. Stanowi bogate źródło wiedzy na temat przyczyn, skutków, mechanizmów, a także działań polityki gospodarczej wobec deflacji. Wielki Kryzys może stanowić pewien schemat wystąpienia i transmisji deflacji i w związku z tym może być wykorzystany w celu formułowania zaleceń dla polityki gospodarczej wobec deflacji zarówno w krótkiej, jak i długiej perspektywie czasowej, w tym w kontekście działań prewencyjnych (rysunek nr 12). Dowodem na to jest powielenie w znacznym stopniu tego schematu po 80. latach w odniesieniu do ogólnoświatowego kryzysu finansowego i gospodarczego z końca pierwszej dekady XXI w. (por. Piech i Polański, 2012). W obu przypadkach wystąpiło wiele podobieństw dotyczących zarówno bezpośrednich, jak i pośrednich przyczyn kryzysu oraz transmisji

⁶ Przegląd historycznych doświadczeń w zakresie polityki antydeflacyjnej, w tym głównie w obliczu Wielkiego Kryzysu, został zawarty w: (Burdekin i Siklos, 2004).

⁷ Wskazano jedynie wybrane przykłady gospodarek, które są szerzej analizowane w tej pracy. Należy jednak podkreślić, że Wielki Kryzys miał jeszcze gorsze konsekwencje dla gospodarki polskiej (zob. Polański, 2017).

– po pierwsze, w skali międzynarodowej, a po drugie, ze sfery bankowej i finansowej do realnej i pieniężnej, w tym w kontekście wystąpienia deflacji. Zobrazowano to na rysunku nr 12 przedstawiającym zjawisko recesji bilansowej, która wystąpiła w obu przypadkach.



Rysunek nr 12. Schemat wystąpienia kryzysu i deflacji na przykładzie Wielkiego Kryzysu

We współczesnej depresji skutki okazały się mniej dotkliwe w stosunku do Wielkiego Kryzysu, m.in. patrząc na podstawowe wielkości makroekonomiczne, jak dynamika PKB i ogólnego poziomu cen oraz stopa bezrobocia. Przykładowo w Stanach Zjednoczonych w obu przypadkach:

- nastąpił absolutny spadek PKB, ale w 1932 r. wyniósł on 20%, a w 2009 r. 4% (II kwartał) (<http://www.nber.org/digest/nov16/w22581.html>; <https://data.oecd.org/gdp/grossdomestic-product-gdp.htm>, dostęp: 09.07.2017 r.);
- stopa bezrobocia wzrastała, ale w 1932 r. wyniosła 25%, a w 2009 r. niespełna 10% (9,9 w IV kwartale) (<http://www.nber.org/digest/nov16/w22581.html>; <https://data.oecd.org/unem/unemployment-rate.htm>, dostęp: 09.07.2017 r.);
- wystąpiła deflacja, ale w 1932 r. wyniosła kilkanaście procent, a w 2009 r. maksymalnie ok. 2% (2,1% w lipcu) (<http://www.sjsu.edu/faculty/watkins/dep1929.htm>; <https://data.oecd.org/price/inflation-cpi.htm>, dostęp: 09.07.2017 r.).

Takie zróżnicowanie wynikało z odmiennych uwarunkowań, w których oba kryzysy się zmaterializowały, oraz działań antykryzysowych władz gospodarczych. Z tego punktu widzenia wiedzy w zakresie antydeflacyjnej polityki pie-

niężnej podczas Wielkiego Kryzysu, głównie w Stanach Zjednoczonych, nie można uznać za uniwersalną. W obu przypadkach wśród przyczyn kryzysu i deflacji wskazuje się niewłaściwą, zbyt ekspansywną politykę Fed przed kryzysem (zob. rysunek nr 12)⁸. Należy odnotować, że bezpośrednio przed wybuchem obu kryzysów stopy procentowe zostały podniesione, co można uznać z jednej strony jako spóźnione zaostrenie polityki pieniężnej, a z drugiej strony za jedną z przyczyn pęknięcia bąbla spekulacyjnego.

Różnice występują w strategicznych ramach polityki pieniężnej. Na przełomie lat 20. i 30. XX w. polityka była podporządkowana przede wszystkim standardowi złota, który bezpośrednio (w odniesieniu do możliwości zwiększenia podaży pieniądza w warunkach ograniczeń ilości złota) lub pośrednio (jako uwarunkowanie konstytuujące ramy i typ strategii polityki pieniężnej) ograniczał swobodę działań monetarnych (Wheelock, 1992, s. 6–23; Kumar i in., 2003, s. 10–11). Został on porzucony w Stanach Zjednoczonych w 1933 r. Zniesiono wtedy wymienialność dolara na złoto dla własnych obywateli. Trudno zatem doszukać się w działaniach Fed przejawów strategii we współczesnym rozumieniu, które mogłyby stanowić uniwersalne wskazówki dla współczesnej antydeflacyjnej polityki pieniężnej. Ówczesna polityka Fed była słabo uporządkowana, mało klarowna co do celów, układu instrumentów i w konsekwencji strategii oraz instytucjonalnych uwarunkowań. Można ją określić mianem dyskrecjonalnej, ale z nałożonym ograniczeniem w ramach standardu złota. Z tego powodu, a także bogatej literatury w zakresie polityki Fed w warunkach Wielkiego Kryzysu, przypadek ten nie zostanie tutaj poddany szczegółowej analizie⁹. Natomiast bardziej interesujące w kontekście tematyki niniejszej pracy wydają się antydeflacyjne działania Banku Szwecji w latach 20. i 30. XX w. przedstawione w kolejnym podrozdziale. Bez wątplenia jednak doświadczenia antykryzysowej i antydeflacyjnej polityki pieniężnej Fed podczas Wielkiego Kryzysu stanowiły przestrożę dla działań antykryzysowych pierwszej dekady XXI w. i przyczyniły się do tego, że polityka była bardziej agresywna w ramach działań standardowych, a także miała charakter niestandardowy, dzięki czemu okazała się bardziej skuteczna w walce z deflacją¹⁰.

Dodatkowo należy zauważyć, że strategia dyskrecjonalna, ale już w oderwaniu od standardu złota i w systemie płynnego kursu walutowego, była stosowana przez Fed również w czasie ostatniego kryzysu. W tej sytuacji nasiliła się toczona od wielu lat debata o dopasowaniu strategii dyskrecjonalnej do współ-

⁸ Przyczyny kryzysu w odniesieniu do działań z zakresu polityki pieniężnej są rozpatrywane np. w: (Wheelock, 1992), a szeroko w: (Friedman i Schwartz, 1963).

⁹ Szerzej na temat wyboru strategii polityki pieniężnej w Stanach Zjednoczonych w odniesieniu do lat 20. XX w. zob. w: (Humprey, 2001, s. 285–313).

¹⁰ Szerszego porównania obu kryzysów dokonują np. Fratianni i Giri (2017, s. 5–31), a w odniesieniu do Polski Polański (2017).

czesnych uwarunkowań, a przede wszystkim w obliczu niestabilności systemu finansowego i deflacji (por. podrozdział 2.3.2). Pojawiła się bowiem potrzeba klarownego i wiarygodnego określenia docelowej stopy zmian ogólnego poziomu cen kształtującego, a w przypadku deflacji pobudzającego oczekiwania inflacyjne. Ponowiono pytanie o zasadność wprowadzenia strategii BCI, czyli takiej, która obecnie dominuje wśród krajów rozwiniętych. W konsekwencji w styczniu 2012 r. decydenci Fed poczynili krok w kierunku tej strategii, wyznaczając pożądaną wartość inflacji wynoszącą 2% i mającą odniesienie do średniego horyzontu czasowego (https://www.federalreserve.gov/faqs/economy_14400.htm; <https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/monetary20120125c.htm>, dostęp: 12.07.2017 r.).

Zmiana polegała zatem na przyjęciu ilościowej definicji stabilności cen, która jednak nadal nie jest ani jedynym, ani nadrzędnym celem polityki Fed. Równorzędnie traktowane jest wspieranie zatrudnienia czy dbanie o długoterminowe stopy procentowe (<https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/monetary20120125c.htm>, dostęp: 12.07.2017 r.). W konsekwencji, mimo bezpośredniego powiązania instrumentów z celami oraz ilościowego celu inflacyjnego, strategię Fed trudno jest określić mianem „czystego”, bezpośredniego celu inflacyjnego¹¹. Dodatkowo analizując stronę internetową Fed, m.in. zakładkę bezpośrednio dotyczącą polityki pieniężnej, nie można się doszukać klarownej deklaracji stosowania typu strategii BCI, a nawet trudno odnaleźć wskazywaną wcześniej definicję stabilności cen, np. w formie odpowiedniej zakładki na stronie internetowej, jak to ma miejsce w znakomitej większości banków centralnych stosujących tę strategię (por. <https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy.htm>, dostęp: 20.08.2018 r.). Informacja na temat docelowej wartości inflacji została przedstawiona jedynie w formie relacji prasowej i nie była utrwalona w głównej strukturze strony internetowej Fed. Taka sytuacja nie sprzyja przejrzystości i wiarygodności, czyli cechom szczególnie ważnym we współczesnych strategiach polityki pieniężnej, a zwłaszcza w obliczu deflacji.

W przypadku obu kryzysów wystąpiła niechęć do zmiany strategii. Pewne dostosowania następowały dopiero w obliczu wystąpienia kryzysu i deflacji. Był to jeden z głównych czynników kryzyso- i deflacyjogennych. Strategia, mimo że powinna być trwała i mieć odniesienie do długiego okresu, to przy zaistnieniu burzliwych uwarunkowań, w tym o charakterze kryzysu, powinna być poddawana zmianom lub chociażby korektom. W czasie Wielkiego Kryzysu wskazane było odejście od standardu złota, które nastąpiło dopiero w 1933 r. Jednak taka decyzja była wcześniej utrudniona m.in. w obliczu śmierci Benjamina Stronga, prezesa Fed w Nowym Jorku, który zajmował to stanowisko od 1914r., czyli od początku istnienia tej instytucji. Był on nie tylko główną postacią Fed

¹¹ Szerzej na temat strategicznych ram współczesnej polityki pieniężnej Fed zob. w: (Federal Reserve System [Fed], 2016).

w Stanach Zjednoczonych, ale także autorytetem w skali ogólnoswiatowych finansów (m.in. obok prezesa Banku Anglii). Strong zmarł tuż przed kryzysem w październiku 1928 r., a jego następcy obawiali się dokonywać gwałtownych zmian w polityce pieniężnej i woleli kontynuować dotychczasową strategię, opartą na standardzie złota (Wheelock, 1992, s. 4, 26–27). Wystąpiła zatem niechęć do zmierzenia się z problemem znacznych zmian strategicznych w obawie o utratę wiarygodności. Ta sytuacja wyraźnie pokazała, że instytucjonalnych uwarunkowań, podobnie jak typu strategii, nie należy traktować jako bezwzględnie stałych. Powinny być one dostosowywane do zmian w otoczeniu, jeśli mają nadzwyczajny, burzliwy charakter. Niechęć do zmiany typu strategii wystąpiła też w Stanach Zjednoczonych w obliczu kryzysu w XXI w., a także m.in. w Japonii w obliczu wystąpienia deflacji od początku lat 90. XX w. (por. podrozdział 3.3), chociaż w obu przypadkach należy dostrzec i docenić przejawy pewnych dostosowań o charakterze strategicznym w obliczu ogólnoswiatowego kryzysu XXI w., polegających m.in. na zastosowaniu szerokiego spektrum instrumentów niestandardowych oraz doprecyzowaniu definicji stabilności cen.

3.2.2. Strategie polityki pieniężnej Banku Szwecji w latach 20. i 30. XX wieku

Historyczne deflacyjne doświadczenia Szwecji zostaną odrębnie rozpatrzone w odniesieniu do lat 20. oraz 30. XX w. Deflacja w Szwecji w latach 1920–1922 wynikała głównie z powrotu do systemu waluty złotej. System został wprowadzony w Szwecji w 1883 r. i zawieszony w 1914 r. wraz z rozpoczęciem I wojny światowej, która – powiązana z ekspansją pieniężną – przyniosła znaczny wzrost inflacji, nawet do 40% w 1918 r. W czasie trwania wojny bezrobocie pozostawało na stabilnym poziomie ok. 5%, a dynamika produkcji przemysłowej wahała się, ale relatywnie do kolejnych lat mniej, w granicach ok. 0–10%. Dopiero okres powojenny przyniósł znaczne załamanie wyników makroekonomicznych, m.in. wzrost bezrobocia do ponad 25% w 1921 r. i ponad 20% w 1922 r., spadek produkcji o prawie 20% w 1923 r. i przede wszystkim ponad 20-procentową deflację oraz spadek poziomu płac o ok. 35% w 1922 r. (Fregert i Jonung, 2004, s. 93–94).

Załamanie wynikało z zamieszania, jakie towarzyszyło wyborowi kształtu polityki pieniężnej po zakończeniu I wojny światowej. W dyskusji uczestniczyli decydenci polityczni, banku centralnego, rządu i parlamentu oraz wybitni ekonomiści, m.in. Cassel, Davidson, Heckscher, Ohlin oraz Wicksell. Rozpatrywane były trzy możliwości (Fregert i Jonung, 2004, s. 93):

- powrót do systemu waluty złotej z uwzględnieniem bieżącego parytetu wymiany korony na złoto,

- powrót do systemu waluty złotej z uwzględnieniem przedwojennego parytetu wymiany korony na złoto z 1914 r.,
- wprowadzenie strategii opartej na kontroli poziomu cen w warunkach płynnego kursu walutowego.

Abstrahując od szczegółów dotyczących podjęcia decyzji i debat temu towarzyszących (Fregert i Jonung, 2004, s. 93–105), wybrano drugą możliwość. Decyzja została ogłoszona we wrześniu 1920 r. przez Ministra Finansów Rickarda Sandlera i powtórzona przez rząd w styczniu 1921 r. Początkowo nie wskazano jednak ostatecznej daty wznowienia standardu złota, co po wielu debatach, szeregu decyzji i działań nastąpiło w kwietniu 1924 r.

Przywrócenie przedwojennego parytetu i realnego kursu walutowego wymagało obniżenia poziomu cen równego wzrostowi, który nastąpił powyżej wzrostu w Stanach Zjednoczonych po porzuceniu standardu złota w 1914 r. Jeszcze w październiku 1920 r., gdy w Szwecji rozpoczynał się spadek cen, wymagana stopa deflacji wynosiła ok. 40%. Jednak równolegle Stany Zjednoczone odnotowały spadek poziomu cen, co jeszcze zwiększyło skalę planowej deflacji w Szwecji. Jednocześnie, aby osiągnąć parytet z 1914 r., nominalny kurs walutowy wymagał aprecjacji o ok. 25%, co powodowało, że realny kurs korony był przewartościowany o ok. 15% (40–25%). Stopa dyskontowa w obliczu tego została podniesiona w marcu 1920 r. z 5,5% do 7% oraz we wrześniu tego roku do 7,5%. Po niezbyt dużej deprecjacji w październiku i listopadzie 1920 r. nominalny kurs zaczął się umacniać. Gdy dodatkowo pod koniec 1922 r. deflacja cen hurtowych wyniosła ok. 60%, została osiągnięta wymagana długookresowa wartość realnego kursu walutowego korony (Fregert i Jonung, 2004, s. 94–97). Jednocześnie nastąpiło pewne poluznienie polityki pieniężnej, stopa dyskontowa została obniżona kolejno do 5,5% w październiku 1921 r. oraz do 4,5% w lipcu 1922 r. Do czasu wprowadzenia standardu złota kurs korony był usztywniony w stosunku do dolara, z wykorzystaniem interwencji walutowych.

Takie deflacyjne dostosowania cenowe wymagały nie tylko odpowiednich działań Banku Szwecji, ale również redukcji płac. Zmiany w tym zakresie dokonywały się w sposób bardzo złożony, z wykorzystaniem różnych metod, w obliczu sztywności płac w dół, w warunkach występowania związków zawodowych i kontraktów płacowych. Koszty dostosowań cenowo-płacowych uwidoczniły się m.in. w znacznym wzroście bezrobocia w latach 1920–1921. Obserwując dane makroekonomiczne Szwecji dla dalszego okresu, po 1922 r. prawie do końca lat 20. można jednak sformułować wniosek, że przedsięwzięcie powrotu do standardu złota, mimo poniesionych wcześniej kosztów, zakończyło się powodzeniem. W tym okresie bezrobocie kształtowało się poniżej 15% i występowała dodatnia dynamika produkcji przemysłowej. Dynamika poziomu cen również była stabilna, ale pewne obawy mogła budzić jej wartość bliska zeru, a nawet często ujemna.

Podsumowując doświadczenia początku lat 20., należy pozytywnie ocenić ówczesną politykę pieniężną Banku Szwecji. Mimo pewnych zastrzeżeń co do szczegółów sposobu powrotu do systemu waluty złotej i poniesionych krótkookresowych kosztów na początku lat 20. (<https://www.riksbank.se/en-gb/about-the-riksbank/history/1900-1999/strong-deflation-after-the-war/>, dostęp: 15.05.2018 r.), długookresowe skutki działań były ogólnie pożądane. Umiejętna regulacja stopy dyskontowej nie tylko pozwoliła szybko osiągnąć wymagany parytet złota i poziom kursu walutowego, ale także przyczyniła się do wyjścia z kryzysu powiązanego z deflacją oraz stabilizacji gospodarki prawie do końca lat 20. Trudno jednak działania Banku Szwecji ująć w jakiegokolwiek ramy strategiczne we współczesnym znaczeniu i pod tym kątem dokonać oceny polityki pieniężnej, co byłoby szczególnie cenne w kontekście tematyki niniejszej pracy.

Podjęwając jednak próbę spojrzenia z perspektywy strategicznej, można ocenić, że mieliśmy do czynienia z kombinacją ogłoszenia w średnim okresie polityki opartej na „kotwicy” w postaci złota i dążenia do niej w okresie przejściowym, 3–4-letnim, z wykorzystaniem działań dyskrecjonalnych. Był to zatem przykład ewolucyjnego wprowadzenia nowego typu polityki pieniężnej. Skuteczność takich działań była zdeterminowana ogłoszeniem i deklaracją realizacji standardu złota w długim okresie. Taka „silna”, klarowna, sprawdzona przez wiele lat i w wielu krajach „kotwica” wzbudzała wiarygodność oraz stabilizowała oczekiwania podmiotów gospodarczych i w konsekwencji umożliwiała relatywnie skuteczną i efektywną realizację zdecydowanej, w pewnym stopniu kontrowersyjnej polityki władz gospodarczych w Szwecji w okresie powojennym. Doświadczenia Szwecji z tego okresu nie pokazują wprawdzie optymalnej strategii w obliczu deflacji, ale wskazują, że pożądanymi jej cechami mogą być: cel *explicite* określony, niski stopień dyskrecjonalności, klarowność, wiarygodność, planowy i przewidywany charakter realizacji w długim okresie.

Odmienne uwarunkowania polityki pieniężnej wystąpiły w Szwecji pod koniec lat 20. w warunkach Wielkiego Kryzysu. Ze względu na ich burzliwy charakter pojawiło się pytanie o konieczność dostosowania ram strategicznych polityki Banku Szwecji. Kryzys silnie dotknął gospodarkę szwedzką, co miało odzwierciedlenie w podstawowych wielkościach makroekonomicznych. Nastąpił wzrost bezrobocia z poziomu ok. 10% pod koniec lat 20., 12% w 1930 r. i 16% w 1931 r. do 23% w latach 1932 i 1933 (rysunek nr 13). Znacznie pogorszyła się dynamika produkcji i była na początku lat 30. w ujęciu absolutnym ujemna. Łączny jej spadek w latach 1930–1932 wyniósł 12%, głównie za sprawą załamania eksportu o 30% w latach 1929–1932. Zjawiskom tym towarzyszył spadek dynamiki ogólnego poziomu cen, który rozpoczął się w 1928 r. (rysunek nr 13).

Kryzys gospodarczy spowodował decyzję o rezygnacji Szwecji z uczestnictwa w systemie waluty złotej 27 września 1931 r. Podobną decyzję tydzień wcześniej podjął Bank Anglii, co z pewnością wpłynęło na decyzję Banku Szwecji.

W ten sposób został upłynniony kurs korony. Dzięki jego deprecjacji gospodarka szwedzka była częściowo izolowana od światowej deflacji i Wielkiego Kryzysu, m.in. poprzez pozytywne oddziaływanie na wymianę handlową. Reżim płynnego kursu był utrzymany przez niecałe dwa lata, gdy w czerwcu 1933 r. nastąpiło usztywnienie korony wobec funta brytyjskiego w stosunku 19,4 do 1, czyli 7% powyżej parytetu złota. Dodatkowo należy odnotować trzydniową próbę usztywnienia korony w listopadzie 1931 r., która zakończyła się niepowodzeniem za sprawą szybkiego wyczerpania rezerw walut zagranicznych w Banku Szwecji.

W takich okolicznościach decydenci Banku Szwecji stanęli w obliczu wyboru autonomicznej strategii polityki pieniężnej. Duży udział w tym procesie mieli doradcy Banku Szwecji, wybitni ekonomiści Heckscher i Cassel, którzy zgodnie z „wicksellową normą (regułą) stabilizacji cen” (zob. podrozdział 1.3.2) stworzyli unikatowy typ strategii. Polityka pieniężna prowadzona przez Bank Szwecji w latach 1931–1937 była oparta na strategii kontroli poziomu cen. Przypadek ten stanowi precedens na skalę światową z dwóch przyczyn. Po pierwsze, stanowiła pierwowzór dla zastosowanej pięćdziesiąt lat później strategii BCI. Po drugie, jest to dotąd jedyny przykład zastosowania poziomu cen jako celu polityki pieniężnej (a nie stopy zmian poziomu cen jak w BCI). Obecnie jest często rozpatrywana jako potencjalna alternatywa dla BCI lub jako strategia komplementarna (zob. podrozdział 2.3.3).

Założenia nowej strategii Banku Szwecji zostały zawarte w programach na 1931 r. oraz 1932 r. W 1931 r. Minister Finansów publicznie zadeklarował postawienie przed władzą monetarną jasno sformułowanego nadrzędnego celu, a mianowicie stabilizacji cen. Jednak realizacja celu miała się odbywać w formie stabilizowania poziomu cen. Wyjściowy poziom cen przyjęto dla września 1931 r. W 1932 r. program został uszczegółowiony w następujących punktach (Berg i Jonung, 1999, s. 529–530):

- szybki powrót do systemu waluty złotej jest niemożliwy, kurs korony szwedzkiej powinien być płynny (rynkowy), należy skupić wysiłki na kontroli poziomu cen krajowych;
- należy przeciwdziałać zarówno deflacji, jak i inflacji (symetria celu);
- pożądane jest pewne ożywienie w dynamice ogólnego poziomu cen, ale bez narażania gospodarki na zbyt wysoką inflację (proces reflacji);
- polityka pieniężna powinna brać pod uwagę szerokie spektrum czynników (podejście wieloparametryczne) i niemożliwe jest zastosowanie jednej prostej reguły;
- pożądane jest utrzymywanie przez bank centralny stopy procentowej na możliwie najniższym poziomie, jednak bez narażania nadrzędnego celu polityki pieniężnej (przejrzystość, nadrzędność celu);
- wybór i kształtowanie instrumentów polityki pieniężnej dla realizacji celu nadrzędnego leży w gestii banku centralnego (niezależność operacyjna), jednak z uwzględnieniem ograniczenia wskazanego w poprzednim punkcie.

Takie założenia są zbliżone do tych, jakie obecnie stawia się przed współczesnymi typami strategii polityki pieniężnej, a przede wszystkim BCI. Głównym wyjątkiem jest sposób definicji celu nadrzędnego. Obie strategie za główny cel polityki pieniężnej stawiają stabilność cen, ale w przypadku KPC jest ona wyznaczana przez wartość poziomu cen, a w przypadku BCI przez stopę jego zmian.

Należy dodatkowo zaznaczyć, że początkowo po rezygnacji z przynależności do systemu waluty złotej kontrola poziomu cen w Szwecji odbywała się w warunkach płynnego kursu walutowego, z wyjątkiem trzydniowej próby powrotu to systemu sztywnego kursu korony szwedzkiej w listopadzie 1931 r. Jak wspomniano wcześniej, dopiero w lipcu 1933 r. kurs korony został usztywniony w stosunku do funta szterlinga (Berg i Jonung, 1999, s. 531–532, 543).

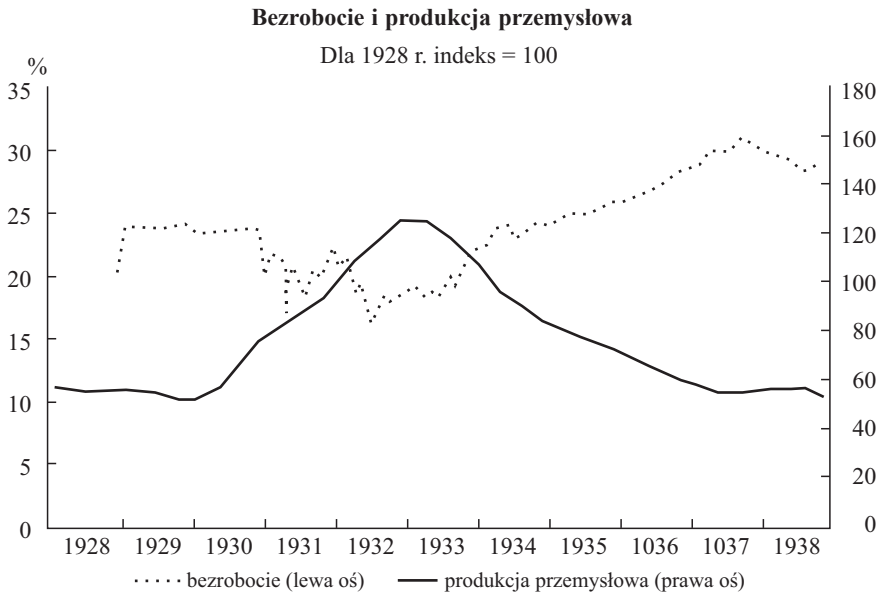
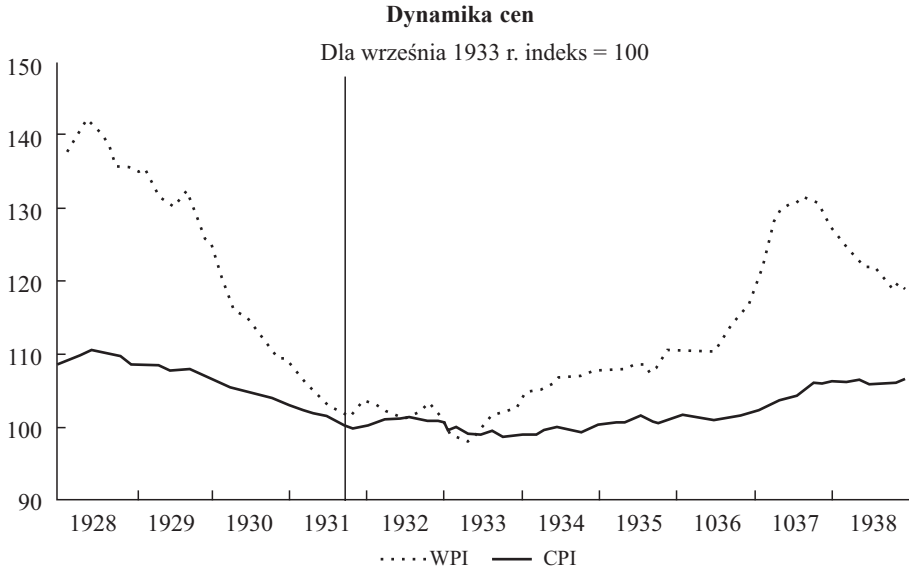
Głównym instrumentem Banku Szwecji były stopy procentowe. Po opuszczeniu systemu waluty złotej we wrześniu 1931 r. stopa dyskontowa została podniesiona z 6% do 8%. Następnie była dość szybko obniżana, by osiągnąć w 1934 r. wartość 2,5%, która została utrzymana aż do wybuchu II wojny światowej. Takie decyzje dotyczące głównego instrumentu polityki pieniężnej były zgodne z poczynionymi założeniami (por. powyżej) o ich utrzymywaniu na możliwie niskim i stabilnym poziomie. Był to zarazem przejaw klarownej, niezaskakującej podmiotów sektora prywatnego realizacji wyznaczonej strategii z uwzględnieniem średniego i długiego horyzontu czasowego. Nagłe i częste zmiany stóp procentowych, w szczególności w górę, w czasie walki z deflacją mogą spowodować utrudnienia w pobudzaniu oczekiwań inflacyjnych i dalej w wywołaniu faktycznej stopy inflacji (por. przykład błędów Banku Japonii w ramach realizacji polityki ZIRP, podrozdział 3.3).

W praktyce strategia KPC okazała się skuteczna. Po pierwsze, spowodowała zahamowanie tendencji deflacyjnej, następnie ustabilizowanie wahań cen, a potem lekki ich wzrost. Widać to na rysunku nr 13, na którym do 1931 r. ceny spadały, od 1931 r. do 1933 r. nastąpiło ustabilizowanie cen, w następnych latach nastąpił ich wzrost, szczególnie widoczny w zmianach wskaźnika cen hurtowych¹². Po drugie, jak pokazuje rysunek, realizacja strategii KPC pozwoliła na obniżenie stopy bezrobocia oraz ożywienie produkcji przemysłowej od 1932 r.

Powodzenie polityki pieniężnej Banku Szwecji w warunkach deflacji wynikało przede wszystkim z odpowiedniej konstrukcji strategii KPC, w tym głównie w odniesieniu do uwarunkowań, jakie konstytuuje ujemna dynamika cen. Atrybuty te zostały wskazane w podrozdziale 2.3.3 i dotyczą głównie nadrzędności stabilności cen, sposobu jej pomiaru oraz bezpośredniości powiązania instrumentów z celami. Zaletą okazały się także instytucjonalne uwarunkowania polityki Banku Szwecji, jak niezależność, klarowność, płynny kurs walutowy,

¹² WPI (ang. *wholesale price index*) był obok CPI drugim wskaźnikiem monitorowanym przez Bank Szwecji podczas obserwacji ruchów cen.

dzięki którym polityka była *explicite* określona co do celów instrumentów i strategii, w konsekwencji mogła być wiarygodna i przydatna w kształtowaniu oczekiwań inflacyjnych.



Rysunek nr 13. Wybrane wielkości makroekonomiczne w Szwecji w latach 1928–1938

Źródło: (Berg i Jonung, 1999, s. 531).

W 1937 r., w wyniku nacisków Ministra Finansów, aby podporządkować politykę banku centralnego celom polityki fiskalnej, program stabilizacji cen w Szwecji stał się częścią ogólnogospodarczego pakietu polityki makroekonomicznej. Autonomiczny typ strategii KPC przestał funkcjonować. Strategia bezpośredniej kontroli poziomu cen została zapomniana na kilkadziesiąt lat. Dopiero z początkiem lat 90. za sprawą Nowej Zelandii odrodziła się idea bezpośredniego wpływu władz pieniężnych na dynamikę cen, jednak już nie w formie kontroli poziomu cen, ale bezpośredniego celu inflacyjnego.

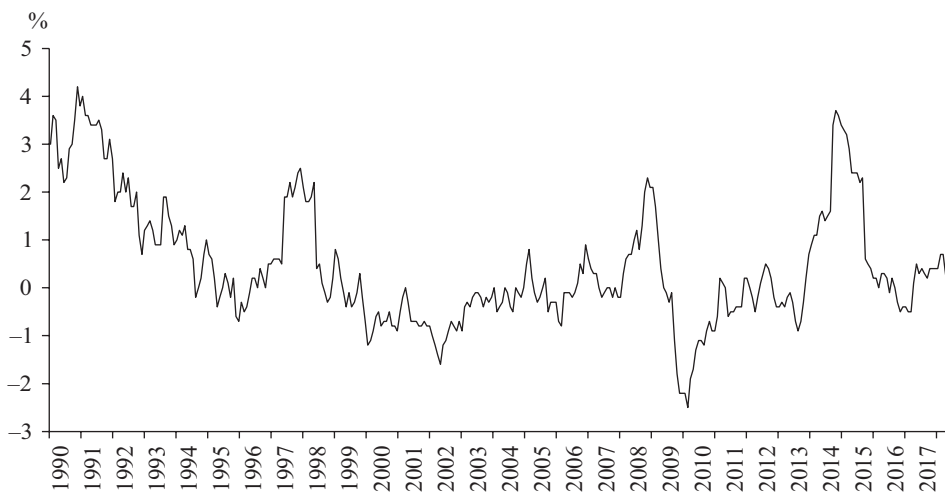
3.3. Deflacja i działania antydeflacyjne Japonii na przełomie XX i XXI wieku

3.3.1. Makroekonomiczne uwarunkowania deflacyjne w Japonii

Japonia jest przykładem kraju łączącego historyczne i współczesne doświadczenia deflacyjne. Początki deflacji sięgają bowiem końca ubiegłego wieku – połowy lat 90. Od tamtego czasu dynamika cen jest słaba i w znacznej mierze ujemna (rysunek nr 14)¹³. W okresie 1995–2017 w większości miesięcy występowała deflacja (143 przypadki ujemnej dynamiki cen na 276 możliwych), a średnia stopa dynamiki cen wyniosła zaledwie 0,1%. W konsekwencji obecny poziom cen w Japonii jest zbliżony to tego sprzed ponad 20 lat. Na wykresie można natomiast zaobserwować trzy zasadnicze przypadki nagłego zwiększenia poziomu cen w latach 1997, 2008 oraz 2014. Pierwszy przypadek ujemnej dynamiki cen odnotowano w lipcu 1994 r., a kolejne w latach 1995 i 1996. Po ożywieniu cen i braku deflacji w każdym miesiącu 1997 r. deflacja powróciła w lipcu 1998 r., by pojawiać się często w kolejnych kilkunastu latach.

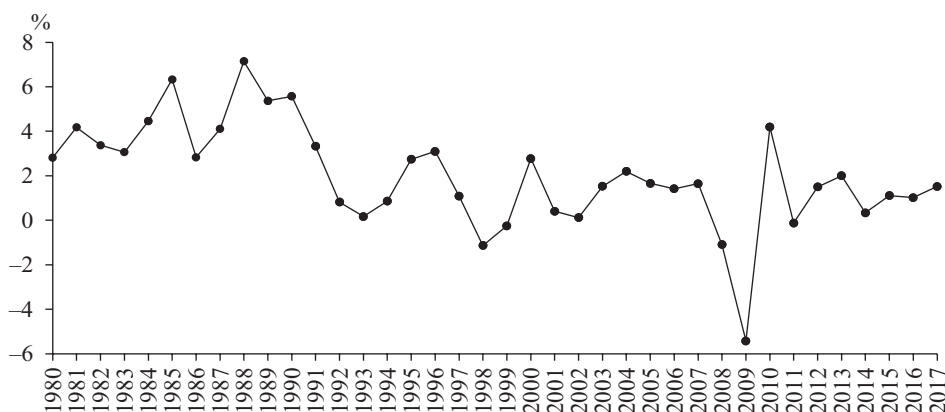
Zanim zostaną przeanalizowane działania władz gospodarczych Japonii w obliczu deflacji, w szczególności w sferze strategii polityki pieniężnej, warto dokonać przeglądu wybranych aspektów makroekonomicznych tego zjawiska. W pierwszej kolejności można zadać pytanie, czy doświadczenia te są przykładem „dobrej” czy „złej” odmiany deflacji. Aby to zdiagnozować, można przyjrzeć się dynamice PKB. Dla uzyskania tła dla okresu charakteryzującego się

¹³ W podrozdziale dotyczącym Japonii okres badawczy zasadniczo został wyznaczony przez doświadczenia deflacyjne, czyli od połowy lat 90. XX w. Jednak w celu lepszego zobrazowania niektórych zjawisk i wyciągnięcia bardziej klarownych wniosków początkowa cezura czasowa przypada na początek lat 90., a w niektórych przypadkach lat 80. Ze względu na dostępność danych dla niektórych miar okres został nieco zawężony.



Rysunek nr 14. Dynamika cen w Japonii w latach 1990–2017 (CPI, dane miesięczne, roczna stopa zmian)

Źródło: Dane OECD.



Rysunek nr 15. Realna dynamika PKB w Japonii w latach 1980–2017

Źródło: Dane OECD.

deflacją na rysunku nr 15 przedstawiono realną, roczną dynamikę PKB Japonii dla okresu 1980–2017.

W latach 80. dynamika PKB była zdecydowanie pozytywna i wahała się w przedziale 2,82% (1980 r.) do 7,15% (1988 r.). Początek lat 90. przyniósł spadek dynamiki zagregowanej produkcji. W 1993 r. była ona bliska zeru i do końca okresu badawczego była relatywnie niska i dość stabilna (w przedziale od -1,13% do 3,1%), poza nagłymi zmianami w warunkach ogólnoświato-

wego kryzysu finansowego i gospodarczego (–5,42% w 2009 r. oraz 4,19% w 2010 r.). Średni wzrost PKB w latach 80. wyniósł 4,37%, w latach 90. zaledwie 1,63%, a w całym okresie 1990–2017 jedynie 1,18%. Dane te wskazują, że niskiej i ujemnej dynamice cen w Japonii towarzyszy relatywnie niska dynamika PKB, co wskazuje na „złą” odmianę deflacji.

Nie można jednak wnioskować o sytuacji gospodarczej, uwzględniając jedynie jedną miarę (PKB). W związku z tym, aby ocenić warunki makro-gospodarcze i zarazem odmianę deflacji w Japonii, można zaproponować miernik wieloczynnikowy (Błaszczuk, 2014, s. 20–30; 2015, s. 135–144)¹⁴. Będzie on nawiązywać do wskaźnika nędzy (ang. *misery index*) w oryginalnej postaci, polegającego na sumie stopy inflacji i bezrobocia (Wiseman, 1992, s. 85–88; Lechman, 2009). Wyższa jego wartość świadczy o gorszej sytuacji gospodarczej, a więc ma on charakter destymulacyjny. Wskaźnik wpisuje się w koncepcję krzywej Phillipsa i odnosi się do wyznaczania celów polityki gospodarczej metodą zmiennej wartości i stałej krańcowej stopy substytucji. Od wielu dekad stanowi chętnie stosowaną, uproszczoną metodę oceny gospodarki (Di Tella, Macculloch i Oswald, 2001, s. 335–341; Cohen, Ferretti i Mcintosh, 2014).

W oryginalnej postaci wskaźnik nędzy nie przystaje jednak do współczesnych uwarunkowań gospodarczych, m.in. ze względu na asymetryczne traktowanie dynamiki cen – wyższa jej wartość oznacza gorszą sytuację. W konsekwencji takiego założenia deflacja jest traktowana jako zjawisko pozytywne. Istnieje konieczność symetrycznego traktowania dynamiki ogólnego poziomu cen i nadania jej charakteru nominantny. W tym kontekście należy również uwzględnić założenie, że w warunkach niskiej inflacji i deflacji krzywa Phillipsa może przyjmować specyficzny, nieliniowy kształt (w krótkim okresie jest bardziej płaska, a w długim nie jest pionowa) i w konsekwencji występuje optymalna stopa zmian ogólnego poziomu cen.

Poza tym oceniając w obecnych czasach sytuację ogólnogospodarczą i doceniając rolę zarówno współczesnej polityki pieniężnej, jak i fiskalnej, warto uwzględnić inne miary makroekonomiczne. W tym miejscu wskaźnik będzie poszerzony o dynamikę PKB oraz saldo budżetowe (nadwyżka lub deficyt). Są to bowiem podstawowe wyznaczniki współczesnej polityki gospodarczej, odnoszące się łącznie do polityki pieniężnej i fiskalnej. Często miary te są uwzględniane na poziomie celów/zadań polityki gospodarczej. Należy także zauważyć, że wybrane do badania wielkości makroekonomiczne uzupełniają się i mogą stanowić spójny obraz kondycji gospodarki. Z założenia ekspansja gospodarcza w dwóch obszarach będzie wywoływać efekty pozytywne – spadek bezrobocia i wzrost dynamiki PKB, a w dwóch kolejnych obszarach – efekty negatyw-

¹⁴ Miara ta będzie również stosowana w rozdziale 4 do oceny sytuacji gospodarczej w krajach UE, w tym w Polsce.

ne – wzrost deficytu budżetowego¹⁵ i inflacji. Restrykcja gospodarcza z założenia będzie wywoływać efekty przeciwne. Podobną cechę posiada *misery index* w wersji oryginalnej, abstrahując od możliwości wystąpienia deflacji.

W ocenie sytuacji gospodarczej można również brać pod uwagę inne wielkości, jak np. kurs walutowy, saldo bilansu płatniczego czy dług publiczny. Jeśli chodzi o kurs walutowy, to w warunkach systemu płynnego kursu, jaki jest stosowany w wielu krajach na całym świecie, jest on raczej wartością wynikową funkcjonowania gospodarki, w szczególności sektora prywatnego, a nie wielkością docelową, na której podstawie podejmowane są decyzje co do wykorzystania instrumentów polityki gospodarczej. Podobną uwagę można sformułować w stosunku do salda bilansu płatniczego, w tym bilansu handlowego, który w znacznej mierze zależy od zmian kursowych. Z kolei jeśli mowa o długu publicznym, to mimo że jest ważną wielkością w prowadzeniu polityki fiskalnej, można uznać, że jest pochodną deficytów budżetowych (ewentualnie nadwyżek) lat poprzednich. Deficyt budżetowy jest lepszym wyznacznikiem bieżącej polityki gospodarczej, w szczególności rozpatrywanej w krótkim okresie (najczęściej w horyzoncie rocznym).

Wykorzystany do oceny japońskiej gospodarki miernik przyjmuje zatem postać jak w równaniu 3.1¹⁶:

$$MOGI_t = \frac{|\Pi_t - \Pi^*| + DEF_t + U_t - RDPKB_t}{4}, \quad (3.1)$$

gdzie:

- MOGI* – miernik oceny gospodarczej w wariancie 1,
- t* – indeks oznaczający numer okresu ($t = 1, 2, 3, \dots$),
- RDPKB* – realna dynamika PKB,
- Π* – stopa dynamiki ogólnego poziomu cen,
- DEF* – deficyt sektora finansów publicznych w relacji do PKB,
- U* – stopa bezrobocia,
- Π^** – wartość nominalna¹⁷ (docelowa) stopy dynamiki ogólnego poziomu cen.

Dynamika PKB została uwzględniona ze znakiem ujemnym, aby ujednolicić charakter zmiennych cząstkowych oraz całego miernika do destymulanty. Jeśli

¹⁵ Głównie ma się tutaj na uwadze ekspansywną politykę fiskalną opartą na wzroście deficytu budżetowego.

¹⁶ Należy mieć na uwadze, że zastosowany tutaj wariant MOG jest uproszczony, m.in. zakłada, że każdy deficyt jest niekorzystny, a każda nadwyżka korzystna dla gospodarki. Inne warianty, uchylające m.in. powyższe założenie, zostały zastosowane w dalszej części badań tej pracy.

¹⁷ W tym przypadku, zgodnie z nomenklaturą stosowaną w statystyce, zmienna ma charakter nominanty. Wartość nominalna oznacza wartość pożądaną, docelową. Nie chodzi zatem o fakt nieuwzględnienia zmian ogólnego poziomu cen.

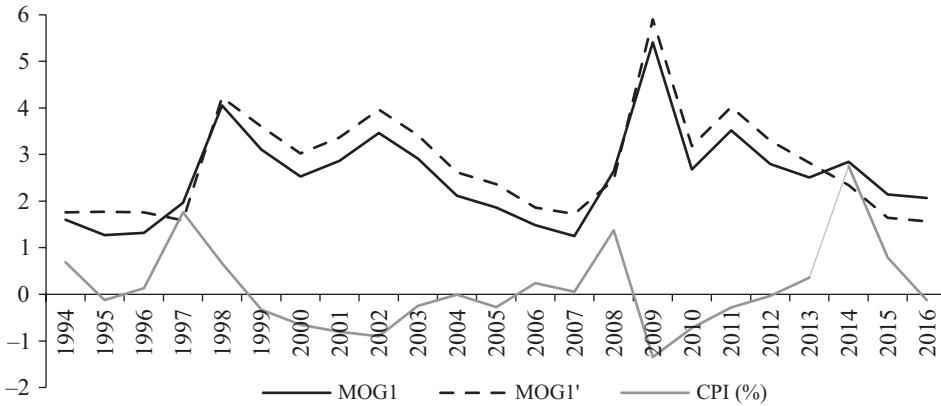
chodzi o zmienną dotyczącą cen, jako destymulantę ujęto odchylenie od wartości nominalnej. W badaniu przyjęto dwie wartości nominalne, po pierwsze, zero jako wartość graniczną między dodatnią i ujemną dynamiką ogólnego poziomu cen (MOG1), po drugie, 2% jako wartość, która od 2013 r. stanowi docelową wartość inflacji w Japonii, a poza tym w wielu badaniach oraz praktyce gospodarczej służy do wyznaczania celów inflacyjnych w polityce pieniężnej krajów rozwiniętych na całym świecie (MOG1’).

Uzyskany miernik opiera się zatem na kilku istotnych założeniach. Po pierwsze, ma on służyć ocenie sytuacji gospodarczej kraju i nie uwzględnia aspektów społecznych. Po drugie, odnosi się on do sfery makroekonomicznej i uwzględnia podstawowe wielkości makroekonomiczne. Po trzecie, miernik ma charakter ilościowy i nie uwzględnia aspektów jakościowych. Po czwarte, ma służyć do oceny gospodarki w horyzoncie krótkookresowym. Dane uwzględnione w badaniu mają charakter roczny. Po piąte, miernik jest wieloczynnikowy. Obejmuje cztery wielkości, wobec których przyjęto określony sposób pomiaru oraz poddano je odpowiednim modyfikacjom, w celu uzyskania jednolitej miary. Możliwe jest również dokonanie modyfikacji miernika, co było przedmiotem badań w innych opracowaniach autora (por. rozdział 4 oraz np. Błaszczuk i Pajak 2012; Błaszczuk, 2015). Możliwe są np.: po pierwsze, przyjęcie różnych wag dla poszczególnych miar cząstkowych, po drugie, transformacja innych zmiennych do charakteru nominant i przyjęcie ich wartości optymalnych (docelowych), po trzecie, ujednoczenie charakteru zmiennych, wykorzystując przykładowo metodę wielowymiarowej analizy porównawczej (WAP). W rozdziale czwartym miernik MOG został wykorzystany przy założeniu wskazanych modyfikacji.

Szacunki zdefiniowanego jak powyżej wskaźnika dla Japonii w latach 1994–2016 zostały zaprezentowane na rysunku nr 16¹⁸. Na wykresie należy, po pierwsze, skomentować zróżnicowanie obu wariantów MOG. Można zatem zauważyć, że prawie dla wszystkich lat wyższą wartość ma MOG1’ (dla 2% wartości nominalnej dynamiki cen) w stosunku do MOG1 (dla 0% wartości nominalnej dynamiki cen). Średnia dla pierwszej miary dla całego okresu badawczego wyniosła 2,91, a dla drugiej miary 2,58. Świadczy to o większych odchyleniach dynamiki cen od wartości nominalnej wynoszącej 2% niż od wartości nominalnej wynoszącej 0%. Odchylenia te mają głównie kierunek ujemny i wynikają z występowania w Japonii deflacji.

Po drugie, komentarza wymaga zmienność MOG w badanych latach. Po pierwszych czterech latach niskiej wartości MOG obrazującej dobrą sytuację gospodarczą w 1998 r. nastąpiło nagle pogorszenie. Przez kolejne osiem lat sytuacja była gorsza niż w latach początkowych, ale stopniowo się poprawiała,

¹⁸ Zakres czasowy w tym przypadku został nieco ograniczony ze względu na dostępność danych dotyczących deficytu sektora finansów publicznych.



Rysunek nr 16. Szacunki MOG na tle dynamiki cen dla Japonii w latach 1994–2016

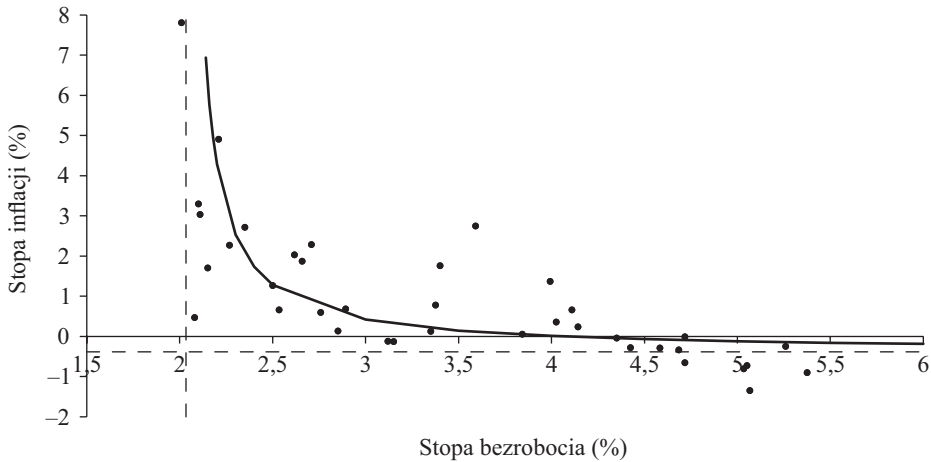
Źródło: Na podstawie danych OECD.

głównie od 2003 r. W latach 2006 i 2007 sytuacja gospodarcza była najlepsza w całym badanym okresie, by w kolejnych latach znacznie się pogorszyć, szczególnie w 2009 r., gdy wartość MOG w obliczu ogólnoswiatowego kryzysu okazała się najwyższa. W kolejnych latach nastąpiła pokryzysowa poprawa sytuacji gospodarczej.

Na prezentowane dane warto spojrzeć z perspektywy dynamiki cen, w szczególności w odniesieniu do okresów wystąpienia deflacji. Na tej podstawie można m.in. dokonać diagnozy typu deflacji w Japonii. Na uwagę zasługuje obserwacja MOG w latach 90. Występowanie deflacji w początkowych latach (1994–1996) nie przyniosło pogorszenia sytuacji gospodarczej. Można zatem w tym przypadku mówić o przesłankach wystąpienia „dobrej” odmiany deflacji. Dopiero powrotowi deflacji w 1999 r. w ujęciu średniorocznym, a wcześniej spadkowi inflacji od 1997 r., towarzyszyło pogorszenie stanu gospodarki japońskiej. Od tego czasu pojawiły się przesłanki wystąpienia „złej” lub „brzydkiej” odmiany deflacji. Jest to przykład transformacji deflacji, której mechanizmy zostały przedstawione w rozdziale pierwszym.

Patrząc na kolejne lata, zauważamy od 2002 r. kilkuletnią tendencję pobudzenia dynamiki cen, której towarzyszyła poprawa stanu gospodarki. Z kolei wystąpienie deflacji w warunkach kryzysowych w 2009 r. przyniosło nagłe załamanie gospodarcze. Po kryzysie dostrzegamy poprawę sytuacji gospodarczej, do 2014 r. w warunkach pobudzenia dynamiki cen, która nie została zahamowana nawet deflacją w 2016 r. Ten ostatni przypadek można zatem uznać za przykład „dobrej” deflacji.

W tym kontekście należy się odnieść do zależności między dynamiką ogólnego poziomu cen i stopy bezrobocia, której kształt może wskazywać na wy-



Rysunek nr 17. Zależność między stopą bezrobocia i dynamiką ogólnego poziomu cen dla Japonii w latach 1980–2017

Źródło: Na podstawie danych OECD.

stępowanie sztywności płac w Japonii. Rozrzut danych w tym zakresie dla lat 1980–2017 został zaprezentowany na rysunku nr 17.

Już sama analiza wykresu wskazuje, że do danych rzeczywistych można dopasować funkcję, która charakteryzuje się coraz wolniejszym spadkiem. W ramach badania podjęto próbę dopasowania funkcji różnych postaci. Dobre właściwości posiada ukazana na rysunku linią ciągłą funkcja Tornquista II (Guzik, 2000, s. 104), która przyjmuje postać jak w formule 3.2.

$$\pi = \frac{-0,38(U - 4,06)}{(U - 2,03)}. \quad (3.2)$$

Funkcja ma asymptotę pionową o wartości 2,03 oraz poziomą o wartości $-0,38$. Kształt krzywej jest zgodny z krzywą Phillipsa w warunkach niskiej inflacji i deflacji omówioną w rozdziale pierwszym. Stopa substytucji między zmiennymi nie jest stała. Zmienia się w zależności od wartości zmiennych. W szczególności dla wysokich wartości inflacji krzywa jest stroma. Redukcja wysokiej inflacji wiąże się z nieznacznymi przyrostami stopy bezrobocia. Im jednak stopa inflacji jest niższa lub występuje już deflacja, tym większe są wzrosty bezrobocia i krzywa staje się płaska. Istnieje punkt przegięcia, dla którego wymiennosc obu zmiennych jest najbardziej korzystna¹⁹. Abstrahując

¹⁹ Nie dokonując w tym miejscu szczegółowych analiz punktu przegięcia dla krzywej Phillipsa w Japonii, można przytoczyć badania, które wskazują na taki punkt dla stopy kwartalnej

w tym miejscu od szczegółów dotyczących procedury szacowania modelu oraz jego szczegółowych własności statystycznych (zob. Guzik, 2000, s. 104–107), należy zaznaczyć, że dopasowanie wartości teoretycznych, wynikających z modelu, do danych rzeczywistych kształtuje się na poziomie $R^2 = 0,96$, zmienne są istotne, a test na autokorelację pierwszego rzędu (Durbina-Watsona) znalazł się w obszarze niekonkluzywności.

Na podstawie rysunku nr 17 można sformułować szereg ważnych wniosków, po pierwsze, w odniesieniu do przyczyn i mechanizmów deflacji, a po drugie, w odniesieniu do polityki pieniężnej w Japonii. Płaska część wykresu świadczy o występowaniu sztywności cenowo-płacowych, a w szczególności SPND. Taka sytuacja pogarsza uwarunkowania deflacyjne i może się przyczyniać do występowania spirali deflacyjnej. Koszty deflacji w Japonii są wysokie i można ją określić mianem „złej” lub „brzydkiej”, m.in. także ze względu na długotrwałość występowania oraz nieskuteczność polityki pieniężnej w jej przewyciężaniu. Nieskuteczność ta uwidacznia się również na analizowanym rysunku. Nieznacznemu pobudzeniu dynamiki cen towarzyszy „wymiana” na znacznie wyższy spadek stopy bezrobocia. Zatem próba wyjścia z deflacji, oznaczająca przesunięcie w lewo po płaskim fragmencie krzywej, wymagałaby silnego pobudzenia gospodarki uwidocznionego na rysunku w postaci obniżenia stopy bezrobocia (poniżej 4%), a zarazem powiązanego z tym wzrostu zagregowanej produkcji. Takie silne pobudzenie gospodarki, będące receptą na deflację, wymagałoby zdecydowanej, ekspansywnej polityki pieniężnej, ewentualnie o charakterze niekonwencjonalnym i powiązanej z ekspansją fiskalną²⁰, w szczególności jeśli przyjmiemy założenie, że doświadczenia japońskie mają charakter recesji bilansowej, na co są dowody w badaniach naukowych (Koo, 2008, 2011, 2013) oraz co wynika pośrednio z powyższej analizy makroekonomicznej.

3.3.2. Antydeflacyjne instrumenty w Japonii

W obliczu przedstawionych uwarunkowań makroekonomicznych warto poddać analizie działania antydeflacyjne w Japonii zarówno w ujęciu krótko-, jak i długookresowym, w tym w odniesieniu do sfery strategicznej. Przedmiotem analiz będzie sfera instrumentów w kontekście ujęcia krótkookresowego, jako element całokształtu strategii (por. podrozdział 3.3.3). Na rysunku nr 18 została przedstawiona podstawowa, dyskontowa stopa procentowa Banku Japonii w ujęciu

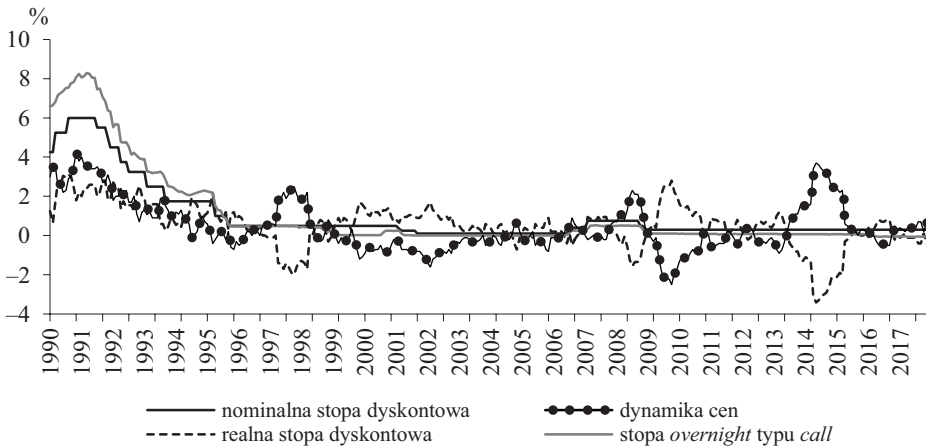
wynoszącej 0,5%, co odpowiada w przybliżeniu inflacji rocznej na poziomie 2% (Ibaragi i Mourougane, 2004, s. 6–13).

²⁰ Szeroki zakres japońskich uwarunkowań gospodarczych, w tym historycznych i kryzysowych, został przedstawiony np. w: (Ząbkowicz, 2006; Jackowicz, 2002; Samaryna, 2010).

nominalnym i realnym oraz niezabezpieczona stopa *overnight* typu *call* na tle dynamiki ogólnego poziomu cen w latach 1990–2017.

Wraz ze słabnącą dynamiką cen podstawowa stopa procentowa od połowy 1991 r. była stopniowo obniżana przez Bank Japonii (BJ). Od września 1995 r. nastąpiła jej stabilizacja na poziomie 0,5% trwająca ponad pięć lat, bo aż do stycznia 2001 r. Stopa *overnight* natomiast od początku 1999 r. przez około półtora roku była zasadniczo na poziomie zerowym, by nieoczekiwanie wzrosnąć pod koniec 2000 r. na okres około pół roku. Pogłębiająca się deflacja z przełomu XX i XXI w. wymusiła dalsze obniżenie stopy dyskontowej do najniższego poziomu 0,1% we wrześniu 2001 r. Taka stopa była utrzymywana przez prawie pięć lat, do czerwca 2006 r. Przez kolejnych osiem miesięcy nastąpiło nagle podniesienie stopy do wartości 0,75%. Podobnie kształtowały się zmiany stopy *overnight*, z tym że jej poziom był zasadniczo od połowy 1995 r. nieznacznie niższy. Działania te były dość kontrowersyjne, ponieważ w tym okresie nie obserwowano znacznego pobudzenia ani dynamiki PKB, ani cen. W warunkach ogólnoswiatowego kryzysu finansowego i gospodarczego 2009 r. przyniósł najgłębszą deflację w Japonii w badanym okresie powiązaną z najgorszą sytuacją gospodarczą (zob. rysunki nr 15 i 16). Takie uwarunkowania spowodowały obniżenie stopy dyskontowej przez BJ do poziomu 0,3% w grudniu 2008 r. Taka wartość stopy utrzymała się do końca 2017 r. mimo znacznego pobudzenia dynamiki cen w 2014 r. i 2015 r. Decydenci byli tym razem bardziej ostrożni w podejmowaniu decyzji co do podwyższania stopy, mając na uwadze możliwość nawrotu deflacji, co faktycznie miało miejsce w 2016 r. W takiej sytuacji nominalna stopa *overnight* została obniżona poniżej zera w marcu 2016 r. Pomimo ustąpienia deflacji pod koniec okresu badawczego stopa ta nadal notowała wartości ujemne. Z perspektywy ponad 20 lat występowania deflacji w Japonii ożywienie cen w 2017 r. trudno uznać za przejaw trwałej reflacji.

W związku z tym, że w polityce pieniężnej i generalnie w gospodarce ważne są realne stopy procentowe warto przeanalizować rysunek nr 18 pod tym kątem. Jednocześnie należy pamiętać, że podczas uwarunkowań kryzysowych, deflacyjnych, aby pobudzić gospodarkę, realne stopy procentowe powinny się obniżać i ewentualnie być ujemne. W analizowanym przypadku realna stopa procentowa Banku Japonii była natomiast ujemna podczas nagłego i można wnioskować nieoczekiwanego przez decydentów wzrostu dynamiki ogólnego poziomu cen. Zaobserwowano trzykrotne wystąpienie wyraźnie ujemnej realnej dyskontowej stopy procentowej w latach 1997–1998 (min. –2%), następnie 2008 (min. –1,6%) oraz w największym stopniu 2013–2015 (min. –3,4%). Podczas tych epizodów stopy nominalne zasadniczo nie były zmieniane. Generalnie zatem można uznać, że zjawisko DGNSP w badanym okresie, w obliczu deflacji występowało, zarówno mając na uwadze nominalne, jak i realne stopy pro-



Rysunek nr 18. Stopy procentowe Banku Japonii i dynamika cen w latach 1990–2017

Źródło: Na podstawie danych Banku Japonii.

centowe. Te pierwsze spadły do dolnego, nawet w pewnym ujęciu nieznacznie ujemnego poziomu, a te drugie wzrastały w warunkach deflacji i były dodatnie. W takich okolicznościach konieczne okazały się niestandardowe działania polityki pieniężnej, które można datować głównie od 1999 r.

W celu uporządkowania niestandardowych działań Banku Japonii można się posłużyć ich podziałem zaprezentowanym w tabeli nr 8. Uwzględnia on trzy typy polityki pieniężnej (kolumna 1 tabeli):

- polityka zerowej stopy procentowej – ustalenie zerowej krótkoterminowej stopy procentowej przez bank centralny i zobowiązanie do jej utrzymania po ustąpieniu deflacji;
- zmiana struktury bilansu banku centralnego;
- zwiększenie wielkości bilansu banku centralnego ponad poziom wymagany przy ZIRP.

Mimo dokonanego w ten sposób rozgraniczenia należy mieć na uwadze powiązania między wymienionymi typami działań. Przykładowo ekspansja bilansu banku centralnego przez nabycie niestandardowych, bardziej ryzykownych papierów wartościowych będzie stanowić kombinację działań typu II i III. Wykorzystany w tym miejscu podział stanowi odniesienie i uproszczenie treści przedstawionych w podrozdziale 2.2.

W pierwszej kolejności w ramach działań niestandardowych Bank Japonii sięgnął po politykę zerowej stopy procentowej w kwietniu 1999 r. Po pierwsze, zobowiązał się do obniżenia krótkoterminowej stopy *overnight* do wartości zerowej, a po drugie, do jej utrzymania na tym poziomie w średnim i (lub) długim

okresie, nawet po ustąpieniu zagrożeń deflacyjnych²¹. Jednak polityka ta została nieoczekiwanie odrzucona w sierpniu 2000 r. Władze, w obawie przed pojawieniem się wysokiej inflacji i nie doceniając możliwości nawrotu deflacji, zdecydowały się na podniesienie stopy *overnight* do wartości 0,25% (zob. rysunek nr 18). Takie działanie należy ocenić negatywnie. Podważało ono bowiem istotę ZIRP oraz wiarygodność banku centralnego, czyli szczególnie istotną cechę polityki pieniężnej prowadzonej w trudnych warunkach deflacyjnych. Wpłynęło to także niekorzystnie na możliwość kształtowania oczekiwań inflacyjnych w przyszłości, tym bardziej w kontekście popadnięcia w kolejnym roku gospodarki w recesję wywołaną pęknięciem bąbla IT.

W obliczu złej sytuacji gospodarczej i niestabilności systemu finansowego w Japonii w marcu 2001 r. Bank Japonii powrócił do ZIRP, określając nowe warunki wyjścia jako stabilizację CPI, po wyłączeniu produktów łatwo psujących się, na poziomie zerowym lub dodatnim w ujęciu rok do roku. Dodatkowo w październiku 2003 r. Rada Banku Japonii skorygowała i doprecyzowała warunki rezygnacji z ZIRP, zgodnie z którymi od tej pory stopa inflacji mierzona CPI po wyłączeniu cen owoców i warzyw musi być zerowa lub wyższa w ujęciu średnim za kilka ostatnich miesięcy oraz prognozowana dynamika cen w najbliższej przyszłości musi być dodatnia (Ito, 2004, s. 16). Jakkolwiek sam fakt określenia takich warunków należy uznać za pozytywny, to same kryteria budzą wątpliwości, po pierwsze, co do wartości inflacji, a po drugie, co do niejasności przyjętych okresów w odniesieniu do notowanej i prognozowanej dynamiki cen.

W 2001 r. decydenci oprócz ZIRP przyjęli także politykę w ramach *quantitative easing* w wersji zarysowanej powyżej, opartą na trzech typach działań (QE0, QE1, QE2). W takiej sytuacji polityka pieniężna w Japonii składała się od tego czasu z trzech filarów (I, II, III), przedstawionych w tabeli nr 8 (por. kolumna 1). Ten swoisty trójfilarowy rodzaj strategii został porzucony w 2006 r. Podobnie jak w 2000 r. rezygnacja ta odbyła się w „przededniu” kryzysu – tym razem był to ogólnoświatowy kryzys finansowy i gospodarczy, najczęściej datowany na lata 2007–2009. W 2008 r. Bank Japonii podjął działania oparte głównie na QE1 i QE2 (pominięto QE0). Jednym z pierwszych było ustanowienie między Bankiem Japonii i Fed linii swapowej wraz z operacjami skupu waluty zagranicznej przez BJ. Poza tym w grudniu 2008 r. decydenci zwiększyli zakupy krajowych obligacji skarbowych, w tym obligacji indeksowanych stopą dynamiki ogólnego poziomu cen, obligacji o zmiennej stopie procentowej oraz obligacji 30-letnich.

Niestandardowe, antydeflacyjne i często antykryzysowe działania Banku Japonii skutkowały w badanym okresie regularnym zwiększaniem podaży pieniądza zarówno w ujęciu agregatu M1, jak i M3, m.in. na skutek wzrostu bazy monetar-

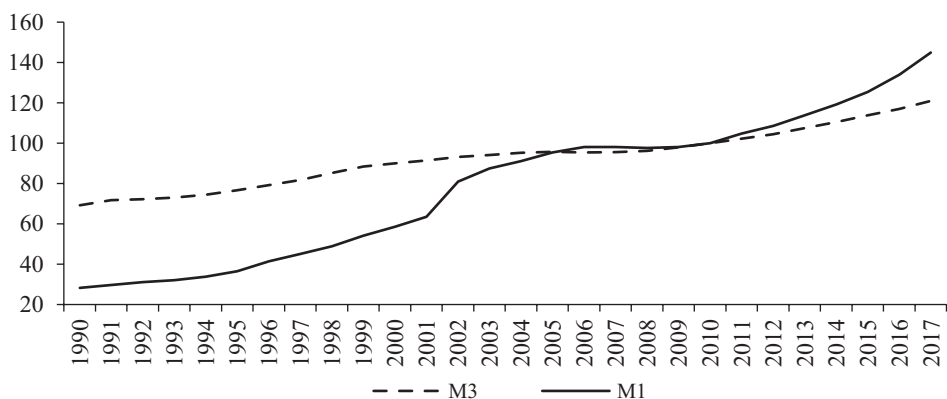
²¹ Warunki wyjściowe z ZIRP były kilkakrotnie korygowane i miały istotne znaczenie nie tylko z punktu widzenia efektywności takiej polityki, ale również z punktu widzenia strategicznego (por. dalej).

Tabela nr 8. Podstawowy podział i istota niestandardowych, antykryzysowych instrumentów polityki pieniężnej Banku Japonii

Nazwa, oznaczenie typu działań	Istota	Pożądany efekt	Potencjalne działania	Przykłady działań BJ
I – ZIRP (ang. <i>zero interest rate policy</i>)	zarządzanie oczekiwaniem co do przyszłych poziomów stóp procentowych banku centralnego poprzez utrzymywanie stopy procentowej na poziomie zerowym, w szczególności wraz z zobowiązaniem do takich działań również po ustąpieniu deflacji	wpływ na bieżące wartości średnio- i długoterminowych stóp procentowych	<ul style="list-style-type: none"> utrzymywanie stopy procentowej na poziomie zerowym zapowiedź utrzymania zerowej stopy procentowej w średnim i (lub) długim okresie (po ustąpieniu deflacji) 	<ul style="list-style-type: none"> kwiecień 1999 – sierpień 2000: polityka zerowej stopy procentowej do czasu ustąpienia zagrożeń deflacyjnych marzec 2001 – marzec 2006: polityka zerowej stopy procentowej, dopóki CPI nie będzie się kształtował stabilnie powyżej zera
II – QE1, QE2 (ang. <i>quantitative easing</i>)	zakupy aktywów (także w ramach kredytów pod zastaw nietradycyjnych aktywów, ang. <i>collateral</i>) bez operacji sterylizacyjnych	<ul style="list-style-type: none"> korekta składu i przywrócenie równowagi portfela banku redukcja premii za płynność na wadliwych rynkach 	QE1: zakup aktywów na wadliwych rynkach; forma działań, bardziej ryzykowna niż QE2, można ją określić mianem <i>credit easing</i>	<ul style="list-style-type: none"> operacje CP repo (CP, ang. <i>commercial papers</i>, komercyjne papiery wartościowe) operacje zakupu ABCP (ang. <i>asset backed commercial papers</i>, komercyjne papiery wartościowe zabezpieczone wierzytelnościami) operacje zakupu ABS (ang. <i>asset backed securities</i>, papiery wartościowe zabezpieczone aktywami)

			<ul style="list-style-type: none"> niestandardowe długookresowe operacje zasilające
III – QE0	„czysta” forma QE polegająca na powiększeniu bilansu banku centralnego	pobudzenie oczekiwań inflacyjnych	<p>QE2: zakup aktywów mniej ryzykownych w celu korekty składu portfela banku</p> <p>zakup bezpiecznych, „tradycyjnych” papierów wartościowych – bonów skarbowych (TB, ang. <i>treasury bills</i>)</p> <p>operacje przeprowadzane wielokrotnie przez BJ w latach 2001–2006</p>

Źródło: Na podstawie: (Ueda, 2011).



Rysunek nr 19. Dynamika agregatów podaży pieniądza w Japonii w latach 1990–2017

Źródło: Na podstawie danych OECD.

nej. Zmiany te dla okresu 1990–2015 zostały zaprezentowane na rysunku nr 19 (dla 2000 r. indeks wynosi 100). Szczególne dużą dynamiką charakteryzowały się zmiany M1. Dla całego okresu zaobserwowano wzrost około siedmioipółkrotny, a dla miary M3 ponadtrzykrotny. Różnica ta może wynikać z niedrożności systemu bankowego Japonii w warunkach deflacyjnych i kryzysowych, w szczególności w obliczu recesji bilansowej powiązanej z *debt deflation* i pułapką płynności.

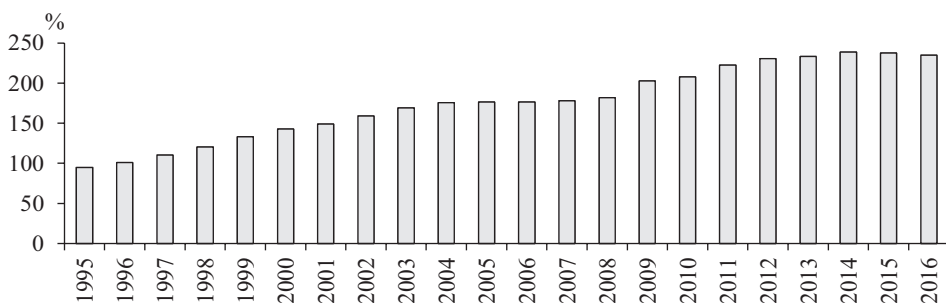
Ścieżka wzrostu M1 była dość stabilna z wyjątkiem nagłego przyspieszenia w latach 2001–2002 oraz zwolnienia w latach 2006–2010²². W tym pierwszym przypadku zmiany podaży miały pozytywny wpływ na pobudzenie gospodarki i dynamiki cen w obliczu kryzysu IT, natomiast w drugim przypadku spowolnienie dynamiki podaży nie sprzyjało pobudzaniu gospodarki w obliczu ogólnoswiatowego kryzysu. Dynamika agregatów pieniężnych w dużym stopniu odpowiada zmianom stóp procentowych BJ i wskazuje na nastawienie w polityce pieniężnej (ekspansja/restrykcja).

W walce z deflacją w Japonii, w obliczu problemów w polityce pieniężnej, duże wsparcie pojawiło się ze strony polityki fiskalnej²³. Jest to zgodne z zaleceniami co do możliwego antydeflacyjnego instrumentarium szeroko pojętej polityki gospodarczej (zob. podrozdział 2.2)²⁴. Ekspansywna polityka fiskalna

²² Ścieżka wzrostu M3 była bardziej łagodna i stabilna w badanym okresie, co wynikało m.in. ze słabej reakcji banków komercyjnych na bodźce banku centralnego w warunkach recesji bilansowej.

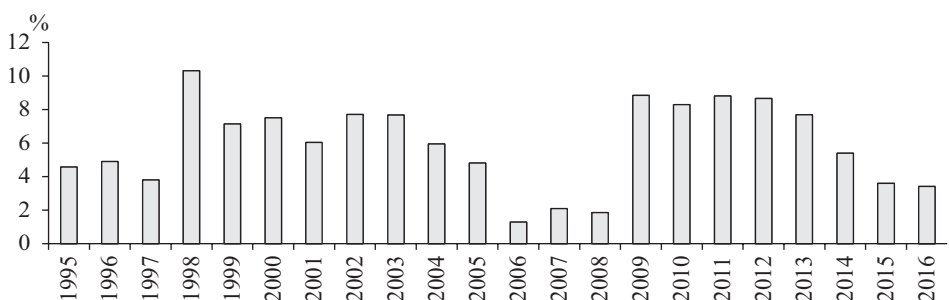
²³ Ze względu na dostępność danych miary dotyczące deficytu i długu obejmują lata 1995–2016.

²⁴ Porównaj rozważania Rzońcy (2014, rozdział 6 oraz s. 433–450) na temat powiązania DGNSP i finansów publicznych w szczególności w obliczu narastającego długu publicznego, w tym w odniesieniu do Japonii.



Rysunek nr 20. Dług publiczny w relacji do PKB w Japonii w latach 1995–2016

Źródło: Dane OECD.



Rysunek nr 21. Deficyt budżetowy w relacji do PKB w Japonii w latach 1995–2016

Źródło: Dane OECD.

w całym okresie badawczym uwidoczniła się poprzez tendencję wzrostową długu publicznego w relacji do PKB, która skutkowałą około 2,5-krotnym wzrostem tej miary na przestrzeni około 20 lat, do olbrzymiej wartości prawie 250% PKB (rysunek nr 20). Jedynie połowa pierwszej dekady XXI w. oraz ostatnie dwa badane lata przyniosły pewne zahamowanie dynamiki wzrostu długu, co wynikało m.in. ze znacznego ograniczenia deficytu budżetowego. W latach 2006–2008 wielkość ta w relacji do PKB spadła poniżej 2%, przy średniej dla lat 1995–2016 wynoszącej 5,92% (rysunek nr 21). Takie zmiany deficytu i długu publicznego w ostatnich dwóch dekadach w zestawieniu z instrumentami Banku Japonii świadczą o zbieżności i koordynacji obu filarów polityki gospodarczej w walce z deflacją. Nie oznacza to jednak, że była ona skuteczna i efektywna w tych warunkach.

Wprawdzie można się doszukać pozytywnych aspektów polityki pieniężnej i – szerzej – gospodarczej w walce z deflacją w Japonii, jednak zjawisko to nadal występuje i stanowi poważny problem społeczno-gospodarczy. W takich trudnych warunkach za pozytywne przejawy działań antydeflacyjnych można uznać politykę z zakresu ZIRP. W odniesieniu do pierwszego ogłoszenia tego

rodzaju polityki 13 kwietnia 1999 r. krzywa rentowności uległa obniżeniu, zarówno przed tą datą, na skutek próby obniżenia podstawowej stopy *overnight* do zera (między 2 marca a 8 kwietnia), jak i po niej, na skutek zapowiedzi utrzymania takiego poziomu stopy w dłuższym okresie, nawet po ustąpieniu deflacji. Ogólnie ZIRP przyniosła pewne pozytywne efekty zarówno w odniesieniu do oczekiwanych przyszłych krótkookresowych, jak i bieżących średnio- i długookresowych stóp procentowych (Okina i Shiratsuka, 2004; Odae i Ueda, 2007; Ueda, 2011, s. 5–8). Przede wszystkim doświadczenia te ukazały możliwość kontrolowania, w tym przypadku pobudzania, oczekiwań co do dynamiki ogólnego poziomu cen przy pomocy ZIRP. Jak to zostało przedstawione w rozdziale 2, jest to warunek skutecznej i efektywnej polityki antydeflacyjnej w obliczu niemożności wykorzystania tradycyjnych instrumentów. Jak wspomniano wcześniej, mimo pozytywnych efektów ZIRP została przedwcześnie odrzucona w sierpniu następnego roku.

Doświadczenia Japonii pokazały, że czułym punktem ZIRP, na który należy zwrócić uwagę przy jej planowaniu i realizacji, jest problem niespójności w czasie. Zmiany uwarunkowań, w tym pewne ożywienie gospodarki i dynamiki cen, stwarzają pokusę zbyt szybkiej rezygnacji z utrzymania stopy procentowej na zerowym poziomie, mimo takiej zapowiedzi w ramach ZIRP. Poza tym problem niespójności w czasie może wynikać z braku natychmiastowych efektów ZIRP w postaci wyjścia z deflacji. Należy zdać sobie sprawę, że proces reflacji charakteryzuje się pewną inercją wynikającą m.in. z opóźnień zewnętrznych, które zasadniczo w polityce pieniężnej są długie i zmienne, przede wszystkim w przypadku uwarunkowań deflacyjnych. Skutki działań niestandardowych, dokonywanych m.in. w obliczu DGNSP, pułapki płynności czy SPND są trudniej przewidywalne niż w przypadku instrumentów standardowych. Wymagają one stopniowego i wiarygodnego budowania oczekiwań inflacyjnych wśród podmiotów sektora prywatnego, w tym banków komercyjnych, które są warunkiem sprawnego funkcjonowania systemu finansowego i zarazem wyjścia z deflacji. Problem niespójności w czasie dał znać o sobie w przypadku Japonii, głównie w początkowej fazie deflacji. Błędy popełnione w tym kontekście rzutowały i nadal rzutują na ograniczoną skuteczność i efektywność działań reflacyjnych w kolejnych latach.

Przegląd badań nad skutecznością niestandardowych instrumentów BJ wskazuje, że zasadniczo pozytywnie należy ocenić politykę typu QE1 i QE2, która miała istotny wpływ na ceny aktywów, w szczególności stopy procentowe (od krótko- do długookresowych) i ceny akcji. Większość transakcji tego typu przyniosła pożądane efekty, z wyjątkiem nabywania papierów wartościowych od banków komercyjnych w latach 2002–2004 oraz ABS w latach 2003–2005 (por. tabela nr 8). Brak natomiast silnych dowodów na skuteczność działań w ramach QE0 (Ueda, 2011, s. 5–8).

Nie analizując szczegółowych aspektów transmisji niestandardowej polityki pieniężnej Banku Japonii w ramach QE, jej pozytywnych i negatywnych efektów, we wnioskach z różnych badań zwraca się uwagę na możliwość wprowadzenia w sferze operacyjnej działań bardziej niestandardowych, ukierunkowanych na banki komercyjne i z wykorzystaniem większego ryzyka kredytowego i rynkowego, np. wykup zadłużenia, bezpośrednie kredytowanie czy przyjmowanie nieruchomości jako zabezpieczeń (Ueda, 2011, s. 5–8). Poza tym wskazuje się na możliwość szybszej reakcji władz monetarnych ukierunkowanych na przyszłość i opartych na prognozach i oczekiwaniach co do dynamiki ogólnego poziomu cen i innych zmiennych w ramach podejścia wieloparametrycznego. Tymczasem wiele instrumentów niestandardowych było wykorzystanych zbyt późno, w szczególności gdy dynamika ogólnego poziomu cen była już negatywna (Ueda, 2011, s. 10–12).

3.3.3. Strategia polityki pieniężnej Banku Japonii wobec deflacji

Na antydeflacyjną politykę pieniężną w Japonii należy również spojrzeć z perspektywy strategicznej. Po pierwsze, należy dokonać diagnozy stosowanej strategii, po drugie, przeanalizować jej dostosowania do uwarunkowań deflacyjnych, i po trzecie, wskazać potencjalne kierunki zmian strategicznych, w tym na tle dostosowań ostatnich lat realizowanych przez BJ.

Odnosząc się to systematyki zaproponowanej w rozdziale 2, trudno jednoznacznie określić typ strategii Banku Japonii w analizowanych latach. Trudno się doszukać klarownej deklaracji japońskich władz monetarnych co do stosowanego typu strategii we współczesnym słowa tego znaczeniu. Wprawdzie prowadzone działania określa się mianem strategii (np. strategię ZIRP, QE), ale odnoszą się one jedynie do sfery instrumentów, nie dotyczą pozostałych definicyjnych elementów strategii: celów i sposobu powiązania ich z instrumentami i dlatego nie są to strategie *sensu stricto*.

Obserwacja polityki pieniężnej w Japonii w badanym okresie pozwala sformułować wniosek, że była stosowana strategia dyskrecjonalna, o charakterze bezpośrednim na wzór SCI. Nie zostały przyjmowane cele pośrednie dotyczące np. kursu walutowego czy podaży pieniądza. Brak jednak wyraźnego przyjęcia tego typu strategii przez władze monetarne. Trudno nawet stwierdzić, że walka z deflacją była jedynym, a nawet zdecydowanym nadrzędnym celem polityki pieniężnej. Opisane wcześniej decyzje co do wykorzystania instrumentów wskazują, że w pewnych momentach i często zbyt szybko następowało przesunięcie koncentracji działań monetarnych na inne cele, w tym ogólnogospodarcze. Nie sprzyjało to przejrzystości i w konsekwencji wiarygodności prowadzonej

polityki pieniężnej. W ten sposób utrudniona była kontrola oczekiwań dynamiki ogólnego poziomu cen, która jest tak istotna w warunkach deflacji, próby wywołania inflacji i dalej jej stabilizacji na pożądanym poziomie. Działania antydeflacyjne, jeśli nie są poparte kontrolą oczekiwań, wywołują relatywnie większe koszty społeczno-gospodarcze, które w odniesieniu do Japonii są niezaprzeczalne, a które ukazano powyżej, w tym nawet w sferze fiskalnej.

Przez ponad dwadzieścia lat zmagania się z deflacją władze pieniężne w Japonii jeszcze do niedawna (2013 r.) nie określiły nawet klarownej definicji stabilności cen, w tym w odniesieniu do celu inflacyjnego, i nie podały jej do publicznej wiadomości. Nie bez znaczenia w tym kontekście była podobna polityka Fedu, która – jak wspomniano – uległa pewnym zmianom w 2012 r. Przykładowo w opracowaniu pt. *On price stability* można się doszukać określenia, że stabilność cen to „[...] sytuacja, która nie jest ani inflacją, ani deflacją [...]” (Ito, 2004, s. 19–20), co oznacza *de facto* zerową dynamikę cen. Wartość ta generalnie budzi wątpliwości i nie jest zgodna ani z teoretycznymi, ani praktycznymi wskazaniem co do optymalnej stopy inflacji, w szczególności w warunkach działań antydeflacyjnych i konieczności pobudzania oczekiwań inflacyjnych.

Definicji stabilności cen i celu inflacyjnego w początkowych latach doświadczeń deflacyjnych w Japonii można się doszukiwać w ogłaszanych warunkach wyjścia z ZIRP (zob. podrozdział 3.3.2). Podobnie jednak jak w studium *On price stability* są one mało precyzyjne i wątpliwe co do aspektu wartościowego. Nie można ich określić mianem celu inflacyjnego, ponieważ, po pierwsze, nie wyznaczono górnej wartości, po drugie, nie podano horyzontu czasowego,

Tabela nr 9. Wybrane propozycje wprowadzenia celu inflacyjnego w Japonii

Autor	Istota propozycji celu inflacyjnego
Krugman	ustalenie relatywnie wysokiego celu inflacyjnego dla długiego okresu w celu pobudzenia oczekiwań inflacyjnych i bieżącej działalności gospodarczej poprzez obniżenie realnych stóp procentowych
Ito	wprowadzenie strategii BCI w warunkach odpowiedzialności BJ i niezależności co do instrumentów w celu kształtowania oczekiwań inflacyjnych i obniżania realnych stóp procentowych
Svensson	wykorzystanie celu inflacyjnego jako elementu <i>foolproof way</i> , metody wyjścia z deflacji w połączeniu z osłabieniem jena w stosunku do dolara
Bernanke, McCallum, Eggertsson i Woodford	propozycja pewnej formy BCI (lub KPC) połączonej z ekspansją bazy monetarnej i osłabieniem jena w stosunku do dolara
Ito i Hayashi, Ito i Mishkin	propozycja KPC w celu większego uzależnienia polityki pieniężnej od przeszłych zmian dynamiki cen i większej możliwości pobudzenia oczekiwań inflacyjnych

Źródło: (Krugman, 1998a; Ito, 1999; 2001; Svensson, 2001a; 2003; Bernanke, 2003; McCallum, 2003; Eggertsson i Woodford, 2003; Ito, 2004; Ito i Hayashi, 2004; Ito i Mishkin, 2004).

po trzecie, nie podkreślono determinacji decydentów Banku Japonii w realizacji celu, po czwarte, nie określono warunków odpowiedzialności za realizację celu.

Strategiczne decyzje Banku Japonii w badanym okresie należy ocenić negatywnie. Nie tylko nie funkcjonowała dobrze zdefiniowana strategia, ale często jej realizacja odbywała się *ad hoc*, w sposób doraźny. Gdy deflacja już wystąpiła, a jej trwałość pogłębiała się, wskazane byłoby wprowadzenie strategii: mniej elastycznej, bardziej klarownej i wiarygodnej, cechującej się niezależnością co do instrumentów, umożliwiającej kontrolę oczekiwań inflacyjnych, a w szczególności precyzyjnej co do celu – jego wartości, horyzontu i nadrzędności. Jak ukazano w rozdziale 2, takie cechy ma strategia BCI.

Strategia BCI była wielokrotnie zalecana w sytuacji uwarunkowań deflacyjnych w Japonii (Ito, 2004, s. 17–19). Dla początkowych lat doświadczeń deflacyjnych można wskazać propozycje zawarte w tabeli nr 9. Wszystkie mieszczą się w zakresie zaleceń z rozdziału 2. Na szczególną uwagę zasługuje strategia KPC, która okazała się skuteczna w walce z deflacją w Szwecji w obliczu Wielkiego Kryzysu, a przez kilkadziesiąt następnych lat nie była stosowana, a nawet rozważana jako możliwa do zastosowania w praktyce. W przypadku długotrwałej deflacji w Japonii i potrzeby przełamania oczekiwań deflacyjnych na rzecz inflacyjnych strategia KPC z jednej strony wyznaczałaby klarowne ramy strategiczne, a z drugiej mogłaby się przyczyniać do budowania wiarygodności reflacyjnej polityki pieniężnej pod warunkiem jej skutecznej realizacji, tj. odpowiedniego równoważenia ujemnej dynamiki cen dynamiką pozytywną, zgodną z docelową ścieżką ogólnego poziomu cen.

Można wskazać wiele przyczyn niewprowadzenia celu inflacyjnego, a szerzej strategii BCI, na które m.in. powoływali się decydenci Banku Japonii. Choć przyczyny te są istotne i mają wkład w ogólną dyskusję na temat wyboru typu strategii w warunkach deflacji, to można je mniej lub bardziej podważyć. Zostały one uporządkowane od bardziej ogólnych do szczegółowych (technicznych) i są to (Ito, 2004, s. 20–26):

- Uznawanie w początkowych latach deflacji w Japonii za „dobrą” jej odmianę wynikającą z innowacji technologicznych. Badania przeprowadzone w tej pracy pokazują jednak, że po pierwsze, późniejszą deflację w Japonii należy uznać za „złą”, a po drugie, należy mieć na uwadze zjawisko transformacji „dobrej” deflacji w „złą” lub „brzydką” jej odmianę. Uznanie deflacji za dobrą może stanowić usprawiedliwienie braku zmian strategii i wyraźnej definicji stabilności cen w postaci celu inflacyjnego. Jednak zmiany strategii, wywołując niepewność i w związku z tym potencjalnie istotne koszty, powinny być głównie rozważane w przypadku złej odmiany deflacji.
- Strategia BCI nie miała zastosowania do walki z deflacją. Argument wiąże się z niepewnością wprowadzenia niesprawdzonej w warunkach deflacyjnych strategii. Wynika to z faktu, że strategia BCI została wprowadzona w praktyce

w końcu 1989 r. przez Nową Zelandię, podczas gdy deflacji od czasów Wielkiego Kryzysu zasadniczo nie było i generalnie żaden typ strategii polityki pieniężnej we współczesnym rozumieniu nie miał zastosowania w odniesieniu do deflacji. Należy jednak przypomnieć, że Bank Szwecji w warunkach Wielkiego Kryzysu i w celu walki z deflacją stosował strategię zbliżoną do BCI opartą na KPC. Poza tym współczesne doświadczenia, głównie w odniesieniu do ogólnoswiatowego kryzysu finansowego i gospodarczego pierwszej dekady XXI w., pokazały możliwość stosowania BCI w warunkach ujemnej dynamiki cen (zob. rozdział 4).

- Polityka reflacyjna jest niepożądana, ponieważ inflacja może się wymknąć spod kontroli. Obawa polega na przekonaniu, że gdy deflacja zostanie przewyciężona i nastąpi powrót do inflacji, będzie ona trudna do kontrolowania. Może wystąpić spirala inflacyjna i utrzymanie docelowej stopy inflacji będzie niemożliwe. W odniesieniu do takiego poglądu należy zaznaczyć, że proces reflacji powinien być właściwie zaplanowany z wykorzystaniem odpowiedniej strategii, jak zostało przedstawione w rozdziale 2 tej pracy. Poza tym trudno uznać tezę o możliwości niekontrolowanego wzrostu inflacji w Japonii w obliczu ponad 20 lat ekspansywnej, antydeflacyjnej polityki gospodarczej (pieniężnej i fiskalnej), która jest nieskuteczna i zasadniczo nie pobudza dynamiki cen.
- Ogłoszenie celu inflacyjnego nie będzie wiarygodne. Aby móc kontrolować oczekiwania inflacyjne, potrzebna jest wiarygodność polityki pieniężnej i banku centralnego. W celu jej zapewnienia konieczne jest przyjęcie odpowiednich ram instytucjonalnych i klarowne ogłoszenie strategii bezpośredniego celu inflacyjnego, a nie jedynie samego celu. Konieczne jest m.in. przygotowanie dokumentu strategicznego opisującego istotę strategii (m.in. cel/e, instrumenty, typ strategii, horyzont czasowy), wyraźne określenie zakresu niezależności i odpowiedzialności. W przypadku Japonii, gdy deflacja już wystąpiła, konieczne jest również ukazanie instrumentów niestandardowych i warunków ich wykorzystania.
- Brak dodatkowych instrumentów przy DGNSP. Niniejszy argument wiąże się z poprzednim i wynika z faktu, że w warunkach deflacji i przy wystąpieniu DGNSP bank centralny nie ma do dyspozycji standardowych instrumentów. Wprowadzenie zatem strategii BCI, opartej na krótkoterminowych stopach procentowych, nie będzie wiarygodne. Argument po części jest zasadny, ale można go również w znacznym stopniu podważyć. Po pierwsze, doświadczenia ostatnich lat pokazały, że banki centralne mogą obniżać nominalne stopy poniżej zera, a zatem nie mamy do czynienia z DGNSP. Po drugie, rozważania przeprowadzone w rozdziale 2 wskazują na możliwość skorygowania instrumentów standardowych. Po trzecie, podstawowy filar strategii BCI powinien być uzupełniony o plan antydeflacyjny, uwzględniający odpowiedni

zestaw działań niestandardowych. Po czwarte, w warunkach deflacji, DGNSP i pułapki płynności oraz w obliczu wykorzystania reflacyjnych instrumentów niestandardowych polityka fiskalna musi wspomagać politykę pieniężną. Granica między oboma filarami polityki w tym przypadku zaciera się i trzeba mówić o antydeflacyjnej, skoordynowanej polityce gospodarczej, a nie odrębnie pieniężnej czy też fiskalnej.

- Brak właściwego sposobu pomiaru dynamiki ogólnego poziomu cen, w tym celu inflacyjnego. Przegląd współczesnych doświadczeń w zakresie sposobu pomiaru inflacji wskazuje, że w randze oficjalnego celu polityki pieniężnej najczęściej jest wykorzystywany wskaźnik CPI. Inne miary (inflacja bazowa, deflatory itd.) są oczywiście wykorzystywane w procesie podejmowania decyzji, ale nie mają zastosowania w wyznaczaniu strategii. Krytyka CPI wynika z dwóch przesłanek, po pierwsze, z szerokiego zakresu koszyka dóbr i usług, na których ceny bank centralny może nie mieć wpływu i w związku z tym nie powinien być za nie odpowiedzialny, a po drugie, z niedokładności pomiaru (dokładniej zawyżania) faktycznej dynamiki poziomu cen. Pierwsza wada jest dyskutowana od dawna w kręgach akademickich i bankierów centralnych. Jako rozwiązanie wskazuje się wykorzystanie inflacji bazowej, z wyłączeniem niektórych składników koszyka cen konsumpcyjnych (np. owoców i warzyw, cen administracyjnych, surowców i in.). Praktyka jednak pokazała, że zasadniczo próby wykorzystania takich miar w roli oficjalnego celu inflacyjnego nie powiodły się. Uzyskana w ten sposób miara jest mało czytelna dla podmiotów sektora prywatnego i nie stanowi właściwego wyznacznika decyzji konsumpcyjnych czy inwestycyjnych. Z definicji stabilności cen wynika bowiem, że powinna ona sprzyjać decyzjom sektora prywatnego nie tylko w odniesieniu do aspektu wartościowego, ale i jakościowego, w tym sposobu pomiaru. Jeśli chodzi o drugą wadę, była ona komentowana w podrozdziale 1.1.2. Jej wyeliminowanie lub chociaż złagodzenie jest sprawą techniczną i może polegać na ulepszeniu indeksu CPI lub wkalkulowaniu w wartość celu inflacyjnego błędu pomiaru (zob. podrozdział 2.3.1).
- Niemożność wyznaczenia optymalnej stopy inflacji. Jest to słaby argument przeciw wprowadzeniu BCI. Jest to raczej argument na rzecz właściwego, popartego badaniami, zastosowania celu inflacyjnego. Badania nad optymalną stopą inflacji, a ogólniej dynamiki cen, mają bogatą tradycję. Odnoszą się m.in. do wpływu inflacji na wzrost czy rozwój gospodarczy i uwzględniają specyfiką danego kraju, w tym z podziałem na kraje rozwinięte i rozwijające się (Błaszczuk, 2010a, 46–49). Optymalna stopa inflacji powinna być jednak indywidualnie określona dla danej gospodarki i uwzględniać szereg czynników, jak chociażby barierę antydeflacyjną (zob. podrozdział 2.3.1). Od prawie trzydziestu lat decydenci w różnych krajach stosują cele inflacyjne i wyznaczają ich pożądane, optymalne dla danego społeczeństwa i gospo-

darki wartości. W celu uniknięcia błędów i problemów w tym zakresie, po pierwsze, istnieje możliwość korekty wartości celu, co banki centralne czynią w praktyce, w szczególności po zakończeniu procesu dezinflacji w przypadku krajów rozwijających się, a po drugie, można stosować cel w postaci pasma (w tym wartości punktowej z dopuszczalnym pasmem wahań) zamiast celu punktowego. Poza tym realizacja celu odbywa się w średnim lub nawet długim okresie i nie w każdym momencie wartość docelowa musi być osiągnięta.

- Możliwość wzrostu długoterminowych stóp procentowych. Argument ten dotyczy nominalnych stóp procentowych, które faktycznie mogą wzrosnąć, ale niekoniecznie o wyznaczoną wartość celu inflacyjnego, lecz mniej. Realne stopy procentowe mogą nawet spaść w sytuacji, gdy wśród podmiotów sektora prywatnego w obliczu deflacji pojawiają się oczekiwania inflacyjne na skutek „wiary” w cel inflacyjny w dłuższej perspektywie czasowej.

Wydaje się jednak, że zasadniczą, bardziej pragmatyczną przyczyną nieprowadzenia strategii BCI w Japonii była tzw. „pułapka niezależności” (Ito, 2004, s. 21). Po ustanowieniu dużego stopnia niezależności Banku Japonii na mocy znowelizowanej Ustawy o Banku Japonii w czerwcu 1997 r., która weszła w życie w kwietniu 1998 r., oraz w obliczu zmiany prezesa w 1998 r.²⁵ nowe władze nie podejmowały zdecydowanych decyzji w sferze operacyjnej i strategicznej. Obawiały się, że będzie to odebrane jako nadużywanie świeżo powierzonej niezależności i będzie szkodzić wiarygodności w przyszłości. Jak wspomniano wcześniej, podobna sytuacja zaistniała w przypadku Stanów Zjednoczonych, w których działania władz monetarnych stały się bardziej konserwatywne i mało elastyczne, co utrudniało strategiczne dostosowania w polityce pieniężnej. Zjawisko to w przypadku Japonii z pewnością przyczyniło się do problemów deflacyjnych w kolejnych latach.

Należy jednak docenić fakt, że przedstawione przez ekonomistów BCI jako alternatywy dla antydeflacyjnej polityki pieniężnej w Japonii przyczyniło się do rozwoju szerszej dyskusji nt. wyboru strategii polityki pieniężnej wobec deflacji, która jest w centrum zainteresowania niniejszej pracy. Dodatkowo, podobnie jak w przypadku Stanów Zjednoczonych, po wielu latach dyskusji na temat zmian strategicznych, w tym propozycji wprowadzenia BCI w walce z deflacją, a także na skutek kryzysu pierwszej dekady XXI w., w 2013 r. Bank Japonii zrobił krok w kierunku tej strategii. Krok ten jest większy niż w przypadku Stanów Zjednoczonych. 22 stycznia 2013 r. w dokumencie *The "price stability target" under the framework for the conduct of monetary policy* znalazła się klarowna deklaracja realizacji celu stabilności cen w formie celu inflacyjnego o wartości 2%, mierzonego CPI i dotyczącego długiego horyzontu czasowego. Cel ten ma charakter nadrzędny, jest realizowany w sposób bezpośredni i ma

²⁵ Na stanowisku prezesa Banku Japonii w 1998 r. Y. Matsushitę zastąpił M. Hayami.

się przyczyniać, po pierwsze, do trwałego wzrostu gospodarczego, a po drugie, do wyjścia z deflacji ([https://www.boj.or.jp/en/announcements /release_2013/k130122b.pdf](https://www.boj.or.jp/en/announcements/release_2013/k130122b.pdf), dostęp: 12.07.2017 r.)²⁶.

Określenie nowych ram strategicznym ma klarowne odzwierciedlenie na stronie internetowej Banku Japonii w formie odpowiedniej zakładki (*Monetary policy*), na której znalazły się także bardziej szczegółowe informacje na temat BCI, w tym w odniesieniu do instytucjonalnych uwarunkowań, takich jak niezależność i odpowiedzialność czy koordynacja polityki pieniężnej i fiskalnej (<https://www.boj.or.jp/en/mopo/outline/index.htm>; <https://www.boj.or.jp/en/announcements/release2013/k130122c.pdf>, dostęp: 12.07.2017 r.). Na stronie brakuje natomiast klarownego wyszczególnienia dostępnych instrumentów niestandardowych, które mogą konstytuować plan awaryjny wobec deflacji i stanowić uzupełnienie instrumentów standardowych w ramach nowoczesnej, hybrydowej strategii polityki pieniężnej w warunkach zagrożeń deflacyjnych (por. doświadczenia Europejskiego Banku Centralnego, podrozdział 4.2).

Podsumowanie

Przekrojowy przegląd historycznych doświadczeń z deflacją wskazuje, że występowała ona naprzemiennie z inflacją. Trudno jednak doszukać się asymetryczności częstości i trwałości występowania obu zjawisk, w szczególności w XIX w. i pierwszej połowie XX w. Dopiero druga połowa XX w. i przełom XX/XXI w. charakteryzowały się głównie dodatnią dynamiką cen. Można również sformułować wniosek, że deflacja w „złej” odmianie nie występuje z częstotliwością klasycznych cykli koniunkturalnych, co kilka lat, ale rzadziej. Na szeroką skalę występowała ona najczęściej w odstępach kilkudziesięcioletnich. Trudno jednak doszukać się regularności w odstępach czasowych poszczególnych przypadków, w szczególności w obliczu długiej przerwy między doświadczeniami deflacyjnymi z pierwszej połowy XX w. a deflacją w warunkach kryzysu pierwszej dekady XXI w.

W doświadczeniach historycznych można odnaleźć wnioski dla współczesnej polityki pieniężnej w warunkach deflacji. Nie jest to jednak łatwe ze względu na odmienne uwarunkowania społeczne, gospodarcze i polityczne. W ich obliczu strategia była inaczej rozumiana i miała inną rolę w polityce pieniężnej niż obecnie. Mimo to w pewnym stopniu wiedza z doświadczeń historycznych może być cenna i przydatna dla współczesnych badań i praktycznych działań dotyczących deflacji. Szczególnie ma to odniesienie do Wielkiego Kryzysu, któ-

²⁶ Interesującym opracowaniem na temat procesu reflacji w Japonii jest: (Shirai, 2017).

ry stanowi najbliższy, szeroko opisany przykład ogólnoświatowej deflacji i często jest porównywany ze współczesnymi doświadczeniami, w tym z kryzysem pierwszej dekady XXI w. Warto więc przeanalizować z perspektywy strategicznej przykłady krajów, które prowadziły działania antydeflacyjne od końca lat 20. do połowy lat 30. XXI w. w warunkach ogólnoświatowego kryzysu gospodarczego.

W Stanach Zjednoczonych w warunkach Wielkiego Kryzysu polityka pieniężna była podporządkowana przede wszystkim standardowi złota, który ograniczał swobodę działań monetarnych. Niełatwo jest zatem doszukać się w działaniach Fed przejawów strategii we współczesnym rozumieniu, które mogłyby stanowić uniwersalne wskazówki dla współczesnej antydeflacyjnej polityki pieniężnej opartej głównie na kursie płynnym. Ówczesna polityka Fed była słabo uporządkowana, mało klarowna co do celów, układu instrumentów, strategii oraz instytucjonalnych uwarunkowań. Można ją określić mianem dyskrecjonalnej, ale z nałożonym ograniczeniem w ramach standardu złota. Doświadczenia Fed podczas Wielkiego Kryzysu stanowią także przestrożę, aby antykryzysowa i antydeflacyjna polityka pieniężna była bardziej agresywna w ramach działań standardowych, a także miała charakter niestandardowy, dzięki czemu może być bardziej skuteczna i efektywna. Dodatkowo należy zauważyć, że strategia dyskrecjonalna, ale już w oderwaniu od standardu złota i w systemie płynnego kursu walutowego, była stosowana przez Fed także podczas kryzysu w XXI w. Również w tym przypadku pojawiły się wątpliwości co do jej adekwatności do uwarunkowań deflacyjnych. Ujawniła się bowiem potrzeba klarownego i wiarygodnego określenia docelowej stopy zmian ogólnego poziomu cen, ułatwiającego kontrolę oczekiwań inflacyjnych. Ponowiono więc pytanie o zasadność wprowadzenia w Stanach Zjednoczonych strategii BCI, czyli takiej, która obecnie dominuje wśród krajów rozwiniętych. W konsekwencji w styczniu 2012 r. decydenci Fed poczynili pewien krok w kierunku tej strategii, wyznaczając docelową wartość inflacji wynoszącą 2% i mającą odniesienie do średniego horyzontu czasowego.

Bardziej pozytywnie można ocenić strategię polityki pieniężnej Banku Szwecji w obliczu walki z deflacją w warunkach Wielkiego Kryzysu. Strategia KPC, oparta na wicksellowskiej regule stabilizacji cen, okazała się zasadniczo skuteczna i efektywna w walce z deflacją. Przesądziły o tym pozytywne cechy tego typu strategii oraz odpowiednia jej realizacja. Po pierwsze, strategia KPC była „oderwana” od standardu złota, co dawało swobodę decydom monetarnym. Po drugie, strategia była klarowna co do celu (wyraźnie określony poziom cen w średnim okresie oraz jego nadrzędność w stosunku do innych celów), instrumentów (krótkoterminowa stopa procentowa jako podstawowy instrument) oraz sposobu ich powiązania (bezpośrednie powiązanie sfery instrumentów i celów). Po trzecie, istotnymi cechami strategii KPC była wiarygod-

ność i przejrzystość w kontekście kształtowania oczekiwań inflacyjnych. Istota strategii KPC wskazuje na jej przydatność przede wszystkim w odniesieniu do działań walki z deflacją, w tym jako elementu awaryjnego planu antydeflacyjnego, np. w ramach strategii hybrydowej. Stosowanie KPC w warunkach niskiej inflacji i stabilizacji cen na pożądanym poziomie może być rozważane w krajach rozwiniętych, charakteryzujących się od wielu lat stabilną dynamiką cen, a bank centralny jest wiarygodny, niezależny i odpowiedzialny oraz cieszy się zaufaniem podmiotów gospodarczych, dzięki czemu możliwa jest skuteczna kontrola oczekiwań inflacyjnych i faktycznej stopy zmian ogólnego poziomu cen.

Japonię z kolei można uznać za przypadek łączący historyczne i współczesne doświadczenia deflacyjne. Trwająca tam zasadniczo do dzisiaj, z niewielkimi przerwami, deflacja ma swoje początki w połowie lat 90. ubiegłego wieku. Japonia jest także przykładem transformacji początkowo „dobrej” deflacji w „złą” jej odmianę po upływie kilku lat. Przypadek ten jest o tyle cenny z badawczego punktu widzenia, że dokonał się w czasie, gdy mamy już do czynienia ze strategiami polityki pieniężnej we współczesnym rozumieniu, oderwanymi od złota, a w szczególności po upadku systemu z Bretton Woods. W ciągu ponad dwudziestu lat w Japonii zastosowano szereg działań antydeflacyjnych, zarówno o charakterze standardowym, jak i niestandardowym, włączając olbrzymie wsparcie ze strony polityki fiskalnej. Działania te były najczęściej nieskuteczne, co można wiązać m.in. z wystąpieniem recesji bilansowej. Patrząc natomiast na politykę pieniężną z punktu widzenia strategicznego, należy ją ocenić negatywnie. Można zdiagnozować, że Bank Japonii stosował w tym czasie strategię celu inflacyjnego o charakterze *implicite*. Typ strategii nie został jednak *explicite* określony, a jego realizacja odbywała się często w sposób doraźny i niezaplanowany. Gdy deflacja już wystąpiła i była coraz bardziej trwała, wskazane było wprowadzenie strategii mniej elastycznej, bardziej klarownej i wiarygodnej, charakteryzującej się niezależnością operacyjną oraz precyzyjnie określonym celem co do wartości, horyzontu i nadrzędności. Można zatem zaproponować strategię BCI, która jednak z różnych przyczyn przez prawie dwadzieścia lat była przez Bank Japonii odrzucana. Dopiero w 2013 r. poczyniono pewne kroki w jej kierunku, określając definicję celu stabilności cen oraz uznając jego nadrzędność i bezpośredni sposób realizacji. Nastąpiła zmiana strategii analogiczna do Stanów Zjednoczonych (z SCI na BCI), z tym że w przypadku Japonii strategia celu inflacyjnego jest klarowniej zdefiniowana, na wzór współczesnych, ogólnoswiatowych doświadczeń w tym zakresie.

4. STRATEGIE POLITYKI PIENIĘŻNEJ WOBEC WSPÓŁCZESNYCH DOŚWIADCZEŃ Z DEFLACJĄ – ANALIZA WYBRANYCH PRZYKŁADÓW W UNII EUROPEJSKIEJ W XXI WIEKU

4.1. Analiza doświadczeń deflacyjnych w Unii Europejskiej w XXI wieku

4.1.1. Diagnoza przykładów deflacji w Unii Europejskiej

Celem tej empirycznej części pracy jest diagnoza przykładów i zagrożeń deflacyjnych w XXI w. w UE. W związku z tym zakres czasowy badania obejmuje lata 2001–2017. Zakres przestrzenny obejmuje kraje UE, z uwzględnieniem strefy euro. W centrum zainteresowania w szerszym ujęciu są obecne kraje członkowskie, określane mianem UE28, także dla całego okresu badawczego. Na początkowym etapie badania dokonano identyfikacji częstości występowania deflacji. W tym celu uwzględniono, po pierwsze, miesięczne dane zagregowane dla UE28, po drugie, dane roczne z podziałem na poszczególne kraje UE28. Na kolejnym etapie ukazano makroekonomiczne uwarunkowania występowania deflacji. Wykorzystano w tym celu zarówno dane cząstkowe, dotyczące głównie dynamiki PKB oraz stopy bezrobocia, jak i miernik wieloczynnikowy MOG w odpowiednim wariancie (zob. dalej). Na podstawie tych analiz podjęto próbę oceny rodzaju deflacji z uwzględnieniem rozróżnienia „dobrej” i „złej”. Szczegółowe informacje dotyczące poszczególnych etapów badania w tej części zostały przedstawione w kolejnych podrozdziałach. W badaniu wykorzystano dane Eurostatu.

Diagnoza europejskich doświadczeń deflacyjnych w XXI w. stanowi odniesienie i kontynuację analiz historycznych z podrozdziału 3.1. W celu jej dokonania warto się odnieść do szerokiej grupy krajów UE28 i sprawdzić, jak czę-

sto, w odniesieniu do miesięcy, odnotowywały one ujemną dynamikę ogólnego poziomu cen w ujęciu rok do roku¹. Rysunek nr 22 prezentuje wyniki badania dla okresu 2001–2017 z uwzględnieniem, obok deflacji (kolor czarny), także przypadków doświadczeń z inflacją poniżej 1% (bez inflacji = 1%, kolor szary). Taka wartość inflacji nie jest bowiem pożądana przez decydentów i może stanowić zagrożenie gospodarcze (por. Kumar i in., 2003, s. 5)².

Dane ukazane na rysunku, ogólnie rzecz ujmując i odnosząc się do perspektywy ostatnich kilkudziesięciu lat, w których dominowała inflacja, wskazują także na znaczną liczbę doświadczeń deflacyjnych. Przy tym można zaobserwować ich cykliczność i wskazać w uproszczeniu trzy cykle, przypadające na lata 2002–2004; 2009–2010; 2013–2016. Poza tym odnotowano sporadyczne doświadczenia w latach 2001, 2005, 2007. Kolejne cykle przynosiły coraz więcej przykładów doświadczeń z ujemną dynamiką cen i inflacją < 1%. W latach 2002–2004 jedynie nieco ponad 3% obserwacji (34 miesięcznych dla wszystkich krajów UE28) dotyczyło ujemnej dynamiki cen, a około 12,5% – ogólnie dynamiki poniżej 1% (włącznie z ujemną – 126 obserwacji). Maksymalna liczba przypadków deflacji to jedynie trzy dla marca 2003 r.

W kolejnym cyklu doświadczenia deflacyjne były większe. Jednak jeszcze w 2008 r. w żadnym miesiącu ani jeden kraj UE28 nie odnotował ujemnej dynamiki ogólnego poziomu cen, a jedynie odnotowano dwa przypadki inflacji < 1% (na 336 możliwych w ciągu jednego roku). W 2009 r. deflacja wystąpiła w Europie w sposób nagły i na dużą skalę i była powiązana z ogólnoswiatowym kryzysem finansowym i gospodarczym. W tym roku liczba obserwacji z deflacją wyniosła 79 oraz 80 z inflacją < 1%, co łącznie stanowi ponad 47% wszystkich możliwych. W 2010 r. deflacja zaczęła ustępować. Łącznie w drugim cyklu dla lat 2009–2010 blisko 34% obserwacji wiązało się z dynamiką ogólnego poziomu cen < 1%, a maksymalna liczba tego typu obserwacji to 21 (na 28 badanych krajów) dla września 2009 r. Dla samej deflacji maksimum to 14 dla lipca i dalej 13 dla października 2009r.

Zdecydowanie najbogatszy w doświadczenia deflacyjne jest trzeci cykl. Łącznie w latach 2013–2016 odnotowano 400 miesięcznych obserwacji z ujemną dynamiką cen na 1344 możliwych, co daje 30%. Uwzględniając dodatkowo obserwacje z inflacją < 1% odsetek ten wynosi aż ponad 74% (dodatkowo 600,

¹ Należy mieć na uwadze, że ta część badania ma na celu ogólny zarys diagnozy doświadczeń deflacyjnych w UE28. Czym innym bowiem jest ujemna wartość HICP w dużej liczbie krajów dla jednego miesiąca, a czym innym długotrwałe występowanie ujemnych wartości tego miernika w jednym kraju przez okres wielu miesięcy, a nawet lat. To przede wszystkim w tym drugim przypadku można mówić o wyzwaniach deflacyjnych dla polityki pieniężnej (por. dalszą część badania).

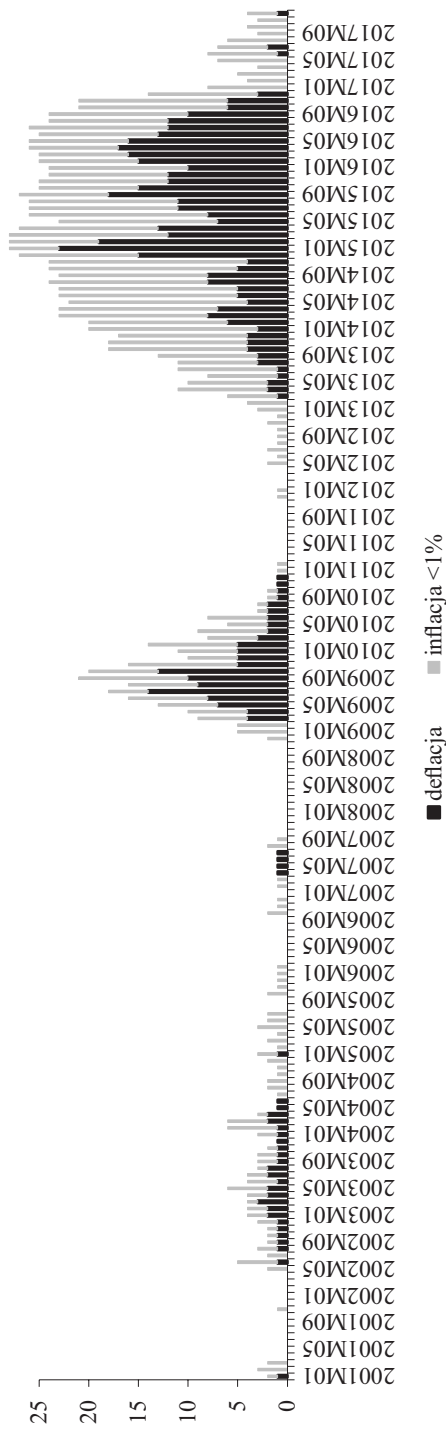
² Należy mieć na uwadze, że cel inflacyjny w strefie euro dotyczy wartości inflacji 2%. Badając skuteczność działań EBC, to właśnie taki próg należy przede wszystkim uwzględnić (por. podrozdział 4.1.2).

łącznie 1000 obserwacji). W niektórych miesiącach wszystkie kraje UE28 miały dynamikę cen $\langle 1\%$ (styczeń – marzec 2015). Maksymalna liczba przypadków deflacji dla całego cyklu wyniosła 23 dla stycznia 2015 r. Obserwując w drugiej połowie 2016 r. spadek liczby przypadków deflacji i niskiej inflacji, można dojść do wniosku, że ostatni cykl deflacyjny dobiega końca. W grudniu tego roku odnotowano jedynie trzy obserwacje z deflacją, co jest wartością najniższą od stycznia 2014 r. Rok 2017 należy uznać za koniec ostatniego z badanych cykli deflacyjnego. W zdecydowanej większości miesięcy deflacja nie wystąpiła w żadnym kraju UE28. W całym roku zaobserwowano jedynie cztery obserwacje miesięczne z ujemnym wskaźnikiem HICP i dotyczyły one dwóch krajów Irlandii oraz Cypru. Spadła również liczba obserwacji z inflacją $\langle 1\%$.

Aby uzupełnić diagnozę europejskich doświadczeń deflacyjnych w XXI w., warto się odnieść do poszczególnych krajów UE28 oraz całej strefy euro. W tym celu zostały wykorzystane średnioroczne dane dotyczące dynamiki cen mierzonej HICP. Dzięki temu zostały uchwycone przede wszystkim przypadki bardziej trwałej deflacji, a odrzucone jedno- lub kilkumiesięczne epizody deflacyjne. Wyniki obliczeń dokonanych w tym zakresie i na podstawie danych Eurostatu zostały przedstawione w tabeli nr 10.

Analizując tabelę w układzie kolumnowym, można sformułować wnioski zbliżone do poprzednich (na podstawie rysunku nr 22). Dla całego okresu badawczego 7,4% obserwacji dotyczy deflacji, a 17% inflacji $\langle 1\%$. Łącznie daje to 24,4% obserwacji z dynamiką cen $\langle 1\%$. Deflacja w ujęciu rocznym była odnotowana w latach: 2003, 2009, 2010 i przede wszystkim 2013–2016. Abstrahując w tym miejscu od makroekonomicznych uwarunkowań i rodzaju wskazanych przypadków deflacji, należy zauważyć, że była ona zdecydowanie najbardziej powszechna w latach 2015 i 2016, kiedy ponad 1/3 krajów odnotowała średnioroczną deflację. Liczba przypadków deflacji w tych latach była większa niż we wszystkich poprzednich łącznie (21 na 35 łącznie). Ogólnie lata te, wraz z rokiem 2014, charakteryzowały się szczególnie słabą dynamiką ogólnego poziomu cen. Liczba krajów, które odnotowały dynamikę cen $\langle 1\%$, to odpowiednio: 2014 r. – 24, 2015 r. – 27, 2016 r. – 25. Dla tych lat maksymalna stopa zmian dynamiki cen to zaledwie 1,8 (dla Belgii w 2016 r.), a minimalna to $-1,6\%$ (dla Bułgarii w 2014 r.). W 2017 r. nie odnotowano deflacji w ujęciu średniorocznym w żadnym kraju, dodatkowo jedynie trzy kraje charakteryzowały się inflacją $\langle 1\%$ (Irlandia, Cypr oraz Finlandia).

Jeśli idzie o doświadczenia deflacyjne w warunkach ogólnoświatowego kryzysu finansowego i gospodarczego w XXI w., to w jego epicentrum w 2009 r. trzy kraje odnotowały średnioroczną deflację, wszystkie ze strefy euro (Irlandia, Hiszpania i Portugalia). Dodatkowo zaobserwowano 11 przykładów inflacji $\langle 1\%$. Dokładnie zatem połowa badanych krajów miała dynamikę cen $\langle 1\%$, a połowa wyższą. W kolejnym roku jedynie cztery kraje miały bardzo



Rysunek nr 22. Liczba przypadków niskiej dynamiki cen mierzonej HICP w UE28 w latach 2001–2017*

* Liczba krajów, które w danym miesiącu odnotowały deflację lub inflację poniżej 1%.

Źródło: Na podstawie danych Eurostat.

Tabela nr 10. Średnioroczna dynamika poziomu cen mierzona HICP w krajach UE28 w latach 2001–2017*

Kraj/Rok	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	Liczba przypadków deflacji	Liczba przypadków inflacji < 1%	Liczba przypadków deflacji i inflacji < 1%
Belgia	2,4	1,6	1,5	1,9	2,5	2,3	1,8	4,5	0,0	2,3	3,4	2,6	1,2	0,5	0,6	1,8	2,2	0	3	3
Bułgaria	7,4	5,8	2,3	6,1	6,0	7,4	7,6	12,0	2,5	3,0	3,4	2,4	0,4	-1,6	-1,1	-1,3	1,2	3	1	4
Czechy	4,5	1,4	-0,1	2,6	1,6	2,1	3,0	6,3	0,6	1,2	2,1	3,5	1,4	0,4	0,3	0,6	2,4	1	4	5
Dania	2,3	2,4	2,0	0,9	1,7	1,9	1,7	3,6	1,1	2,2	2,7	2,4	0,5	0,4	0,2	0,0	1,1	0	5	5
Niemcy	1,9	1,4	1,0	1,8	1,9	1,8	2,3	2,8	0,2	1,2	2,5	2,1	1,6	0,8	0,1	0,4	1,7	0	4	4
Estonia	5,6	3,6	1,4	3,0	4,1	4,4	6,7	10,6	0,2	2,7	5,1	4,2	3,2	0,5	0,1	0,8	3,7	0	4	4
Irlandia	4,0	4,7	4,0	2,3	2,2	2,7	2,9	3,1	-1,7	-1,6	1,2	1,9	0,5	0,3	0,0	-0,2	0,3	3	4	7
Grecja	3,7	3,9	3,4	3,0	3,5	3,3	3,0	4,2	1,3	4,7	3,1	1,0	-0,9	-1,4	-1,1	0,0	1,1	3	1	4
Hiszpania	2,8	3,6	3,1	3,1	3,4	3,6	2,8	4,1	-0,2	2,0	3,1	2,4	1,5	-0,2	-0,6	-0,3	2,0	4	0	4
Francja	1,8	1,9	2,2	2,3	1,9	1,9	1,6	3,2	0,1	1,7	2,3	2,2	1,0	0,6	0,1	0,3	1,2	0	4	4
Chorwacja	4,3	2,5	2,4	2,1	3,0	3,3	2,7	5,8	2,2	1,1	2,2	3,4	2,3	0,2	-0,3	-0,6	1,3	2	1	3
Włochy	2,3	2,6	2,8	2,3	2,2	2,2	2,0	3,5	0,8	1,6	2,9	3,3	1,2	0,2	0,1	-0,1	1,3	1	3	4
Cypr	2,0	2,8	4,0	1,9	2,0	2,2	2,2	4,4	0,2	2,6	3,5	3,1	0,4	-0,3	-1,5	-1,2	0,7	3	3	6
Łotwa	2,5	2,0	2,9	6,2	6,9	6,6	10,1	15,3	3,3	-1,2	4,2	2,3	0,0	0,7	0,2	0,1	2,9	1	4	5
Litwa	1,6	0,3	-1,1	1,2	2,7	3,8	5,8	11,1	4,2	1,2	4,1	3,2	1,2	0,2	-0,7	0,7	3,7	2	3	5
Luksemburg	2,4	2,1	2,5	3,2	3,8	3,0	2,7	4,1	0,0	2,8	3,7	2,9	1,7	0,7	0,1	0,0	2,1	0	4	4
Węgry	9,1	5,2	4,7	6,8	3,5	4,0	7,9	6,0	4,0	4,7	3,9	5,7	1,7	0,0	0,1	0,4	2,4	0	3	3
Malta	2,5	2,6	1,9	2,7	2,5	2,6	0,7	4,7	1,8	2,0	2,5	3,2	1,0	0,8	1,2	0,9	1,3	0	3	3
Holandia	5,1	3,9	2,2	1,4	1,5	1,7	1,6	2,2	1,0	0,9	2,5	2,8	2,6	0,3	0,2	0,1	1,3	0	4	4
Austria	2,3	1,7	1,3	2,0	2,1	1,7	2,2	3,2	0,4	1,7	3,6	2,6	2,1	1,5	0,8	1,0	2,2	0	2	2
Polka	5,3	1,9	0,7	3,6	2,2	1,3	2,6	4,2	4,0	2,7	3,9	3,7	0,8	0,1	-0,7	-0,2	1,6	2	3	5
Portugalia	4,4	3,7	3,3	2,5	2,1	3,0	2,4	2,7	-0,9	1,4	3,6	2,8	0,4	-0,2	0,5	0,6	1,6	2	3	5
Rumunia	34,5	22,5	15,3	11,9	9,1	6,6	4,9	7,9	5,6	6,1	5,8	3,4	3,2	1,4	-0,4	-1,1	1,1	2	0	2
Słowenia	8,6	7,5	5,7	3,7	2,5	2,5	3,8	5,5	0,9	2,1	2,1	2,8	1,9	0,4	-0,8	-0,2	1,6	2	2	4
Słowacja	7,2	3,5	8,4	7,5	2,8	4,3	1,9	3,9	0,9	0,7	4,1	3,7	1,5	-0,1	-0,3	-0,5	1,4	3	2	5
Finlandia	2,7	2,0	1,3	0,1	0,8	1,3	1,6	3,9	1,6	1,7	3,3	3,2	2,2	1,2	-0,2	0,4	0,8	1	4	5
Szwecja	2,7	1,9	2,3	1,0	0,8	1,5	1,7	3,3	1,9	1,9	1,4	0,9	0,4	0,2	0,7	1,1	1,9	0	5	5

Wielka Brytania	I,2	I,3	I,4	I,3	2,1	2,3	2,3	3,6	2,2	3,3	4,5	2,8	2,6	1,5	0,0	0,7	2,7	0	2	2
Liczba przypadków deflacji	0	0	2	0	0	0	0	0	3	2	0	0	1	6	11	10	0	35		
Liczba przypadków inflacji < 1%	0	1	1	2	2	0	1	0	11	2	0	1	8	18	16	15	3		81	
Liczba przypadków deflacji i inflacji < 1%	0	1	3	2	2	0	1	0	14	4	0	1	9	24	27	25	3			116

* W odniesieniu do kolumn dotyczących lat 2001–2017 użyto wyróżnień. Pismem jasnym oznaczono okresy, w których dany kraj nie był członkiem UE. Pismem pochylonym oznaczono okresy, w których dany kraj był członkiem UE, ale jeszcze nie strefy euro. Pismem półgrubym oznaczono okresy, w których dany kraj był członkiem strefy euro.

Źródło: Na podstawie danych Eurostat.

niską dynamikę ogólnego poziomu cen, w tym dwa ujemną. Największa wartość deflacji w XXI w. była osiągnięta w warunkach kryzysowych przez Irlandię w 2009 r. i wynosiła 1,7%, a rok później 1,6%.

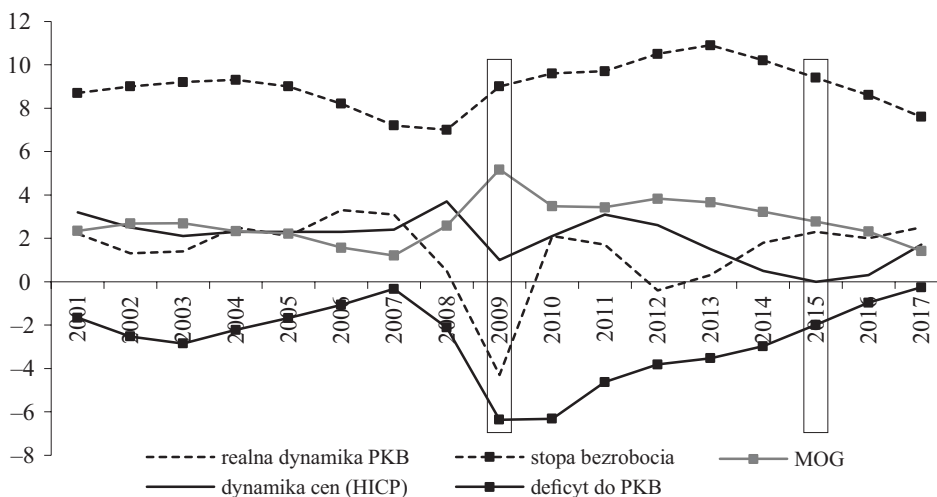
W celu dokonania lepszego rozpoznania przykładów deflacji w ujęciu przedmiotowym, w odniesieniu do poszczególnych krajów, tabelę 10 należy poddać analizie w układzie wierszowym. Wynika z niej, że 16 z 28 krajów doświadczyło w badanym okresie deflacji w ujęciu średniorocznym. Były to zarówno kraje ze strefy euro, jak i spoza niej, kraje wysoko i mniej rozwinięte. Częściej jednak deflacja mierzona HICP dotyczyła kraje ze strefy euro, było to około 10,5% przypadków (25 przypadków na 239 możliwych). Mniej przypadków deflacji odnotowały kraje UE spoza strefy euro (5,6%, 8 przypadków na 143 możliwych) oraz kraje, które w danym okresie nie należały do UE (3,6%, dwa przypadki na 55 możliwych).

Najwięcej przypadków deflacji odnotowała Hiszpania – cztery, dalej po trzy: Bułgaria, Irlandia, Grecja, Cypr, Słowacja. Co ważne, największe gospodarki UE: Niemcy, Francja, Wielka Brytania nie odnotowały średniorocznej deflacji w tym ujęciu. Natomiast każdy kraj UE28 w XXI w. doświadczył dynamiki cen $< 1\%$, dokładniej rzecz ujmując przynajmniej dwukrotnie. Najbogatsze doświadczenia w tym zakresie ma Irlandia – siedem przypadków, Cypr – sześć, i dalej po pięć: Czechy, Dania, Cypr, Finlandia, Litwa, Łotwa, Polska, Portugalia, Słowacja, Szwecja.

4.1.2. Makroekonomiczne uwarunkowania deflacyjne w Unii Europejskiej

W celu bardziej precyzyjnej diagnozy obszaru deflacji w XXI w. w UE należy dokonać rozpoznania, w jakich warunkach (makroekonomicznych) się ona dokonywała, a w szczególności czy odnotowana deflacja przyjmowała „dobrą”, czy „złą” formę. W pierwszej kolejności należy się posłużyć danymi zagregowanymi dla krajów Wspólnoty (UE28). Zostały one zaprezentowane na rysunku nr 23, nie tylko w stosunku do dynamiki cen i PKB, ale dodatkowo innych podstawowych, współczesnych parametrów makroekonomicznych oraz miary zagregowanej, wieloczynnikowej MOG. W tym celu wykorzystano MOG, w wariacie analogicznym do gospodarki japońskiej (MOG1, por. formuła 2.6).

Dla ujednoczenia wyników badań przyjęto docelową stopę dynamiki cen zgodną z definicją stabilności cen EBC wynoszącą 2%. Można to uzasadnić faktem, że chociaż nie wszystkie kraje UE28 należą do strefy euro, to w perspektywie jest to pewien wyznacznik postępów europejskiej integracji gospodarczej, w szczególności dla krajów z derogacją w ramach przynależności do



Rysunek nr 23. Makroekonomiczne zagregowane charakterystyki UE28 w latach 2001–2017

Źródło: Na podstawie danych Eurostat.

UGW. Szacunki MOG oraz inne miary makroekonomiczne dla UE28 w latach 2001–2017 zostały w ujęciu zagregowanym przedstawione na rysunku nr 23.

W badanym okresie i w przyjętym obecnie sposobie badania nie odnotowano ujemnej dynamiki cen. Wystąpiło sześć przypadków inflacji < 2%. Pierwszy wystąpił w 2009 r. (inflacja 1%) w czasie kryzysu i dotyczy drugiego cyklu deflacji zaobserwowanego w poprzednim punkcie w układzie szczegółowym. Po trzech kolejnych latach pobudzenia dynamiki cen w latach 2013–2017 ponownie spadła ona poniżej 2%, w szczególności w 2015 r., osiągając wartość minimalną równą 0%. W kolejnych dwóch latach nastąpiło pewne ożywienie dynamiki cen, głównie w 2017 r. do wartości zgodnej z celem EBC (choć cel dotyczy jedynie strefy euro). Obserwacje te z kolei pokrywają się z trzecim cyklem deflacji zaobserwowanym w poprzednim punkcie. Ze względu na brak dostępności wszystkich uwzględnionych na rysunku nr 23 danych nie przedstawiono dynamiki cen dla 2016 r. Można jednak odnotować, że również nie była ona negatywna (równa 0,3%), a nawet wystąpiło pewne ożywienie w tym zakresie w stosunku do roku poprzedniego.

Porównując oba cykle słabej dynamiki cen w UE z szerszej perspektywy makroekonomicznych uwarunkowań, głównie zwracając uwagę na lata 2009 i 2015³, zdecydowanie gorzej wypadł ten pierwszy, mimo że zagregowana dynamika cen była relatywnie wyższa. Rok 2009 okazał się najgorszy z punktu

³ W celu lepszego uchwycenia porównania lat 2009 i 2015 na rysunku nr 23 dane dla obu przypadków zostały otoczone ramką.

widzenia dynamiki PKB. Była ona ujemna i wyniosła aż $-4,4\%$. Dla całego badanego okresu tylko w 2012 r. wystąpiła jeszcze ujemna dynamika PKB, ale była ona znacznie mniejsza niż w 2009 r. i wyniosła $-0,5\%$. W kolejnych latach, a więc w odniesieniu do ostatniego cyklu, dynamika PKB z roku na rok wzrastała, przekraczając od 2015 r. stopę 2% .

Podobnie na niekorzyść 2009 r. wypada porównanie z punktu widzenia sfery fiskalnej. W 2009 r. zaobserwowano największy średni deficyt publiczny w relacji do PKB w UE28 w XXI w. ($6,4\%$). Wiązało się to, po pierwsze, ze słabą dynamiką PKB, a po drugie, z ekspansywną antykrzysową polityką fiskalną. Kolejne lata przynosiły poprawę pod tym względem, by w 2017 r. rozpatrywana miara deficytu wyniosła jedynie $0,3\%$. Jest to wynik najlepszy od początku XXI w. i taki sam jak w 2007 r.

Jeśli chodzi o stopę bezrobocia, to dla dwóch bezpośrednio porównywanych lat była ona zbliżona, przy czym 2009 r. był początkiem kilkuletniej fazy wzrostowej, natomiast 2015 r. był elementem fazy spadkowej, która nadal trwa od 2013 r., kiedy odnotowano maksymalną stopę od początku XXI w.

Całościowo makroekonomiczną sytuację w UE28 w XXI w. obrazuje wieloczynnikowy MOG. Najlepsze uwarunkowania w tym ujęciu wystąpiły w 2007 r. W obliczu kryzysu nastąpiło pogorszenie w dwóch kolejnych latach, a szczególnie w 2009 r., gdy MOG przyjął wartość maksymalną (najgorszą). W kolejnych latach, w warunkach pokryzysowej stabilizacji gospodarczej, MOG uległ poprawie, by w 2017 r. przyjąć wartość najniższą (najlepszą) od wybuchu kryzysu finansowego i gospodarczego. Dodatkowo porównując szeregi czasowe dla dynamiki cen i MOG, można zaobserwować pewną zbieżność z 2008 r., która została znacznie zaburzona w 2009 r., wtedy spadkowi dynamiki cen towarzyszył wzrost wartości MOG. W kolejnych pokryzysowych latach oba szeregi ponownie zbliżyły się do siebie, aby od 2013 r., w warunkach ponownego osłabienia dynamiki cen, znów się oddalić od siebie. Tym razem zaburzenie zbieżności odbyło się w sposób bardziej łagodny, przy równoczesnym spadku obu szeregów, tzn. w warunkach poprawy sytuacji makroekonomicznej w odniesieniu do poprzednich okresów. Takie wyniki wskazują, po pierwsze, że przykładowo „złej” odmiany deflacji można się doszukiwać przede wszystkim w 2009 r., po drugie, jednak nie można całkowicie pomijać ostatnich lat, mając na uwadze m.in. możliwość transformacji „dobrej” w „złą” odmianę deflacji.

Podsumowując, uwarunkowania towarzyszące załamaniu dynamiki ogólnego poziomu cen w 2009 r. były znacznie gorsze niż pod koniec badanego okresu, a w szczególności w 2015 r. Nie można jednak wyraźnie ocenić rodzaju deflacji dla obu okresów, ponieważ dla danych zagregowanych ona nie wystąpiła. Należy zatem dokonać bardziej szczegółowej analizy makroekonomicznych uwarunkowań w odniesieniu do poszczególnych krajów UE28. W tym celu przede wszystkim, po pierwsze, ukazano powiązanie dynamiki cen ze sferą real-

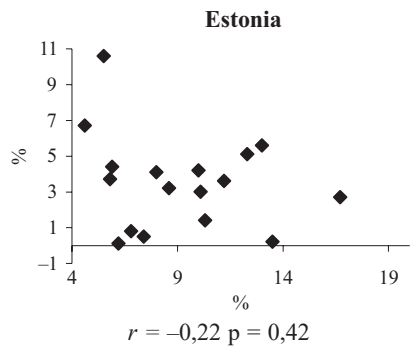
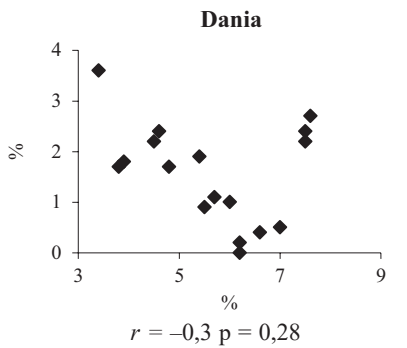
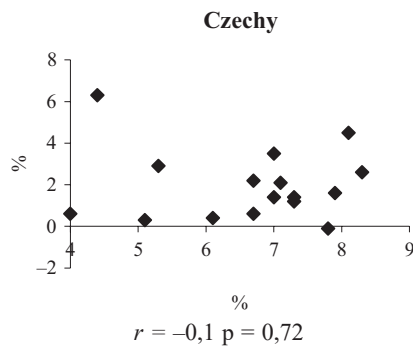
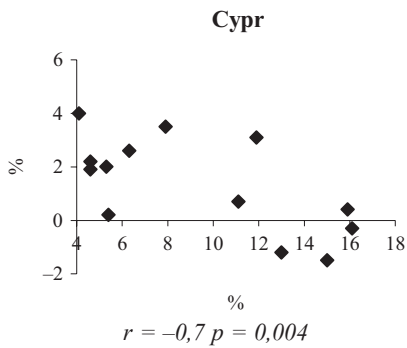
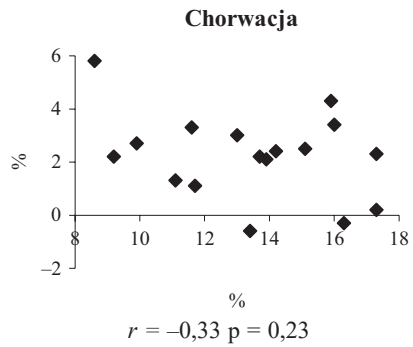
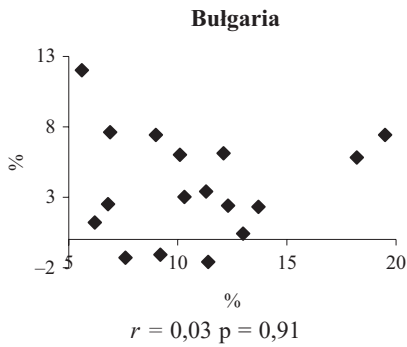
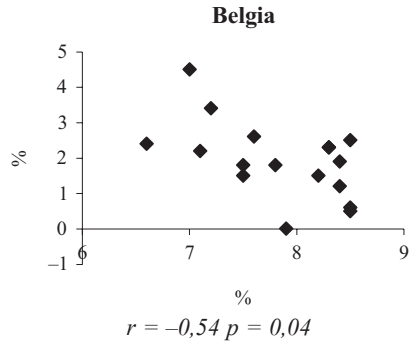
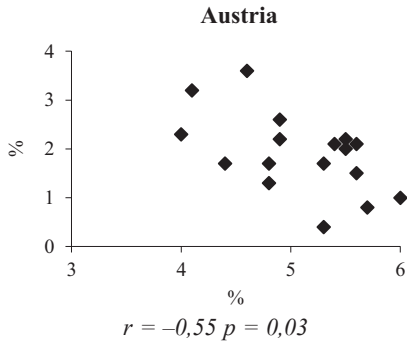
ną w odniesieniu do stopy bezrobocia w poszczególnych krajach członkowskich UE. Po drugie, kompleksowo został zbadany makroekonomiczny stan gospodarek krajów UE z wykorzystaniem MOG. Dzięki temu z tego punktu widzenia będzie można ocenić rodzaj deflacji doświadczanej przez poszczególne kraje UE w XXI w.

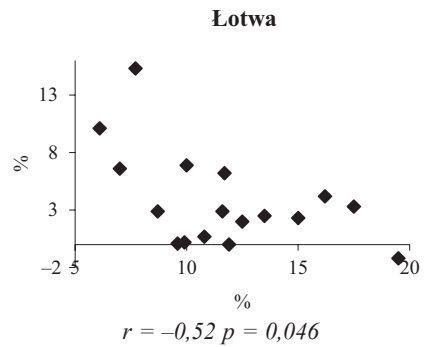
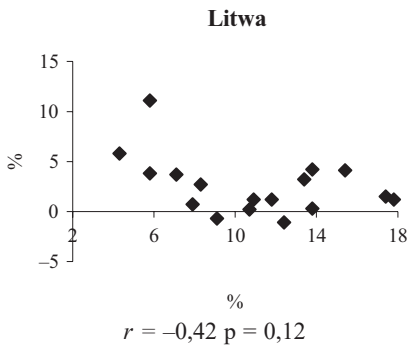
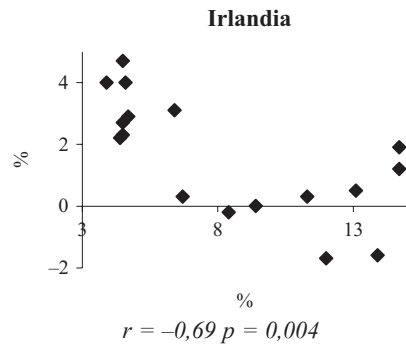
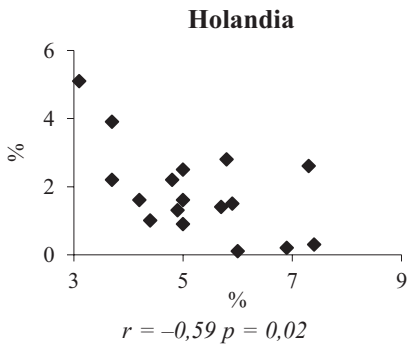
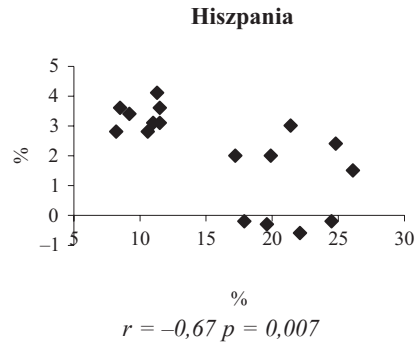
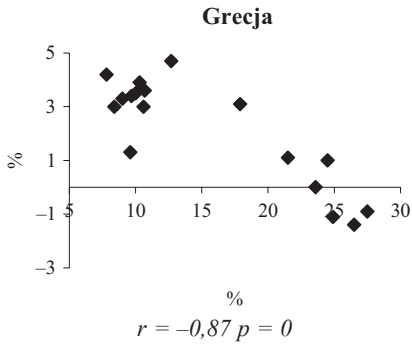
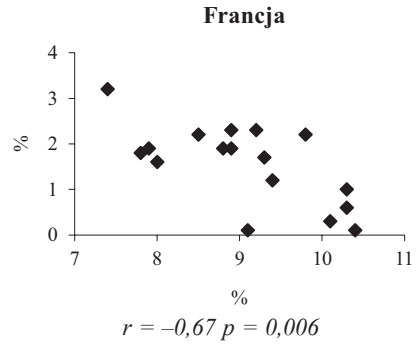
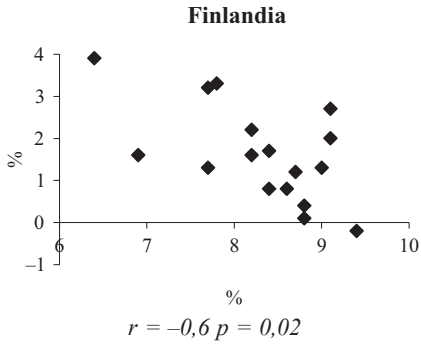
Na rysunku nr 24 ukazano wykresy korelacyjne dla stóp dynamiki ogólnego poziomu cen (oś odciętych) i bezrobocia (oś rzędnych) dla wszystkich krajów UE28. Dane dotyczą okresu 2001–2017. Pod każdym wykresem zamieszczono wartość współczynnika korelacji Pearsona, oznaczając pismem pochylonym wartości, które można określić mianem silnej korelacji ujemnej ($-0,5$; -1) oraz poziom istotności⁴. Badania te zostały przeprowadzone w odniesieniu do koncepcji krzywej Phillipsa (zob. podrozdział 1.3.1), która wskazuje na zależność ujemną obu wielkości, a dodatkowo – zgodnie z nowszymi badaniami – zależność nieliniową, ulegającą wypłaszczeniu dla niskiej inflacji i deflacji (por. przykład Japonii, podrozdział 3.3.1). Już wzrokowa analiza poszczególnych wykresów wskazuje na bardzo duże zróżnicowanie kształtu korelacji i odstępstwa od teoretycznych założeń, co nie pozwala prezentowanych zależności ogólnie określić mianem krzywej Phillipsa. Nie przeszkadza to jednak w podjęciu próby doszukania się pewnych prawidłowości, w szczególności specyficznych dla sfery niskiej inflacji i deflacji.

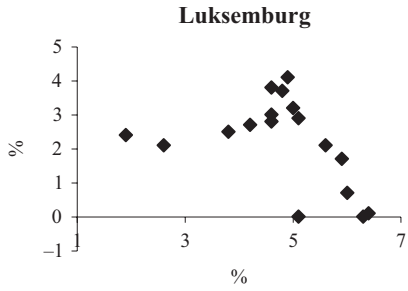
Generalnie zobrazowane na wykresach wyniki badań są zróżnicowane, w tym współczynniki korelacji Pearsona przyjmują wartości zarówno ujemne (zgodnie z logiką krzywej Phillipsa), jak i dodatnie (niezgodnie z logiką krzywej Phillipsa) z przedziału $\langle -0,87; 0,68 \rangle$. Dokładnie dla połowy krajów zależność okazała się silna i ujemna (najbardziej w Grecji), a dla pozostałych słaba ujemna lub dodatnia, w tym nawet silna (najbardziej w Słowacji). Warto w tym miejscu zadać pytanie, czy w rozpatrywanej zależności dla poszczególnych krajów można się doszukać wypłaszczenia przy słabej, w tym ujemnej dynamice cen, które było rozpatrywane w punkcie 1.3.1.

Wypłaszczenie kształtu zależności dla słabej dynamiki cen można zaobserwować głównie w krajach takich, jak: Cypr, Grecja, Irlandia, Litwa, Łotwa i Słowenia. Wszystkie te kraje doświadczyły w badanym okresie deflacji w ujęciu średniorocznym. Dodatkowo Cypr i Grecja odnotowały największą stopę bezrobocia w roku, gdy występowała deflacja. Można przyjąć uogólnienie, że są to kraje mniej rozwinięte w UE i (lub) przechodzące w ostatnich latach problemy gospodarcze. Dla rozwiniętych krajów wzorcowy, ukazany w rozdziale 1, kształt krzywej Phillipsa nie występuje. Przykładowo dla Niemiec i Wielkiej Brytanii korelacja jest dodatnia, w pierwszym przypadku słaba, a w drugim sil-

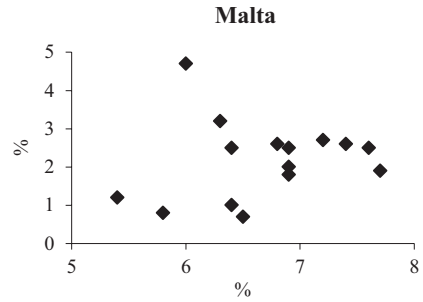
⁴ Jeśli wartość p jest mniejsza od wartości krytycznej testu (przyjęto $\alpha = 0,05$) na istotność statystyczną współczynnika korelacji liniowej Pearsona, to należy odrzucić H_0 na rzecz H_1 , że współczynnik jest mniejszy lub większy od 0.



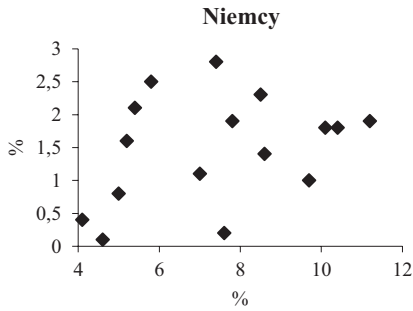




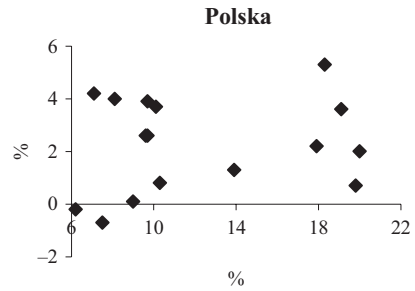
$r = -0,42$ $p = 0,12$



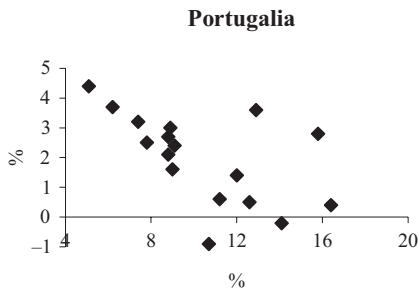
$r = 0,35$ $p = 0,2$



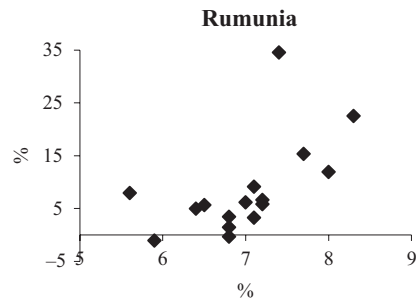
$r = 0,28$ $p = 0,31$



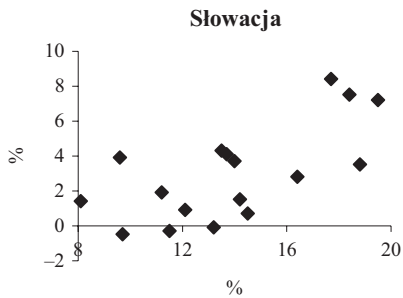
$r = 0,2$ $p = 0,47$



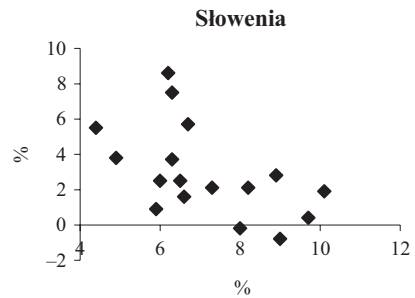
$r = -0,56$ $p = 0,03$



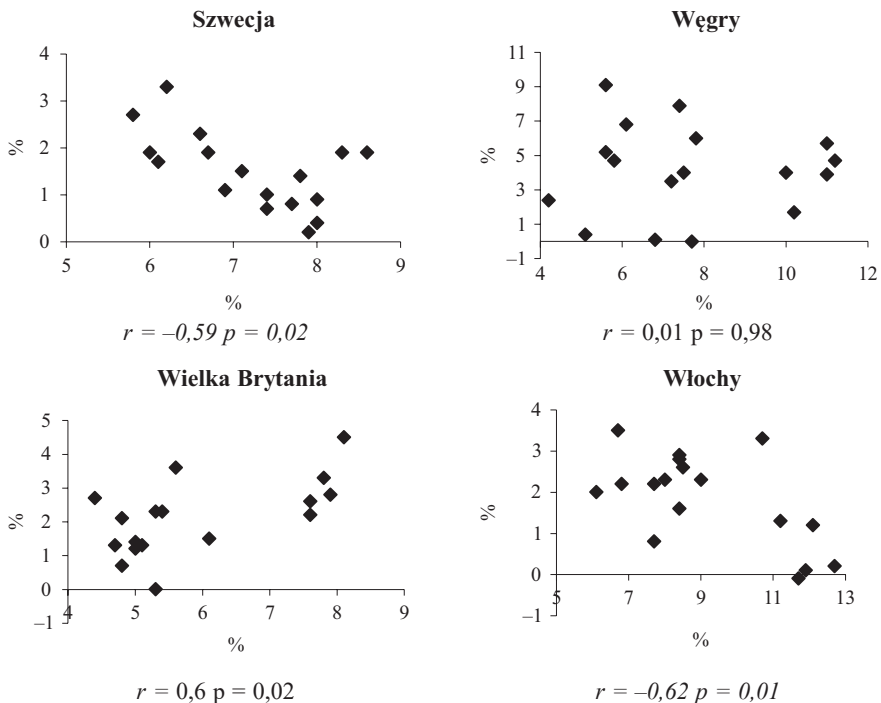
$r = 0,57$ $p = 0,03$



$r = 0,68$ $p = 0,005$



$r = -0,54$ $p = 0,04$



Rysunek nr 24. Zależność między stopą dynamiki cen HICP (oś rzędnych) i bezrobocia (oś odciętych) w poszczególnych krajach UE28 w latach 2001–2017

Źródło: Na podstawie danych Eurostat.

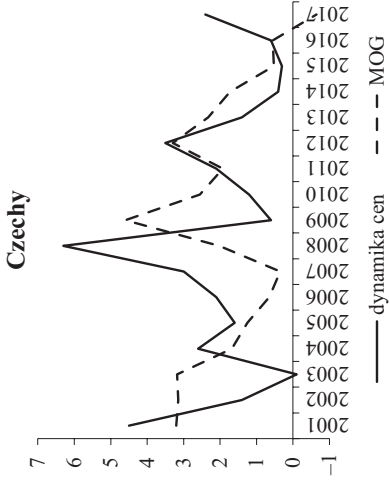
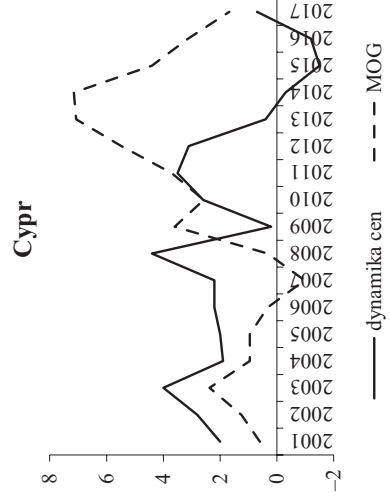
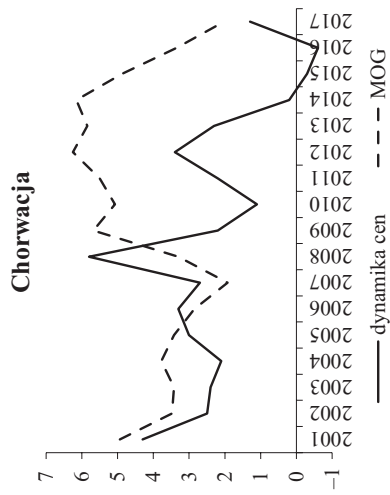
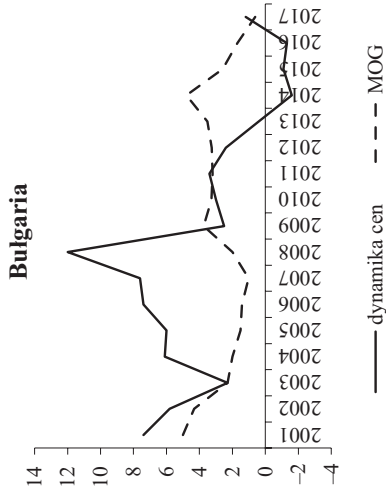
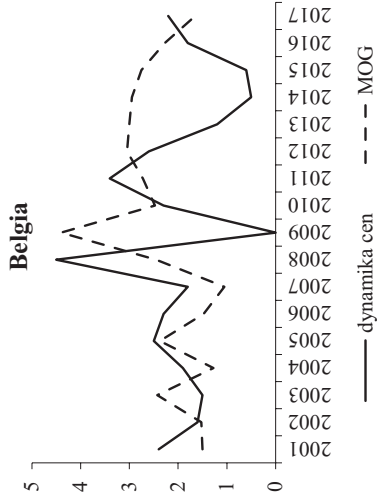
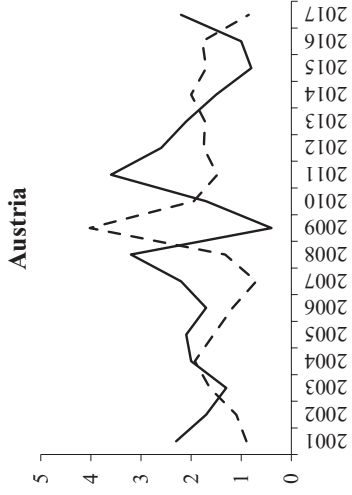
na. Taka sytuacja może wynikać ze sztywności na rynku pracy, w tym w dostosowaniach cenowo-płacowych, krajów mniej rozwiniętych, mających krótkie doświadczenia z niską dynamiką cen. W krajach z bogatszą historią niskiej dynamiki cen podmioty wypracowały mechanizmy, które uelastyczyły dostosowania cenowo-płacowe, w tym po stronie związków zawodowych. W takich warunkach deflacja nie musi prowadzić do ponadproporcjonalnego wzrostu bezrobocia, może być na przykład przyczyną redukcji płac.

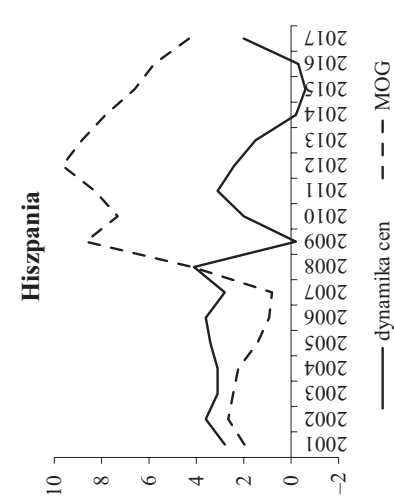
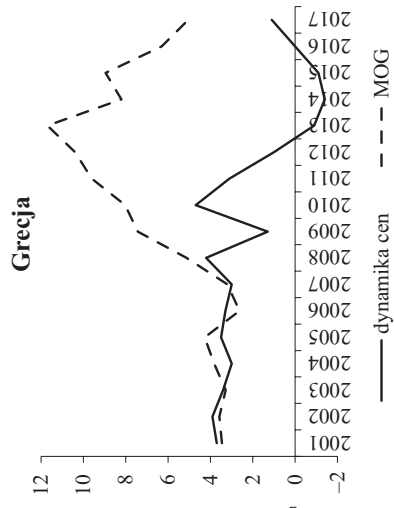
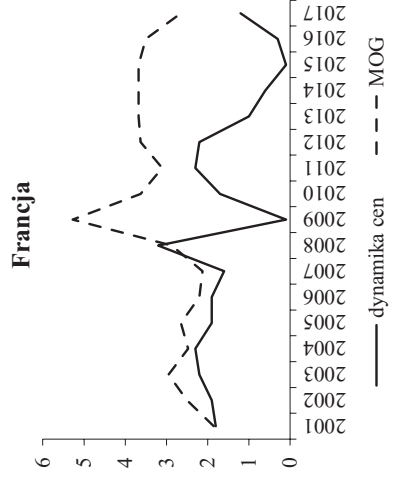
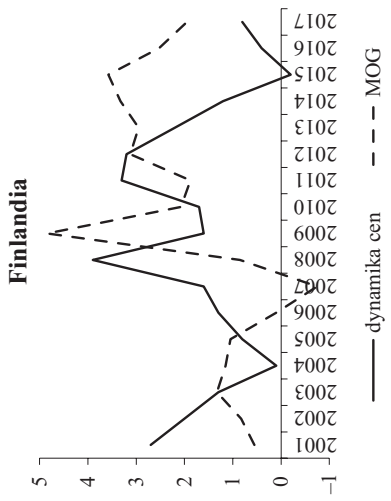
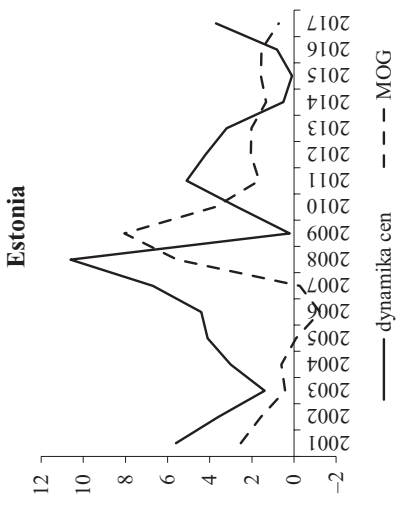
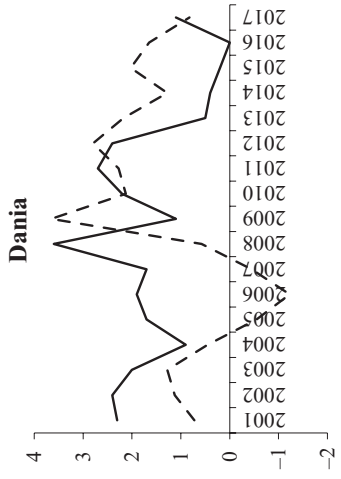
Dodatkowo w krajach wysoko rozwiniętych, charakteryzujących się wiarygodnością polityki pieniężnej banku centralnego, oraz w warunkach relatywnie długiej historii niskiej i stabilnej inflacji, działania władz monetarnych nie muszą być zbyt nagle w stosunku to zmian dynamiki ogólnego poziomu cen. Stabilizacja cen i realizacja celu nadrzędnego nie musi się odbywać w sposób nagły, może natomiast się rozciągać w czasie i w związku z tym może się odbywać, nie generując zbyt dużych kosztów w sferze realnej, poprzez stymulowanie oczekiwań dotyczących dynamiki ogólnego poziomu cen.

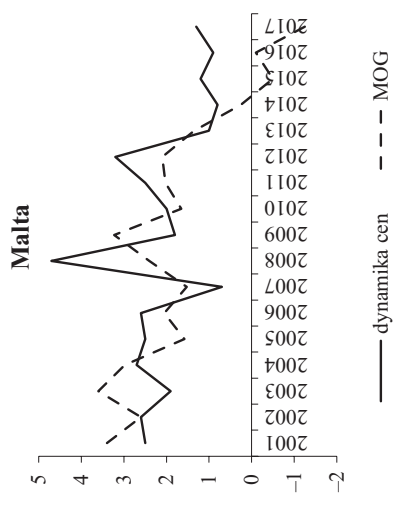
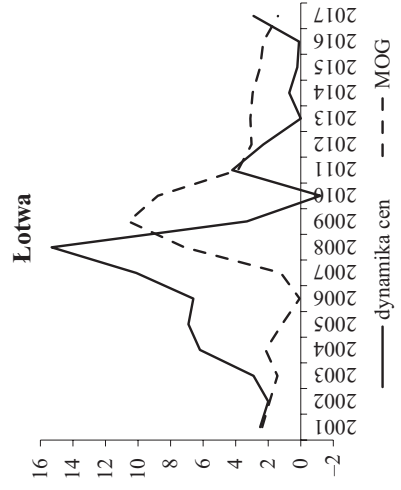
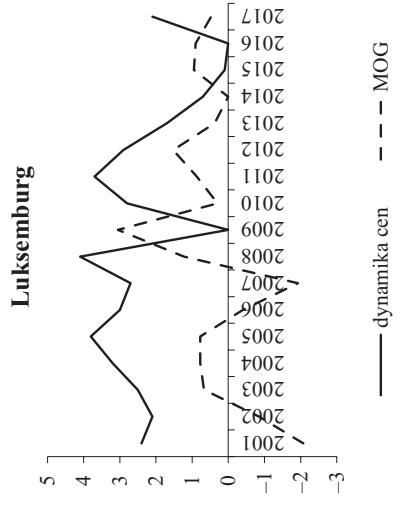
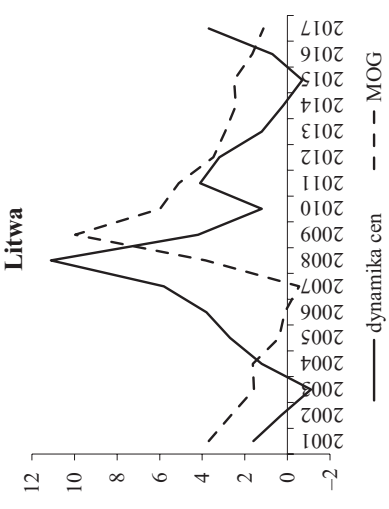
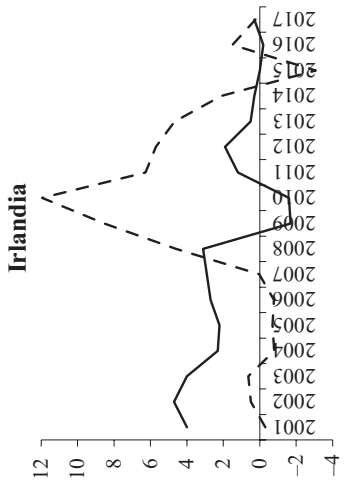
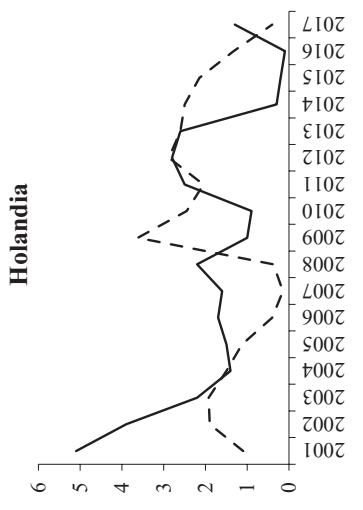
W celu wzbogacenia makroekonomicznej diagnozy deflacji w XXI w. w UE warto rozpoznać w sposób kompleksowy makroekonomiczne uwarunkowania, w których dochodziło do ujemnej dynamiki cen. W ten sposób można odpowiedzieć na pytanie, jakiego rodzaju deflacji („dobrej”, „złej”) doświadczały poszczególne kraje w badanym okresie. Wykorzystano w tym celu wskaźnik MOG, w wariancie analogicznym do danych zagregowanych UE28. Wyniki zostały zaprezentowane na rysunku nr 25. Podczas analizy MOG w tym ujęciu również zwrócono uwagę na dwa podokresy, w których odnotowano deflację w ujęciu rocznym: 2009 r. oraz lata 2013–2016. Należy jednak zauważyć, że podczas pierwszego cyklu deflacyjnego w XXI w. – w 2003 r. – deflację w ujęciu średniorocznym odnotowały Czechy i Litwa, ale odbywało się to w warunkach relatywnie dobrej sytuacji gospodarczej. Świadczy o tym kształtowanie się wartości MOG na dobrym, stabilnym, a nawet spadającym poziomie.

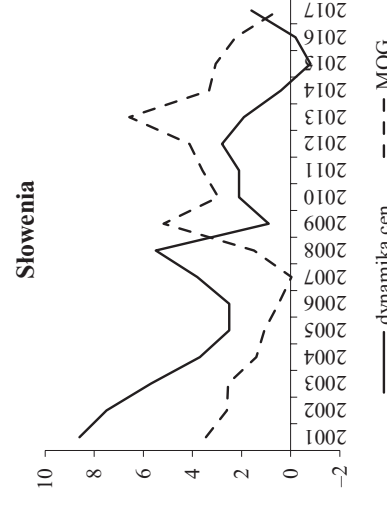
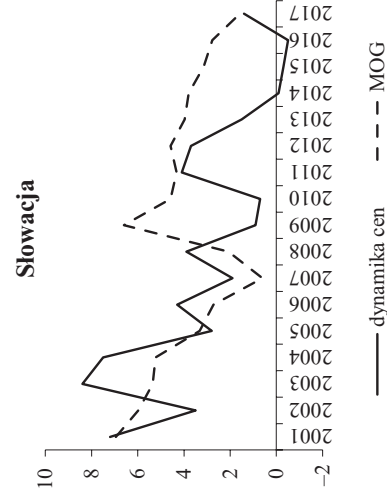
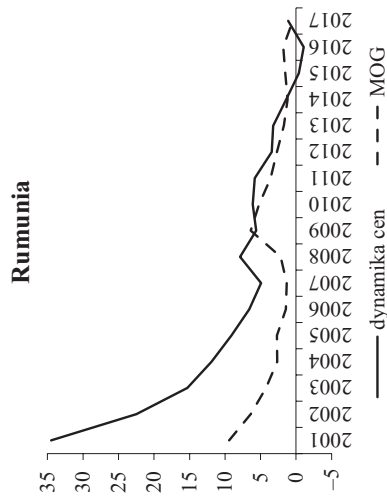
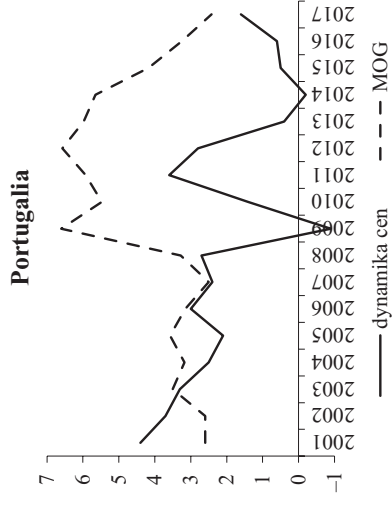
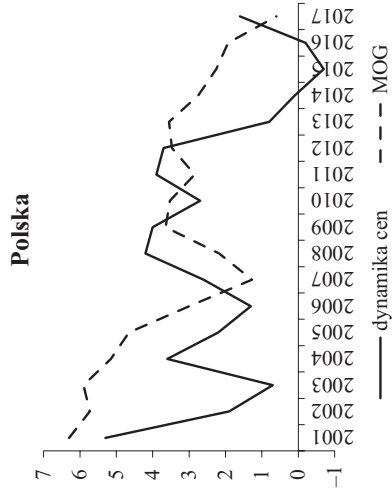
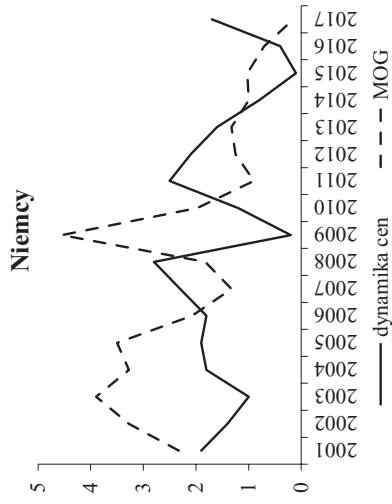
Badanie warto rozpocząć od próby sformułowania bardziej ogólnych wniosków co do kształtowania się wartości MOG w analizowanych latach. W tym celu, na podstawie danych zawartych na rysunku nr 25, przygotowano ranking krajów pod względem wartości MOG z uwzględnieniem przyjętych okresów (tabela nr 11). Wyłuszczone wartości MOG powyżej średniej w UE, które notowały kraje charakteryzujące się relatywnie gorszą sytuacją makroekonomiczną w tym ujęciu. Jeśli chodzi o średnią dla całego okresu badawczego (2001–2017), to najlepiej wypadł Luksemburg, który jako jedyny odnotował wartość poniżej 1, i to zdecydowanie (0,4). Dalej kilka krajów osiągnęło w tym zakresie wynik ≤ 2 : Dania, Szwecja, Austria, Holandia, Finlandia, Estonia, Malta i Czechy. Zasadniczo kraje te w XXI w. nie odnotowały w ujęciu średniorocznym deflacji, z wyjątkiem Finlandii w 2015 r. oraz Czech w 2003 r. Co ciekawe, kraje te, również z wyjątkiem Finlandii, w ostatnim, deflacyjnym podokresie (2013–2016) osiągały wartości MOG lepsze od średniej w UE28. W przypadku Finlandii nastąpiło pogorszenie w rankingu zarówno w 2009 r. (ale jeszcze poniżej wartości średniej UE28), jak i pod koniec okresu badawczego, gdy odnotowano deflację, w warunkach rosnącego bezrobocia, słabej dynamiki PKB i deficytu budżetowego. Pojawiły się przesłanki „złej” odmiany deflacji.

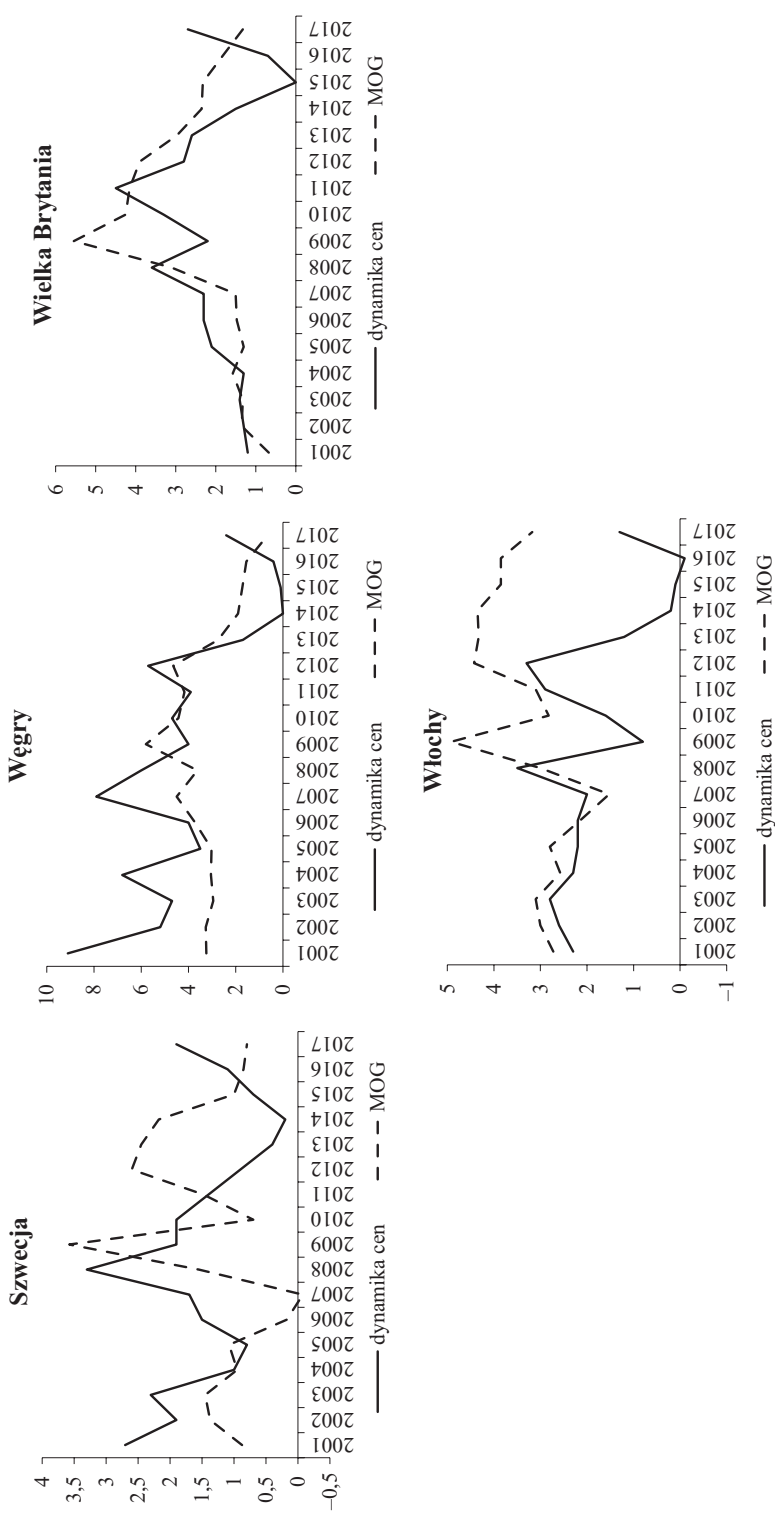
Zdecydowanie najsłabszym krajem pod względem MOG w XXI w. była Grecja (średnia wartość MOG ≤ 6). Dalej uplasowały się kraje z MOG w przedziale (4, 5): Hiszpania, Cypr, Chorwacja i Portugalia. Wszystkie te kraje w XXI w. odnotowały deflację w ujęciu średniorocznym i należą do czołówki pod tym względem. Wśród tych krajów są dwa z trzech, które odnotowały deflację średnioroczną w warunkach kryzysowych w 2009 r. (Hiszpania i Portugalia). Deflacji w tych krajach towarzyszyło znaczne pogorszenie sytuacji gospodarczej, mające odzwierciedlenie w nagłym wzroście MOG do relatywnie wysokich wartości. Można uznać, że oba kryzysowe przypadki przejawiają „złą” deflację (por. tabela 11).











Rysunek nr 25. Wartość MOG na tle dynamiki cen HICP w krajach UE28 w latach 2001–2017

Źródło: Na podstawie danych Eurostat.

Tabela nr 11. Ranking krajów UE28 pod względem MOG w wybranych okresach*

Kraj	Zakres czasowy rankingu		
	2001–2017	2009 r.	2013–2016
Austria	4	9	10
Belgia	11	10	16
Bułgaria	16	8	19
Chorwacja	26	18	25
Cypr	13	4	26
Czechy	9	12	5
Dania	2	5	9
Estonia	7	24	7
Finlandia	5	13	18
Francja	18	16	21
Grecja	28	23	28
Hiszpania	27	26	27
Holandia	5	5	12
Irlandia	14	25	4
Litwa	17	27	14
Luksemburg	1	2	2
Łotwa	20	28	17
Malta	8	1	1
Niemcy	10	11	3
Polska	23	5	15
Portugalia	25	20	24
Rumunia	21	22	6
Słowacja	24	20	20
Słowenia	15	15	22
Szwecja	3	3	8
Węgry	22	19	11
Wielka Brytania	12	17	13
Włochy	19	14	23

* Podrubiono wartości MOG powyżej średniej w UE.

W niektórych przypadkach kraje osiągnęły to samo miejsce w rankingu.

Źródło: Na podstawie danych Eurostat.

W powyższym zestawieniu najgorszych krajów pod względem MOG brakuje Irlandii, która dla całego okresu notowała MOG poniżej średniej dla UE28, a w ostatnim podokresie należała nawet do czołówki pod tym względem (4. miejsce w latach 2013–2016). Jednak w obliczu kryzysowych uwarunkowań deflacyjnych wartość MOG uległa znacznemu pogorszeniu. Irlandia, notując

deflację w latach 2009–2010, i to najgłębszą i najtrwalszą spośród krajów UE w XXI w., należała wtedy również do najgorszych krajów pod względem MOG. W 2009 r. było to 4. miejsce od końca, a w 2010 r. wartość maksymalna dla XXI w., licząc wszystkie kraje (11,9). Nawet Grecja w obliczu poważnych problemów gospodarczych w ostatnich latach uzyskiwała nieco niższą maksymalną wartość MOG w całym okresie badawczym (11,7 w 2013 r.). W takiej sytuacji deflacja w Irlandii w latach 2009–2010 może stanowić przykład „złej” jej odmiany. Nieco inna sytuacja pojawiła się w Irlandii w kolejnych latach. Od 2012 r. dynamika cen ulegała nieprzerwanemu osłabieniu, osiągając wartość ujemną w 2016 r. Dokonywało się to jednak w warunkach corocznej poprawy sytuacji gospodarczej zobrazowanej w postaci spadku wartości MOG. Deflacja w tym przypadku nie ma przejawów „złej” odmiany.

Jak pokazują powyższe dane, generalnie w większości krajów UE w 2009 r. nastąpił nagły wzrost wartości MOG, który przyjął wartości maksymalne, przy jednoczesnym osłabieniu dynamiki cen. Jest to zgodne ze wzorcem ukazany dla danych zagregowanych powyżej. W kilku jednak przypadkach nastąpiło odchylenie od wzorca. Zła sytuacja gospodarcza przypadła na późniejsze lata i towarzyszyła temu ujemna dynamika cen. Wystąpiła możliwość odnotowania „złej” deflacji. Warto się odnieść do wybranych przykładów bardziej szczegółowo⁵.

W Bułgarii, w obliczu nagłego osłabienia dynamiki cen w 2009 r., ale na wyraźnie dodatnim poziomie (powyżej 2%), nastąpiło tylko niewielkie pogorszenie MOG i nie była to wartość maksymalna w XXI w. W kolejnych latach dynamika cen jeszcze bardziej się osłabiła i dopiero w ostatnim podokresie osiągnęła wartości ujemne, a MOG – maksymalną dla największej stopy deflacji w 2014 r. W kolejnych latach nastąpiła zarówno poprawa wartości MOG, jak i pewne ożywienie dynamiki cen, chociaż nadal była ujemna w latach 2015 i 2016. Są to pewne przesłanki określenia tego przypadku mianem „złej” deflacji, jednak w 2017 r. nastąpiło wyjście z deflacji w warunkach polepszającej się sytuacji makroekonomicznej.

W Chorwacji przebieg obu szeregów czasowych był podobny jak w Bułgarii. Tutaj jednak pogorszenie MOG w 2009 r. było znaczne, ale również nie była to wartość maksymalna. W kolejnych latach MOG był nadal na wysokim poziomie, relatywnie wyższym niż w Bułgarii, przyjmując najwyższą wartość w 2013 r. Towarzyszyło temu osłabienie dynamiki cen, ale deflacja wystąpiła

⁵ W celu identyfikacji rozróżnienia powiązania analizowanych tutaj zmiennych dla UE28 w warunkach deflacji od nieujemnej dynamiki HICP wykorzystano współczynnik korelacji Tau Kendalla (program Gretl). Zróżnicowanie wyników dla poszczególnych krajów, w tym dla różnych podokresów, nie pozwala na zaprezentowanie spójnych wyników i wniosków. Jednak w wielu przypadkach zauważono zmianę kierunku zależności analizowanych zmiennych w warunkach deflacji i nieco szerzej – słabej dynamiki cen na ujemną. Zatem deflacja w wybranych przypadkach wiązała się z pogorszeniem sytuacji makroekonomicznej krajów.

dopiero w 2015 r. oraz 2016 r., przy ożywieniu gospodarczym. W 2017 r. nastąpiło wyjście z deflacji przy minimalnej wartości MOG, czyli w warunkach najlepszej sytuacji makroekonomicznej Chorwacji w XXI w. (analogicznej do 2007 r.). Zatem w tym przypadku występują wątpliwości w ocenie rodzaju deflacji.

Również w kilku innych krajach zła sytuacja gospodarcza utrzymywała się po kryzysie z 2009 r., a nawet w niektórych przypadkach pogarszała się pod koniec okresu badawczego i współwystępowała z deflacją. Przykładowo dla Cypru wartość maksymalna MOG przypadła na lata 2013 i 2014 i była dwa razy wyższa niż w 2009 r. Na tym tle w latach 2011–2014 nastąpił spadek inflacji oraz średnioroczna deflacja (HICP) w latach 2014–2016. Osłabienie dynamiki cen początkowo w latach 2011–2014, w tym pojawienie się deflacji w 2014 r., dokonywało się w warunkach pogarszającej się sytuacji makroekonomicznej (wzrost MOG). Deflacja w latach 2015–2016 współwystępowała z ożywieniem gospodarczym, które w 2017 r. przyczyniło się do wyjścia z deflacji. Ocena rodzaju deflacji na Cyprze ponownie nie jest jednoznaczna.

W Grecji wartość MOG wzrastała od 2006 r., by osiągnąć maksimum w 2013 r. Towarzyszyło temu osłabienie dynamiki cen od 2011 r., w tym deflacja w latach 2013–2015. Deflacja w Grecji zasługuje na określenie mianem „złej”, przede wszystkim w 2013 r. Ożywienie gospodarcze, mające odzwierciedlenie w spadku MOG, przyczyniło się do wyjścia z deflacji w latach 2016–2017.

Również w przypadku innych krajów w latach 2014–2016 nastąpiło osłabienie dynamiki ogólnego poziomu cen do wartości bliskich lub niższych od zera. Deflację średnioroczną odnotowały: Hiszpania, Litwa, Polska, Portugalia, Rumunia, Słowacja i Słowenia. Odbywało się to jednak w warunkach poprawy sytuacji gospodarczej zobrazowanej w postaci spadku wartości MOG. Deflację w tych przypadkach trudno określić mianem „złej”. Wynikała ona głównie z czynników po stronie podażowej, w tym przede wszystkim ze znacznego spadku cen ropy naftowej. O ile w 2014 r. spadek ten był jeszcze niewielki (kilkanaście procent), to w 2015 r. był bardzo duży i wyniósł około 50%. Doprowadziło to do ogólnoświatowej presji na obniżenie dynamiki ogólnego poziomu cen.

Powyższe próby oceny rodzaju deflacji należy traktować z pewną ostrożnością. Niemożliwe jest jednoznaczne rozgraniczenie „dobrej” i „złej” jej odmiany. Przeprowadzone badania mają na celu zdiagnozowanie przejawów wystąpienia w przypadkach poszczególnych krajów zagrożeń deflacyjnych charakterystycznych dla wzorca „złej” odmiany deflacji, zarysowanego w podrozdziale 1.4 tej pracy. Można przy tym zauważyć, porównując np. z historycznymi doświadczeniami Wielkiego Kryzysu czy nawet Japonii, że przykłady wystąpienia deflacji w UE w XXI w. są, po pierwsze, niezbyt trwałe, a po drugie, niezbyt głębokie. W uproszczeniu można również stwierdzić, że przypadki po-

dejrzone o wystąpienie „złej” deflacji dotyczą głównie małych, otwartych gospodarek, dla których uwarunkowania zewnętrzne są kluczowe w kształtowaniu wyników makroekonomicznych, w tym dynamiki ogólnego poziomu cen.

4.2. Ocena strategii polityki pieniężnej wobec deflacji w strefie euro

4.2.1. Strategiczne ramy polityki pieniężnej w Unii Europejskiej ze szczególnym uwzględnieniem strefy euro

Rozpatrzenie skutków zagrożeń deflacyjnych dla prowadzenia działań polityki pieniężnej w strefie euro, w tym w sferze strategicznej, wymaga wcześniejszej diagnozy typów strategii w UE, ze szczególnym uwzględnieniem EBC. Zestawienia w tym zakresie dokonano w tabeli nr 12. Przyjęto oznaczenia i nomenklaturę zaproponowaną w drugim rozdziale pracy. Bez względu na typ strategii w każdym przypadku celem nadrzędnym jest stabilność cen, co jest zgodne z konsensem we współczesnej polityce pieniężnej na świecie. W niektórych przypadkach jednak została ona określona *explicite*, a w niektórych *implicite*.

Przejrzysta definicja stabilności cen w postaci celu inflacyjnego, z ukazaniem charakterystyk, jak np. wartość, sposób pomiaru, horyzont czasowy, występuje w krajach stosujących BCI, co jest zgodne z istotą tej strategii. Dodatkowo stabilność cen została klarownie określona przez EBC, gdzie mimo że występuje strategia mieszana, to w dużym stopniu opiera się ona na BCI. Wśród krajów UE to właśnie strategia BCI dominuje. Stosowały ją także niektóre kraje, które wstąpiły to strefy euro, tym samym rezygnując z niej na rzecz strategii EBC (np. Finlandia, Hiszpania, Słowacja). Cele inflacyjne zostały określone w formie punktowej, z uwzględnieniem lub bez uwzględnienia dopuszczalnego pasma wahań. Wartości celów inflacyjnych są dość zbieżne i zawierają się w przedziale 1,5–4%. Wartości centralne celów obejmują węższy zakres 2–3%, co jest zgodne z ogólnoswiatowymi badaniami oraz praktyką w zakresie optymalnej stopy inflacji.

Pozostałe trzy kraje określają stabilność cen w sposób *implicite*, bez celu inflacyjnego. Stosują one strategię kontroli kursu walutowego, w każdym przypadku jednak w innej postaci. Kraje te różnią się stopniem usztywnienia kursu walutowego. W przypadku Bułgarii kurs jest najbardziej sztywny, jego kontrola odbywa się w ramach systemu izby walutowej. W tym przypadku dyskrejonalność działań monetarnych jest znikoma, w szczególności w kontekście elastycznych, dostosowawczych działań antydeflacyjnych. Dodatkowo brak klarownie

Tabela nr 12. Strategie polityki pieniężnej w UE28 (stan na koniec 2017 r.)

Kraj/unia	Typ strategii	Cel
Strefa euro	mieszana, dwufilarowa: BCI + elementy KPP	cel: stabilność cen; cel inflacyjny: poniżej, ale blisko 2%
Bułgaria	KKW	cel: stabilność waluty, stabilność cen cel pośredni: sztywne powiązanie lewa wobec euro w ramach izby walutowej
Chorwacja	KKW	cel: stabilność cen cel pośredni: kontrola kursu kuny wobec euro w systemie kierowanego kursu płynnego
Czechy	BCI	cel: stabilność cen; cel inflacyjny: 2% +/- 1 pkt proc.
Dania	KKW	cel finalny: stabilność cen cel pośredni: kontrola kursu walutowego w paśmie wahań +/- 2,25 pkt proc. wobec parytetu centralnego korony do euro w ramach ERM2
Polska	BCI	cel: stabilność cen; cel inflacyjny: 2,5% +/- 1 pkt proc.
Rumunia	BCI	cel: stabilność cen; cel inflacyjny: 2,5% +/- 1 pkt proc.
Szwecja	BCI	cel: stabilność cen; cel inflacyjny: 2%
Węgry	BCI	cel: stabilność cen; cel inflacyjny: 3% +/- 1 pkt proc.
Wielka Brytania	BCI	cel: stabilność cen; cel inflacyjny: 2%

Źródło: Na podstawie stron internetowych poszczególnych banków centralnych.

określonej wartości docelowej inflacji utrudnia kontrolę oczekiwań inflacyjnych, a w szczególności ich pobudzanie w warunkach wyjścia z deflacji. Strategia ta sprawdza się przede wszystkim w warunkach procesu dezinflacji.

W przypadku Danii kurs jest mniej sztywny. Jego kontrola odbywa się w ramach ERM2 i polega na utrzymywaniu jego wahań w paśmie +/-2,25 pkt proc. wobec parytetu centralnego korony do euro. Występuje zatem możliwość nieco bardziej dyskrecjonalnych działań w kontekście stabilizacji dynamiki cen. Mogłaby ona być większa przy szerszym paśmie wahań kursowych (np. +/-15 pkt proc. w ramach ERM2). Ze względu na występowanie sztywnego kursu w przypadku obu krajów występuje, choćby w perspektywie działań niestandardowych, możliwość przeprowadzenia dewaluacji kursu, choćby w warunkach działań antydeflacyjnych (zob. podrozdział 2.2).

Natomiast władze gospodarcze w Chorwacji kontrolują kurs w ramach tzw. kierowanego kursu walutowego. Jest to system najbardziej elastyczny, w którym swoboda działań monetarnych jest relatywnie duża. Nie występuje dopuszczalne pasmo wahań kursowych, a interwencje odbywają się w sposób pośredni, rynkowy. Pozytywnym aspektem tej strategii w kontekście dzia-

łań antydeflacyjnych jest „wmontowana” możliwość interwencji walutowych jako dodatkowego instrumentu banku centralnego. Pewną wadą natomiast jest brak ilościowo określonego celu dotyczącego stabilności cen, w szczególności w przypadku kraju rozwijającego się. Należy przypomnieć, że nawet kraje wysoko rozwinięte o zaawansowanym systemie finansowym i bankowości centralnej, jak np. Stany Zjednoczone (2012 r.) i Japonia (2013 r.), po bardzo długim czasie i burzliwych dyskusjach, zarówno w kręgach akademickich, jak i praktyki polityki pieniężnej, zdecydowały się sformułować stabilność cen w sposób bardziej *explicite* i wprowadzić cel inflacyjny. Przyczyniły się do tego uwarunkowania kryzysowe i deflacyjne pierwszej dekady XXI w., a w przypadku Japonii – ponaddwudziestoletnia nieskuteczna antydeflacyjna polityka gospodarcza. W przypadku Chorwacji można to jednak uzasadnić faktem, że jest to mała gospodarka otwarta i dynamika ceny zależy od czynników zewnętrznych, w związku z czym trudno ją precyzyjnie kontrolować. Kontrola kursu stanowi natomiast element dbania o stabilność finansową, którą w tym przypadku można uznać za cel taktyczny⁶.

Jak ukazano w poprzednim podrozdziale, większość doświadczeń deflacyjnych w XXI w. w UE odnotowano w strefie euro. Należy zatem poddać szczegółowej analizie strategię polityki pieniężnej EBC. Żaden kraj spoza strefy euro nie odnotował średniorocznej deflacji w 2009 r. Natomiast w ostatnich latach były to jedynie cztery kraje: Bułgaria, Chorwacja, Polska i Rumunia. Warto zwrócić uwagę, że dwa pierwsze kraje stosują strategię KKW, a dwa kolejne – BCI. Gorsze wyniki makroekonomiczne towarzyszyły jednak doświadczeniom deflacyjnym Bułgarii i Chorwacji. Wartość wskaźnika MOG w tych krajach w latach 2013–2017 była relatywnie wysoka i kształtowała się powyżej średniej dla UE28. W Polsce i Rumunii wartości MOG były natomiast poniżej średniej UE28. Takie obserwacje mogą stanowić przejaw większej adekwatności strategii BCI do uwarunkowań deflacyjnych i kryzysowych. Nie pogłębiając w tym miejscu analizy porównawczej w tym zakresie, m.in. ze względu na ograniczoną liczbę przypadków, warto przejść do diagnozy strategii polityki pieniężnej w strefie euro.

Ogólny kształt strategii w zakresie celów i instrumentów jest zgodny z konsensem ogólnoswiatowym. Nadrzędnym celem jest stabilność cen, a podstawowym instrumentem – krótkookresowa stopa procentowa. Specyficzną cechą strategii jest natomiast powiązanie sfery instrumentów i celu, które przesądza o mieszanym typie strategii EBC, niemającym naśladowcy na całym świecie⁷.

⁶ Zarys strategii polityki pieniężnej w krajach UE spoza strefy euro został przedstawiony przez Polańskiego (2014, s. 82–92; 2015, s. 76–91), ze szczególnym uwzględnieniem cech ich systemów kursowych.

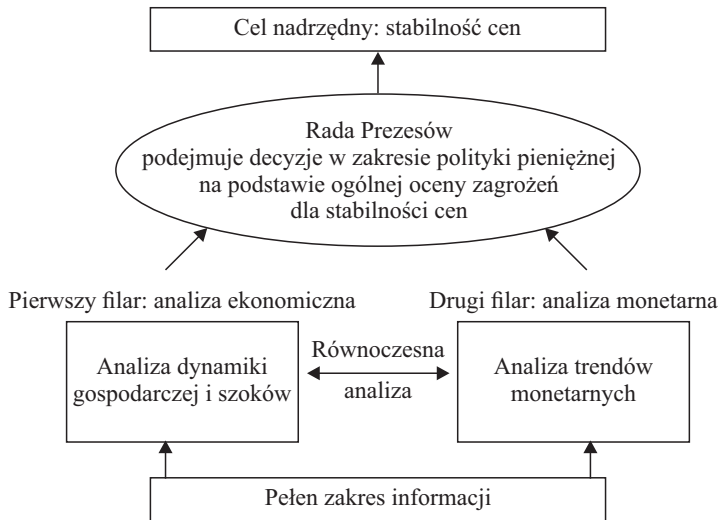
⁷ Kłarowny zarys koncepcji strategii EBC przedstawia Polański (2014, s. 63–67; 2015, s. 54–76).

Działania monetarne w europejskiej unii walutowej odzwierciedlają połączenie dwóch typów strategii: głównie BCI oraz elementów KPP. Jest to zatem strategia mieszana, dwufilarowa, której dodatkową cechą jest jednolitość wobec krajów członkowskich. Akcesją do strefy euro oznacza bowiem dla poszczególnych krajów członkowskich z założenia nieodwracalne usztywnienie kursu połączone z rezygnacją z własnej waluty na rzecz euro. Takie cechy należy wziąć pod uwagę przy analizie i ocenie strategii EBC, w szczególności w obliczu deflacji.

Geneza mieszanego charakteru strategii EBC wynika z faktu, że w następstwie dyskusji nad kształtem polityki pieniężnej przyszłej unii walutowej, jeszcze przed jej utworzeniem, sformułowano pogląd, że najlepiej byłoby, gdyby odzwierciedlała strategię najbardziej wiarygodnego banku centralnego kraju wchodzącego do unii. Za taki bank powszechnie uważano niemiecki Bundesbank realizujący strategię KPP. Jednak w tym czasie bardzo powszechna była już strategia BCI. W ten sposób powstał dylemat, który z tych typów strategii wybrać. Badania ekspertów Europejskiego Instytutu Walutowego wykazały, że możliwe jest zastosowanie kombinacji obu wariantów, która będzie się opierać na dwóch filarach (analiza ekonomiczna i monetarna) odzwierciedlających oba typy strategii (por. Svensson, 2000b). Schemat typu strategii EBC został przedstawiony na rysunku nr 26.

Pierwszy filar, będący odzwierciedleniem strategii BCI, polega na analizie wszelkich danych makroekonomicznych, które mogą mieć wpływ na osiągnięcie stabilności cen. Jest to zatem charakterystyczne dla tej strategii podejście wieloparametryczne, a zarazem bezpośrednie. Wieloczynnikowa analiza ekonomiczna jest generalnie charakterystyczna dla współczesnej polityki pieniężnej na całym świecie, opartej na podejściu bezpośrednim. Założenia dotyczące tego filaru nie budzą wątpliwości w kontekście typu strategii EBC.

Drugi filar posiada elementy strategii KPP i sprawdza się do prowadzenia analiz monetarnych, w tym podaży pieniądza, która nie stanowi jednak celu monetarnego (ECB, 2001, s. 47). Jeszcze do 2003 r. EBC przyjmował i ogłaszał tzw. wartość referencyjną dla tempa wzrostu agregatu M3, który stanowi w tej strategii podstawowy miernik podaży pieniądza. Obecnie filar ten ma charakter bardziej ogólny i odnosi się do szeroko pojętej analizy monetarnej, w szczególności w długiej perspektywie czasowej. Oba filary są poddawane równoczesnej analizie i na tej podstawie są podejmowane odpowiednie działania w celu osiągnięcia w średnim okresie stabilności cen. Można zauważyć, że sformułowana w ten sposób strategia jest zbliżona do strategii BCI w „czystej” postaci, a jedyną zasadniczą różnicą jest wyróżnienie, wśród wszystkich rozważanych przez EBC zmiennych ekonomicznych, roli podaży pieniądza, która i tak w oczach wielu autorów jest podważana (Drop i Wojtyna, 2001, s. 43, 44).



Rysunek nr 26. Schemat strategii Europejskiego Banku Centralnego

Źródło: (European Central Bank, 2011; <https://www.ecb.europa.eu/mopo/strategy/html>, dostęp: 30.07.2018 r.).

Można przytoczyć zarówno argumenty za, jak i przeciw monetarnemu filarowi strategii EBC. Skoro podaż pieniądza nie odgrywa tutaj roli celu, a jedynie wartości referencyjnej, to wątpliwa jest zasadność wyraźnego jej ukazywania w ramach strategicznych, ponieważ podaż pieniądza i tak stanowi ważny wyznacznik podejmowania decyzji w bankach centralnych w ramach podejścia wieloparametrycznego. Poza tym rola podaży pieniądza w strategiach polityki pieniężnej w ostatnich kilkudziesięciu latach na całym świecie uległa osłabieniu w związku z trudnościami, po pierwsze, jej kontroli, a po drugie, określenia jej wpływu na cel finalny (por. podrozdział 2.1.1). Powyższe problemy pojawiają się zwłaszcza w strefie euro, gdzie mamy do czynienia z wykorzystaniem zagregowanej miary podaży pieniądza i dynamiki cen dla całej unii. Wątpliwa jest z jednej strony skuteczna kontrola szerokiego agregatu M3 przy wykorzystaniu jednolitych instrumentów, a z drugiej strony – określenie przewidywalnego wpływu agregatu monetarnego na dynamikę cen. Taki kanał oddziaływania impulsów monetarnych jest dodatkowo utrudniony w warunkach niskiej inflacji i deflacji, w tym w warunkach DGNSP i pułapki płynności.

W kontekście argumentów za wykorzystaniem analiz monetarnych w ramach strategii EBC wskazuje się, że nadają one polityce ukierunkowanie na długą perspektywę czasową. O ile analiza ekonomiczna stanowi pomost między krótkim i średnim horyzontem czasowym, to analiza monetarna stanowi pomost między średnim i długim horyzontem polityki pieniężnej. Analiza monetarna odnosi się do zmian w zakresie podaży pieniądza i kredytu oraz ich konsekwen-

cji dla przyszłej dynamiki cen i wzrostu gospodarczego. Zakłada się, że w ramach analizy monetarnej wykorzystuje się szeroki zakres instrumentów, który jest redefiniowany i poszerzany. W szczególności w centrum zainteresowania jest agregat M3, jego wartość, składowe, a także pochodne miary podaży pieniądza⁸.

Bez wątplenia pozytywną cechą analiz monetarnych jest ukierunkowanie na przyszłość, co jest istotną składową instytucjonalnych uwarunkowań współczesnej polityki pieniężnej. Przede wszystkim takie nastawienie jest potrzebne w ramach polityki prewencyjnej wobec wystąpienia deflacji. Dodatkowo analizy monetarne przyczyniają się do stabilności finansowej, jednego obecnie z kluczowych zadań EBC, obok polityki pieniężnej (<https://www.ecb.europa.eu/ecb/tasks/stability/html/index.en.html>, dostęp: 17.03.2017 r.). Wpisują się zatem w dyskusję nad współwystępowaniem stabilności cen i stabilności finansowej jako celów banku centralnego, w szczególności w obliczu uwarunkowań kryzysowych i deflacyjnych oraz w kontekście zwiększenia roli stabilności finansowej (por. podrozdział 2.3.1).

Jeśli chodzi o sferę celów w strategii EBC, to stabilność cen jest w tym przypadku wyraźnie ilościowo określona w formie celu inflacyjnego. Rada Prezesów w 1998 r. ustaliła, że jest to inflacja poniżej 2%, mierzona HICP rok do roku. Cel ma być realizowany w perspektywie średniookresowej (ECB, 1998). Pewne wątpliwości co do precyzji wartości celu i możliwości jego rozumienia jako pasma wahań dynamiki cen (0; 2%) spowodowały doprecyzowanie definicji w 2003 r., ze wskazaniem, że inflacja ma być bliska docelowej wartości 2% (ECB, 2003; <https://www.ecb.europa.eu/mopo/strategy/pricesta/html/index.en.html>, dostęp: 15.03.2017 r.).

Taką korektę należy ocenić pozytywnie z punktu widzenia „makroekonomii deflacji”. Po pierwsze, daje ona pewną barierę bezpieczeństwa przed wystąpieniem deflacji, bowiem cel w takiej postaci wyłącza z pewnością ujemną i zerową dynamikę cen, a także bardzo niską. Trudno jednak powiedzieć, jaka wartość inflacji jest bliska 2% i w związku z tym, ile dokładnie wynosi bariera bezpieczeństwa. Po drugie, korekta powoduje, że cel stał się bardziej symetryczny i zasadniczo ma charakter punktowy. Równie negatywnie są odczytywane przez decydentów i podmioty sektora prywatnego odchylenia w górę (zbyt wysokiej inflacji), jak i w dół (zbyt niskiej i ujemnej dynamiki cen). Również w tym przypadku występuje jednak pewna nieprecyzyjność, wynikająca ze sformułowania „poniżej” użytego w definicji. Większa symetria występowałaby w przypadku zwykłego celu punktowego o wartości 2%.

⁸ Dokładna definicja (w tym składowe) agregatu M3 zostały przedstawione na stronie internetowej EBC (<https://www.ecb.europa.eu/mopo/strategy/monan/html/index.en.html>, dostęp: 16.03.2017 r.).

Dodatkową wątpliwość budzi sama wartość celu. Należy zadać pytanie, czy daje ona wystarczającą barierę antydeflacyjną i maksymalnie redukuje koszty zbyt niskiej inflacji. Sama 2-procentowa wartość znajduje się raczej w dolnym przedziale wskazywanej w badaniach teoretycznych i praktyce wartości optymalnej inflacji (najczęściej 2–3%). W przypadku strefy euro pojawia się jednak dodatkowy argument na rzecz podwyższenia wartości docelowej, w postaci różnic w dynamice ogólnego poziomu cen krajów członkowskich. Problem wynika z tego, że chociaż instrumenty polityki pieniężnej i założony cel inflacyjny są jednolite dla wszystkich członków, to wynik w postaci stóp inflacji może być różny w różnych krajach. Regionalne różnice dynamiki ogólnego poziomu cen sprawiają, że jeśli cel inflacyjny EBC będzie zbyt niski, to niektóre z gospodarek mogą doświadczać nawet deflacji, mimo spełnienia celu w ujęciu średnim.

Może się pojawić niedopasowanie stosowanych przez EBC narzędzi do dynamiki cen w poszczególnych krajach. EBC bowiem przy podejmowaniu decyzji co do stóp procentowych bierze pod uwagę głównie średnią dynamikę cen. Dla państw, w których inflacja jest relatywnie wysoka, instrumenty mogą się okazać zbyt ekspansywne, powodując jeszcze większą presję inflacyjną. Natomiast dla państw o niskiej inflacji (lub ewentualnie deflacji) mogą być zbyt restrykcyjne, powodując niepożądany spadek aktywności gospodarczej oraz inflacji (ewentualnie zagrożenia deflacyjne). Aby zredukować możliwość wystąpienia deflacji, sugeruje się przyjęcie za cel wspólnotowej polityki pieniężnej relatywnie wyższej niż w przypadku pojedynczego kraju stopy inflacji. Jej wartość powinna być taka, aby stanowiła wystarczającą antydeflacyjną barierę ochronną przed deflacją dla państw członkowskich strefy euro, w szczególności charakteryzujących się obniżoną dynamiką cen.

Zróżnicowania, o których tutaj mowa, wynikają przede wszystkim z asymetrii szoków dotykających poszczególne kraje oraz odmienności mechanizmów ich transmisji. Dodatkowo należy podkreślić znaczenie efektu Harroda-Balassy-Samuelsona. Dotyczy on głównie krajów, które charakteryzują się relatywnie wysokim tempem wzrostu wydajności produkcji dóbr wymiennych. Wzrost ten prowadzi pośrednio do realnej aprecjacji kursu waluty, która może zostać zaabsorbowana albo poprzez aprecjację nominalną, albo też poprzez wyższe tempo wzrostu cen krajowych. Efekt H-B-S polega na tym, że szybki wzrost produktywności w sektorze dóbr wymiennych prowadzi do wzrostu płac w tym sektorze, cena bowiem na te dobra jest egzogeniczna i kształtuje się na rynku światowym. Ponieważ mamy do czynienia z doskonałą mobilnością kapitału i siły roboczej między sektorem dóbr wymiennych i niewymiennych, płace w tym drugim sektorze również wzrosną, tutaj jednak tempo wzrostu produktywności jest niższe. Wzrost płac przełoży się na wzrost cen w sektorze dóbr niewymiennych, a w konsekwencji na wzrost ogólnego poziomu cen (Chmielewski, 2003). Ostatecznie kraje o wysokim tempie wzrostu produk-

tywności, przede wszystkim małe otwarte gospodarki krajów wschodzących, będzie potencjalnie charakteryzowała wyższa inflacja w porównaniu do krajów o mniejszym tempie wzrostu produktywności (lecz nie niższym poziomie, w tym w ujęciu PKB *per capita*, por. przede wszystkim kraje wysoko rozwinięte). Inflację wynikającą z efektu H-B-S można określić mianem „dobrej”. Wynika to z redukcji dystansu między gospodarkami wysoko i mniej rozwiniętymi. Niewskazane jest zatem podejmowanie działań w celu redukcji tego typu inflacji. Powinna ona być w kalkulowana w cel inflacyjny poszczególnych krajów, a w konsekwencji w definicję stabilności cen EBC⁹.

4.2.2. Realizacja polityki pieniężnej Europejskiego Banku Centralnego w XXI wieku w warunkach kryzysu i deflacji

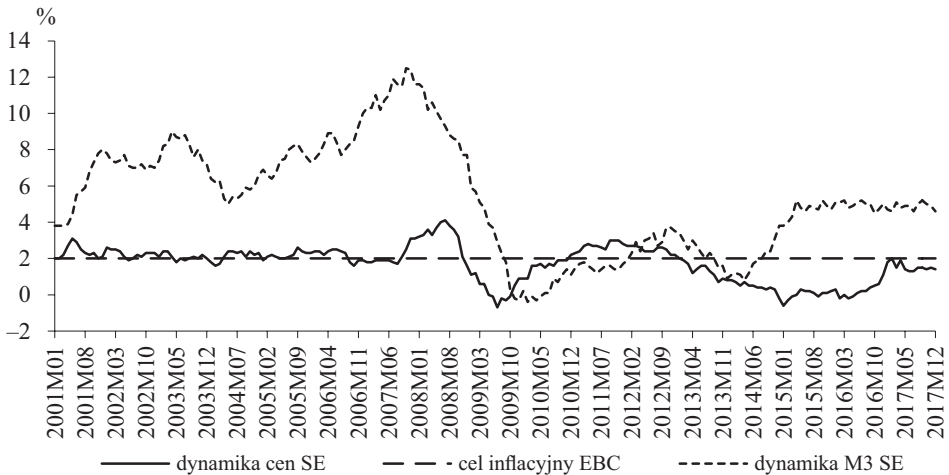
W celu weryfikacji skuteczności i dopasowania strategicznego polityki pieniężnej EBC należy się odnieść do obu filarów strategii. W tym celu w pierwszej kolejności dokonano zestawienia uśrednionej dynamiki cen (HICP) na tle celu inflacyjnego oraz dynamiki podaży pieniądza M3. Badania w tym zakresie dla XXI w. w ujęciu miesięcznym (rok do roku) przedstawia rysunek nr 27. W latach 2001–2007 inflacja w strefie euro była dość stabilna i kształtowała się na poziomie zbliżonym do 2%, jednak częściej go przewyższającym. Średnia dla tego okresu wyniosła 2,2%, a odchylenie standardowe jedynie 0,3. Wartość minimalna wyniosła 1,6%, a maksymalna 3,1%. Trudno w tym przypadku mówić o zagrożeniach deflacyjnych.

Na tym tle bardzo niestabilna była dynamika M3, co ukazuje zasadność rezygnacji z wartości referencyjnej od 2003 r. Jedynie w pierwszych pięciu miesiącach rozpatrywanego podokresu była ona poniżej wartości referencyjnej, a w kolejnych 84 powyżej. Średnia wyniosła aż 7,7%, a odchylenie standardowe 2.

W latach 2008–2017 dynamika cen w ujęciu HICP okazała się mniej stabilna, a skuteczność realizacji celu inflacyjnego niska. Dynamika cen rzadko się kształtowała na poziomie 2%. Występowały znaczne odchylenia zarówno w górę, jak i w dół. Odchylenie standardowe wyniosło 1,2, wartość minimalna –0,7%, a maksymalna 4,1%, przy średniej 1,4%. W ośmiu miesiącach wystąpiła deflacja w średnim ujęciu dla całej strefy euro. Również niestabilna okazała się dynamika podaży pieniądza. Mimo że średnia dla tego podokresu była niższa niż w poprzednim (3,6%), to odchylenie standardowe było wyższe (2,6). W warunkach ujemnej dynamiki cen średnia dynamika podaży pieniądza wyniosła również 3,6%. Dopiero w latach 2015–2017 wystąpiła stabilizacja

⁹ Szczegółowy opis polityki pieniężnej EBC na tle integracji w Europie można znaleźć np. w: (Masuch i Brand, 2002, s. 236–244; Szelaąg, 2003a; 2003b).

dynamiki M3, co ciekawe, na poziomie zbliżonym do wartości referencyjnej obowiązującej do 2003 r. (4,5%). Średnia wyniosła 4,8%, a odchylenie standardowe jedynie 0,3. Stabilizacja ta wystąpiła w warunkach słabej dynamiki cen, w tym ujemnej i poniżej wartości docelowej. W znacznym stopniu wynikała ona z zastosowanych w tym okresie na dużą skalę instrumentów niestandardowych, które wpływały ekspansywnie i dalej stabilizująco na podaż pieniądza (zob. dalej).

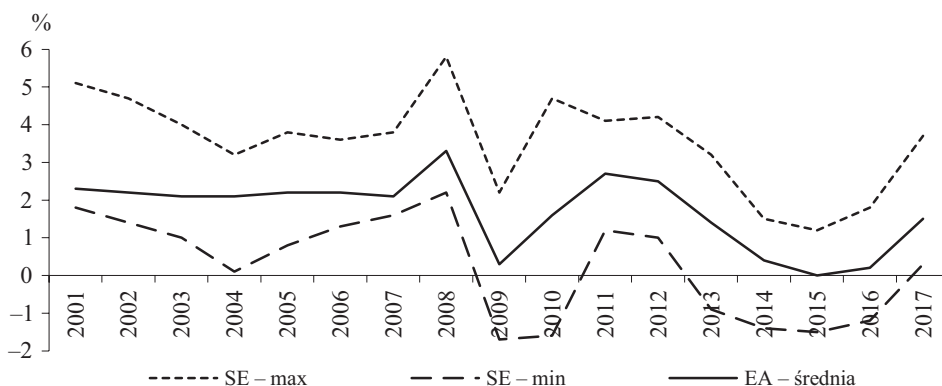


Rysunek nr 27. Dynamika cen i podaży pieniądza w strefie euro na tle celu inflacyjnego w latach 2001–2017

Źródło: Na podstawie danych Eurostat.

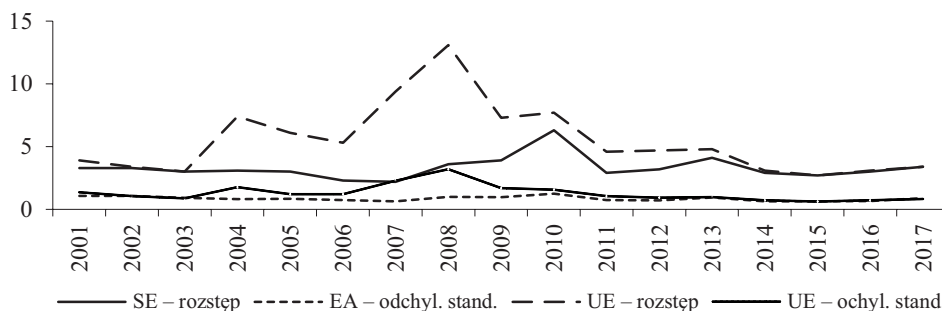
W XXI w. trudno się doszukiwać klarownego, kontrolowanego powiązania między dynamiką podaży pieniądza i poziomem cen. Pewna zbieżność rozpatrywanych szeregów czasowych wystąpiła w latach 2009–2014, przy czym dla dynamiki M3 była opóźniona w stosunku do dynamiki cen. Odbywało się to w warunkach kryzysu finansowego i gospodarczego, a także słabej i ujemnej dynamiki cen oraz podaży pieniądza. Natomiast należy zwrócić uwagę, że trwające od listopada 2007 r. nagłe i głębokie załamanie tendencji wzrostowej M3 było zapowiedzią deflacji. Jest to dowód na możliwości informacyjne podaży pieniądza co do dynamiki cen w przyszłości, w szczególności deflacji i powiązanej z nią niestabilności finansowej. Fakt ten może stanowić pewien empiryczny argument na rzecz drugiego, monetarnego filaru strategii EBC.

Na realizację celu inflacyjnego EBC należy również spojrzeć z perspektywy regionalnego zróżnicowania dynamiki cen wśród krajów członkowskich. Na rysunkach nr 28 i 29 zostały zaprezentowane różne miary w tym zakresie obliczone na podstawie średniorocznej dynamiki HICP. Uwzględniono w tym przypad-



Rysunek nr 28. Minimalna, maksymalna i średnia dynamika HICP w krajach strefy euro w latach 2001–2017

Źródło: Na podstawie danych Eurostat.



Rysunek nr 29. Rozstęp i odchylenie standardowe HICP w krajach strefy euro i Unii Europejskiej w latach 2001–2017

Źródło: Na podstawie danych Eurostat.

ku zmienność struktury podmiotowej strefy euro i UE. Wzięto pod uwagę kraje, które w danym roku były członkami odpowiednio obu grup członkowskich.

Na rysunku nr 28 widać, że choć w całej strefie euro w okresie badawczym nie wystąpiła deflacja w ujęciu średnim, to niektóre kraje jej doświadczały. Miało to miejsce zawsze wtedy, gdy dynamika cen w strefie euro była poniżej celu inflacyjnego EBC. Można zatem stwierdzić, że bariera bezpieczeństwa przed regionalnym wystąpieniem deflacji w postaci celu EBC byłaby wystarczająca, gdyby był on skutecznie realizowany.

Zróznicowania dynamiki cen w postaci rozstępu i odchylenia standardowego zostały zobrazowane na rysunku nr 29. Wielkość rozstępu bezpośrednio wynika z danych na poprzednim rysunku. Dla strefy euro jest on znaczny, a zarazem

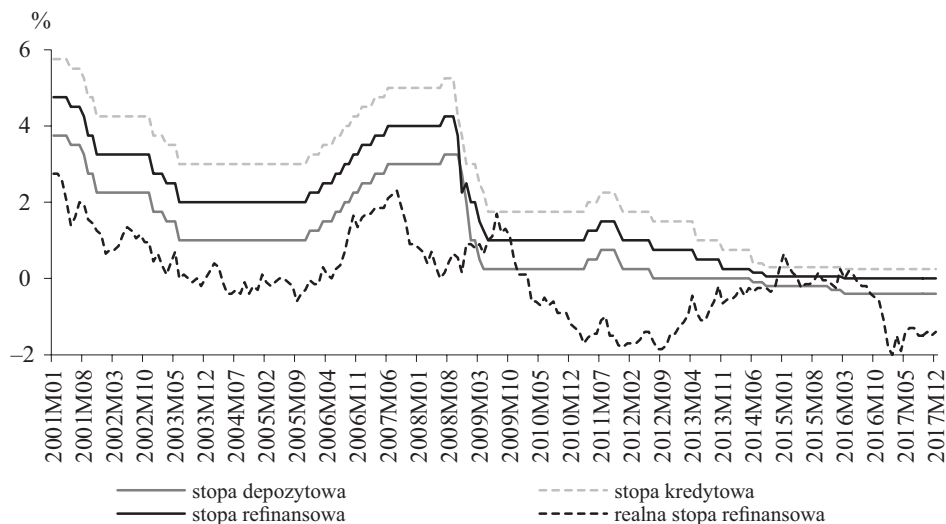
niestabilny i waha się w granicach 2,2–6,3. Dla całej UE zróżnicowania rozstępu są jeszcze większe i kształtują się między 2,7 a 13,1. Wskazuje to na zagrożenia poszerzenia strefy euro, przy niewłaściwej konwergencji nominalnej, a w szczególności w stosunku do kryterium z Maastricht dotyczącego dynamiki cen. Pozytywnym zjawiskiem jest natomiast spadkowa tendencja rozstępu dla krajów UE i zrównanie w ostatnich latach z rozstępem dla strefy euro. Podobne wnioski można sformułować, obserwując wartości odchylenia standardowego. Dla strefy euro było ono niższe i wahało się w granicach 0,63–1,25, przy średniej 0,86, a dla UE w granicach 0,62–3,19, przy średniej 1,32. Podobnie jak przy rozstępie, w ostatnich latach wystąpiła zbieżność w tym zakresie, co pozytywnie świadczy o krajach UE spoza strefy euro, utrzymujących dyscyplinę w zakresie dynamiki cen, a z drugiej strony wskazuje na to, że coraz mniej krajów nie należy do europejskiej unii walutowej. Dodatkowo może to być powiązane z występowaniem w ostatnich dwóch latach w Europie deflacji (głównie w ujęciu rok do roku) o charakterze popytowym. Wystąpiło silne powiązanie spadku dynamiki ogólnego poziomu cen ze spadkiem cen surowców, w tym ropy naftowej, na rynkach światowych. Ogólnie można ocenić, że o ile zróżnicowania dynamiki cen w UE i strefie euro nadal występują, to w warunkach pokryzysowej stabilizacji uległy one redukcji i stabilizacji. Władze pieniężne w strefie euro powinny rozważać w długim horyzoncie czasowym dopasowanie wartości celu inflacyjnego pod kątem omawianych tutaj zróżnicowań, np. poprzez uwzględnienie wielkości rozstępu lub odchylenia standardowego (por. formuła 2.5 w podrozdziale 2.3.1), w szczególności pod kątem dalszego poszerzania UGW i w kontekście wyznaczania wartości referencyjnej dla inflacyjnego kryterium z Maastricht. Należy przy tym zaznaczyć, że choć zróżnicowania dynamiki cen w strefie euro komplikują realizację oraz wyznaczanie wartości celu, to jednak nie podważają typu strategii realizowanej przez EBC. Analizowany problem wynika nie z jej wadliwości, ale z niedoskonałości samej unii walutowej, niespełniającej warunków optymalnego obszaru walutowego, a opartej na jednolitej polityce pieniężnej. Zróżnicowania dynamiki cen będą zatem stanowić strategiczne uwarunkowanie jednolitej, unijnej polityki pieniężnej, niezależnie od typu strategii.

W ramach oceny realizacji polityki pieniężnej w strefie euro należy się odnieść do sfery instrumentów EBC, zarówno do aspektu ilościowego, jak i jakościowego. Kryzys i deflacja w XXI w. wywołały konieczność nie tylko zmiany wartości dostępnych instrumentów, ale – co ważniejsze z punktu widzenia strategicznego – wykorzystania nowych, niestandardowych instrumentów. W ten sposób bowiem wystąpiły przesłanki korekty ram strategicznych polityki pieniężnej.

Podstawowym standardowym instrumentem EBC są krótkoterminowe stopy procentowe dotyczące operacji otwartego rynku oraz depozytowo-kredytowych:

- stopa refinansowa – dotycząca podstawowych operacji refinansujących o zapadalności jednego tygodnia (MRO, ang. *main refinancing operations*),
- stopa depozytowa – dotycząca transakcji depozytowych *overnight*,
- stopa kredytowa – dotycząca transakcji kredytowych *overnight*.

Rysunek nr 30 przedstawia kształtowanie się podstawowych stóp EBC w ujęciu nominalnym oraz stopy refinansowej dodatkowo w ujęciu realnym. W tym przypadku urealnienie nastąpiło poprzez odjęcie stopy dynamiki cen mierzonej HICP rok do roku w strefie euro¹⁰.



Rysunek nr 30. Stopy procentowe EBC w latach 2001–2017

Źródło: Na podstawie danych Eurostat oraz (https://www.ecb.europa.eu/stats/policy_and_exchange_rates/key_ecb_interest_rates/html/index.en.html dostęp: 30.07.2018 r.).

Po wielokrotnych podwyżkach stóp procentowych w okresie między końcem 2005 r. a połową 2008 r., w obliczu deflacji i kryzysu nastąpiła nagła i znaczna ich obniżka. Stopy nominalne w ciągu około pół roku spadły o 3 pkt proc. Nie został jednak jeszcze wtedy osiągnięty poziom zerowy przez żadną z nich. Najniższa stopa depozytowa wyniosła 0,25%. Po około dwuletniej stabilizacji, w obliczu ożywienia cen ponad cel inflacyjny, stopy zostały podniesione w kwietniu oraz lipcu 2011 r. Decyzje te z perspektywy czasu były nietrafne, bo już po kilku miesiącach dynamika cen uległa osłabieniu, a stopy ponownie obniżono, i to wielokrotnie. W obliczu kolejnego cyklu deflacyjnego stopy osią-

¹⁰ Takie obliczenia mają charakter uproszczony. Właściwe postępowanie powinno polegać na odjęciu dynamiki cen dla poszczególnych krajów, by uzyskać zróżnicowane stopy realne dla poszczególnych krajów członkowskich. Dla celów niniejszego opracowania w powyższym kontekście uproszczenie wydaje się uzasadnione.

nęły poziom zerowy, stopa depozytowa w lipcu 2012 r., a refinansowa w marcu 2016 r. Stopa depozytowa od czerwca 2014 r. osiągnęła nawet wartości ujemne, by pod koniec 2017 r. wynieść $-0,4\%$. W przypadku strefy euro można zatem mówić nie tylko o zjawisku zerowej granicy nominalnych stóp procentowych, ale także o ujemnej, dolnej granicy nominalnych stóp procentowych.

Na szczególnie komentarz zasługuje nie tylko redukcja nominalnych stóp procentowych EBC do niskich wartości, ale także zmiana relacji między nimi. Od początku XXI w. do kwietnia 2009 r. różnica między stopami (zarówno między kredytową i refinansową, jak i refinansową i depozytową) była stała i wynosiła 1 pkt proc. W maju 2009 r., w obliczu uwarunkowań kryzysowych i deflacyjnych, relacja między stopami zmieniła się, została zmniejszona do 0,75 pkt proc., z kolei w maju 2013 r. do 0,5 pkt proc. Natomiast w listopadzie 2013 r. zmieniono jedynie (obniżono) wartości stóp refinansowej i depozytowej, tym samym powodując, że różnice między stopami stały się po raz pierwszy asymetryczne. Do końca okresu badawczego relacje te ulegały dalszym zmianom. Nie rozpatrując szczegółowo konsekwencji takich działań¹¹, można uznać, że zmiana relacji między wartościami „portfela” stóp procentowych banku centralnego stanowi dodatkowo, swoisty instrument polityki pieniężnej, w szczególności w obliczu możliwości wystąpienia DGNSP. Jednocześnie pozytywnie należy ocenić „poszukiwania” nowych rozwiązań przez decydentów EBC, a w konsekwencji otwartość na możliwości modyfikacji strategii w obliczu zagrożeń deflacyjnych (por. dalsza analiza instrumentów niestandardowych).

Na tym tle warto się odnieść do kształtowania się realnej stopy procentowej, w tym przypadku refinansowej. Od początku XXI w. do połowy 2007 r., w warunkach pozytywnej dynamiki cen i braku ograniczenia nominalnych stóp procentowych, obserwujemy dużą zbieżność dynamiki stopy realnej ze stopami nominalnymi. Do połowy 2003 r. wystąpiła tendencja spadkowa porównywalnych stóp, dalej ich stabilizacja i wreszcie od końca 2005 r. tendencja wzrostowa. Okres zarówno bezpośrednio przed kryzysem, jak i późniejszy przyniósł niestabilność obserwowanej wcześniej zgodności.

W obliczu rozpoczęcia się kryzysu i pojawienia się deflacji na przełomie 2008/2009 r. redukcja stóp nominalnych nie przyniosła spadku stopy realnej, a w szczególności ujemnej jej wartości. Co więcej, stopa realna w tym czasie wzrastała aż do lipca 2009 r., pogłębiając zjawiska deflacyjne w strefie euro. Dopiero w kolejnych miesiącach stopa spadała, by przez wiele miesięcy, między marcem 2010 r. i listopadem 2014 r., osiągać wartości ujemne. Jednak w warunkach wystąpienia ZGNSP od końca 2012 r. wystąpiła tendencja wzrostowa stopy realnej, przerwana w drugim półroczu 2016r., gdy wystąpiła już ujemna DGNSP. Ogólnie można powiedzieć, że redukcja stóp procentowych przez EBC

¹¹ Szerzej na ten temat zob. w: (Bindseil i Jabłecki, 2011).

do niskich, bliskich zeru wartości stanowiła silny czynnik wzrostu realnych stóp procentowych w warunkach deflacji i szerzej – słabej dynamiki cen. DGNSP utrudniała wykorzystanie ujemnych realnych stóp w celu pobudzenia gospodarki, w tym dynamiki cen. Dopiero pod koniec okresu badawczego, w warunkach przejawów ożywienia dynamiki cen i zagregowanej produkcji, za sprawą obniżenia stopy nominalnej poniżej zera (depozytowej), a także licznych działań niestandardowych, ograniczenie dotyczące nominalnych, ale również realnych stóp procentowych, stało się mniej wiążące.

W celu pogłębienia analiz w zakresie sztywności stóp procentowych w dół można zestawić stopę EBC ze stopą oszacowaną zgodnie z tzw. regułą Taylora (Taylor, 1993, s. 195–214). W tym przypadku równanie dotyczące reguły Taylora (RT) służy jako funkcja reakcji banku centralnego, która wskazuje, jaka powinna być ustalana stopa procentowa w danym okresie (miesiącu) w reakcji na zmiany inflacji i aktywności gospodarczej (Orphanides, 2007, s. 1). Co prawda obecnie w praktyce bankowości centralnej jako narzędzia wspomagające podejmowanie decyzji w ramach podejścia wieloparametrycznego i w dużym stopniu dyskrecjonalnego stosuje się coraz bardziej zaawansowane wielorównaniowe modele ekonometryczne, jednak funkcja w postaci reguły Taylora często odnosi się do jednego z równań takich modeli. W takiej sytuacji trudno ją jednak określić mianem reguły polityki pieniężnej i ma ona charakter funkcji reakcji banku centralnego. Poza tym w wielu przypadkach w praktyce funkcja Taylora dobrze opisuje faktyczne zmiany stóp procentowych banku centralnego w ujęciu *ex post*, w szczególności ma dobre odniesienie do strategii BCI, gdzie uwzględnia się przede wszystkim cel inflacyjny, a w dalszej kolejności inne cele, w tym dotyczący PKB (Błaszczuk, 2014, s. 41–55).

W badaniu wykorzystano funkcję w postaci jak w równaniu 4.1 (Taylor, 1998, s. 9–11):

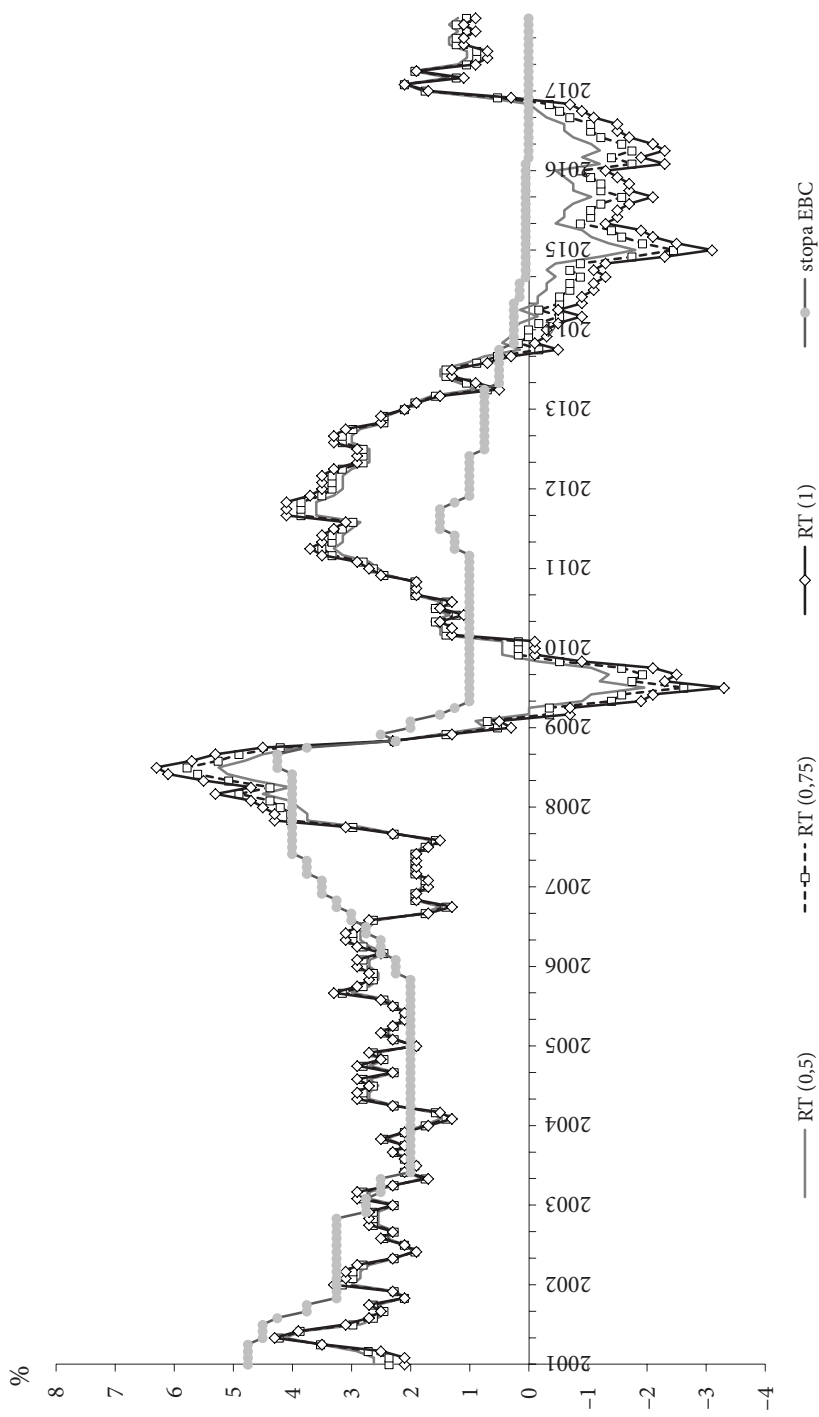
$$i = r^* + \Pi + \alpha(\Pi - \Pi^*) + (1 - \alpha)y, \quad (4.1)$$

gdzie:

- i – stopa procentowa banku centralnego,
- r^* – realna stopa procentowa równowagi,
- Π – stopa inflacji,
- Π^* – docelowa stopa inflacji,
- y – luka produkcji,
- $\alpha, (1-\alpha)$ – wagi.

Jej szacunki dla strefy euro zaprezentowano na rysunku nr 31.

Uwzględniono w tym miejscu stopę refinansową, która jest podstawową stopą EBC. Na podstawie własnych badań polegających na testach różnych



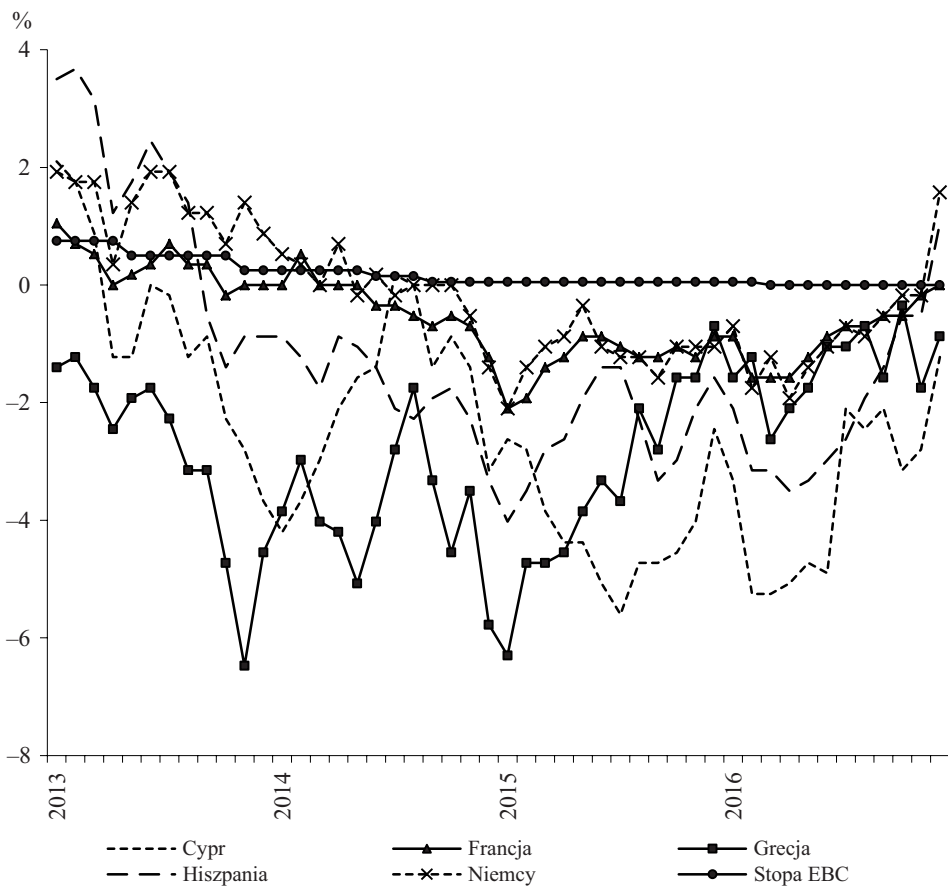
Rysunek nr 31. Szacunki reguły Taylora na tle stopy refinansowej EBC w latach 2001–2017

Źródło: Na podstawie danych Eurostat.

wartości w zakresie dopasowania szacunków reguły do danych rzeczywistych przyjęto realną stopę procentową równowagi o wartości 1%. Luka inflacyjna (II-II*) została obliczona jako różnica między rzeczywistą inflacją mierzoną HICP (miesiąc bieżący do analogicznego miesiąca roku poprzedniego) i wartością celu inflacyjnego EBC równą 2%. Lukę produkcji obliczono, wykorzystując filtr Hodricka-Prescotta. Ze względu na brak dostępu do danych miesięcznych, w badaniu wykorzystano dane w ujęciu kwartalnym i przyjęto jednakową lukę produkcji dla miesięcy z tego samego kwartału. Wykorzystano dane oczyszczone sezonowo. W równaniu zostały uwzględnione wagi przy lukach produkcji i inflacji. Ich układ mówi o relatywnym znaczeniu obu celów gospodarczych. Z istoty strategii EBC wynika, że waga przy luce inflacyjnej powinna być raczej większa ze względu na nadrzędność celu inflacyjnego. Im jest ona wyższa i im bardziej dąży do jedności (w takiej sytuacji waga przy luce PKB dąży do zera), tym bardziej mamy do czynienia z mniej elastyczną formą strategii. Dla celów badawczych na rysunku nr 31 uwzględniono szacunki reguły Taylora w trzech wariantach z wagami przy luce inflacji równymi 0,5; 0,75 oraz 1, czyli odpowiednio w sytuacjach, gdy: równorzędnie traktowane są oba cele, cel inflacyjny jest nadrzędny, ale nie jedyny, i wreszcie gdy cel inflacyjny jest celem jedynym.

Nie porównując szczegółowo szeregów ujętych na rysunku nr 31 dla całego okresu badawczego¹², należy się odnieść przede wszystkim do okresów, gdy wystąpiła deflacja oraz pod kątem problemu sztywności stóp procentowych w dół. Szacunki reguły Taylora zdecydowanie pokazują, że stopa procentowa zarówno w 2009 r., jak i w latach 2014–2016 powinna być niższa od faktycznej. W celu pobudzenia gospodarki i dynamiki cen wskazane byłoby jej obniżenie poniżej zera. Im większą wagę przyjmujemy w odniesieniu do celu stabilizacji cen, tym pożądana redukcja stopy powinna być większa. Natomiast w 2017 r., czyli w warunkach reflacji i pobudzenia dynamiki cen w strefie euro, szacunki reguły wskazują na konieczność podniesienia stopy powyżej faktycznego poziomu. W tej sytuacji decydenci muszą być jednak ostrożni. Proces reflacji powinien być przeprowadzony umiejętnie, aby nie wywołać powrotu deflacji i oczekiwań deflacyjnych. Zgodnie z założeniami polityki zerowej/minimalnej stopy procentowej stopa procentowa powinna być utrzymywana na niezmiennym poziomie przez dłuższy czas po ustąpieniu deflacji czy kryzysu do czasu, gdy pojawią się trwałe oczekiwania inflacyjne. Jak wskazują m.in. doświadczenia Japonii, błędna, zbyt nągła polityka w warunkach reflacji może być kosztowna i prowadzić do złej odmiany deflacji.

¹² Bardziej szczegółowe badania z wykorzystaniem reguły Taylora przeprowadzono w odniesieniu do Polski (zob. podrozdział 4.3.2). Należy jednak zaznaczyć, że dla całego okresu badawczego dopasowanie szacunków reguły dla różnych wariantów (wag) do faktycznej stopy EBC nie było zbyt zróżnicowane i współczynnik Pearsona wyniósł około 0,7.



Rysunek nr 32. Szacunki reguły Taylora dla wybranych krajów strefy euro na tle stopy refinansowej EBC w latach 2013–2016

Źródło: Na podstawie danych Eurostat.

Dodatkowo na rysunku nr 32 dokonano uszczegółowienia badania sztywności stóp procentowych i odniesiono się do przykładów wybranych krajów strefy euro w okresie ostatniej fali doświadczeń deflacyjnych (2013–2016).

Do badania wybrano Niemcy i Francję jako przykłady krajów, które nie notowały deflacji średniorocznej mierzonej HICP, oraz Cypr, Grecję, Hiszpanię, które w ostatnich latach notowały deflację. Również w tym układzie widać, że wystąpiła potrzeba obniżenia krótkoterminowej stopy procentowej poniżej stopy faktycznie ustalonej przez EBC i zarazem do wartości ujemnych. Jednocześnie widać znaczne zróżnicowanie w „pożądaney” przez poszczególne kraje wartości stopy procentowej, co podkreśla znaczenie wcześniej opisywanego problemu zróżnicowania dynamiki ogólnego poziomu cen w strefie euro w obliczu jednolitej polityki pieniężnej EBC.

Czołowe gospodarki UE, które nie doświadczyły deflacji, w badanym ujęciu nie potrzebowały znacznych ujemnych wartości stopy procentowej, w przeciwieństwie do krajów nieco słabszych gospodarczo i doświadczających w tym okresie deflacji. Badanie to wskazuje na realne zagrożenia wynikające z DGNSP, przede wszystkim w warunkach ujemnej dynamiki ogólnego poziomu cen w unii walutowej opartej na jednolitej polityce pieniężnej. Częściowym rozwiązaniem tego problemu było wprowadzenie ujemnego oprocentowania stopy depozytovej, zbliżonej do wartości stopy EONIA (ang. *euro overnight index average* – referencyjna stopa międzybankowych operacji depozytowych typu *overnight* na rynku pieniężnym strefy euro). Tym samym można przyjąć, że stopa depozytowa stała się *de facto* kluczowa dla EBC i nabrała cech tzw. *policy rate*, czyli stopy referencyjnej.

W obliczu zagrożeń deflacyjnych i DGNSP zarówno w czasie kryzysu, jak i w warunkach pokryzysowej stabilizacji EBC zastosował szereg niestandardowych instrumentów o charakterze długookresowych operacji refinansujących (LTRO, ang. *long-term refinancing operations*) oraz programów skupu aktywów (APP, ang. *asset purchase programme*)¹³ (Gambetti i Musso, 2017, s. 35–39; <https://www.ecb.europa.eu/mopo/decisions>, dostęp: 10.08.2018 r.):

- Już w marcu 2008 r. EBC po raz pierwszy zaoferował bankom wydłużone, sześciomiesięczne operacje refinansujące o wartości 25 mld EUR. W czerwcu 2009 r. zapowiedział natomiast pierwsze operacje dwunastomiesięczne. W grudniu 2011 r. z kolei EBC zapowiedział pierwsze trzyletnie LTRO (tzw. LTRO1) z oprocentowaniem 1% i użyciem aktywów banku jako zabezpieczenia. W ramach tego LTRO 523 banki pożyczły 489 mld EUR, co miało zapewnić, że spłacą zapadające w kolejnych miesiącach zadłużenie oraz będą posiadać wystarczającą ilość gotówki, aby nie doszło do załamania na rynku międzybankowym. W dniu 29 lutego 2012 r. EBC przeprowadził drugą rundę LTRO (tzw. LTRO2), w której ramach 800 banków pożyczło 529,5 mld EUR.
- W latach 2009 i 2011 EBC uruchomił dwa programy skupu obligacji zabezpieczonych (ang. *covered bond purchase programmes*: CBPP i CBPP2).
- Od 10 maja 2010 r. do lutego 2012 r. EBC prowadził interwencje na rynkach instrumentów dłużnych w ramach programu dotyczącego rynku papierów wartościowych.
- We wrześniu 2012 r. EBC ogłosił możliwość prowadzenia bezpośrednich operacji otwartego rynku na wtórnych rynkach obligacji państwowych w celu poprawy transmisji monetarnej i zachowania jednolitości polityki pieniężnej (OMT, ang. *outright monetary transactions*).

¹³ Na temat skutków APP zob. badania Andrade, Breckenfelder, De Fiore, Karadi i Tristani (2016).

- W czerwcu 2014 r. EBC ogłosił szereg ukierunkowanych dłuższych operacji refinansujących o okresie zapadalności dwóch lat, służących poprawie bankowych zdolności pożyczkowych w niefinansowym sektorze prywatnym strefy euro, w tym pożyczek skierowanych do gospodarstw domowych z przeznaczeniem na zakup nieruchomości (ang. *the targeted longer-term refinancing operations*, TLTRO1).
- We wrześniu 2014 r. EBC ogłosił program zakupu papierów wartościowych zabezpieczonych aktywami (ang. *asset-backed securities purchase programme*, ABSPP) oraz trzeci program zakupu zabezpieczonych obligacji (CBPP3).
- 9 marca 2015 r. w ramach programu zakupu w sektorze publicznym (ang. *public sector purchase programme*, PSPP) EBC rozpoczął na rynku wtórnym zakup obligacji emitowanych przez rządy centralne w strefie euro oraz niektóre agencje i instytucje międzynarodowe lub ponadnarodowe z siedzibą w strefie euro. Programy ABSPP, CBPP3 i PSPP wpisują się w rozszerzony program zakupu aktywów (APP), w którego ramach miesięczna wartość nabytych aktywów wynosi 60 mld EUR.
- 10 marca 2016 r. EBC zwiększył wartość prowadzonego miesięcznego nabywania aktywów do 80 mld EUR, aby podwyższyć limity dotyczące emitenta i udziału emisji dla rynkowych papierów wartościowych z 33% do 50%, a także uwzględnił w wykazie kwalifikowalnych aktywów inwestycyjne obligacje denominowane w euro, emitowane przez instytucje niebędące bankami z siedzibą w strefie euro.
- Od czerwca 2016 r. EBC wprowadził nowy rodzaj ukierunkowanych dłuższych operacji refinansujących (TLTRO2), przy czym okres zapadalności każdej z nich wynosi cztery lata. Operacje te mają na celu wzmocnienie akomodacyjnego kursu polityki pieniężnej oraz transmisji polityki pieniężnej poprzez dalsze wspieranie podaży kredytów bankowych. Będą one prowadzone do czasu, gdy ECB nie stwierdzi trwałego dostosowania ścieżki inflacji, odpowiadającego jego celowi inflacyjnemu.

Od 2017 r., mimo ożywienia dynamiki cen w strefie euro, niestandardowe instrumenty są nadal stosowane w warunkach ujemnych stóp procentowych. Można jednak zaobserwować pewne ich ograniczanie. W szczególności dokonano zmian w ramach programu APP. W styczniu nastąpiło przesunięcie najkrótszych terminów zapadalności obligacji publicznych nabywanych przez EBC z dwóch lat do jednego roku. Zaczęto także skupować aktywa o rentowności niższej niż stopa depozytu EBC. W październiku natomiast Rada Prezesów EBC zapowiedziała redukcję o połowę rozmiarów programu APP.

Działania niestandardowe nie tylko przyczyniały się do poprawy skuteczności realizacji wspólnotowej polityki pieniężnej¹⁴, w tym w odniesieniu do

¹⁴ Jak na razie jednak, mimo ustąpienia deflacji w 2017 r., niemożliwa jest ocena długookresowych skutków antydeflacyjnej, niestandardowej polityki pieniężnej w strefie euro. Będzie ona

wartości referencyjnej M3 (rysunek nr 27), ale, co istotne z punktu widzenia celów niniejszej pracy, wpłynęły na kształt ram strategicznych. Z jednej strony należy zauważyć, że kryzys i deflacja nastąpiły w sposób nagły i nieoczekiwany, więc realizacja działań niestandardowych odbywała się początkowo *ad hoc*, w sposób wcześniej nieplanowany. Często nie brano pod uwagę konsekwencji długookresowych, a w szczególności w kontekście reflacji. Skala przeprowadzonych działań i niepewność z nimi związana skłoniły decydentów do ich uporządkowania i oficjalnego włączenia do nowo utworzonej grupy instrumentów niestandardowych, w której zostały uwzględnione: LTRO, TLTRO, APP.

Instrumenty niestandardowe są obecnie zaliczane do całokształtu instrumentów polityki pieniężnej EBC i współwystępują z instrumentami standardowymi. Są uwzględnione na stronie internetowej EBC m.in. w zakładkach dotyczących instrumentów i mechanizmów podejmowania decyzji w polityce pieniężnej (<https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement>; <https://www.ecb.europa.eu/mopo/decisions>, dostęp: 29.07.2018 r.), a w szczególności w *Ramach prawnych instrumentów polityki pieniężnej* (<https://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/1002/1014>, dostęp 30.07.2018 r.). W związku z tym instrumenty niestandardowe stanowią element obecnej strategii EBC. Taka zmiana ma wpływać na wiarygodność, przyczyniać się do kształtowania oczekiwań inflacyjnych polityki pieniężnej w strefie euro, prowadzonej w XXI w. w warunkach niskiej inflacji i deflacji zarówno w kontekście działań prewencyjnych, antydeflacyjnych, jak i reflacyjnej stabilizacji dynamiki ogólnego poziomu cen¹⁵.

Instrumenty niestandardowe, o ile same w sobie są już niezgodne z przyjętymi standardami, ustawami, strategiami itd., to powinny by jednak „oswajane” i wykorzystywane w sposób bardziej planowy, aby ograniczać niepewność podmiotów sfery prywatnej, w tym w odniesieniu do sektora bankowego i finansowego. W tym celu EBC dokonał kolejnej korekty ram swojej polityki

możliwa i konieczna na etapie reflacyjnej polityki EBC w perspektywie kolejnych kilku lat. Interesującej oceny wykorzystania instrumentu luzowania ilościowego przez EBC w kontekście łagodzenia kryzysu zadłużenia i recesji bilansowej w strefie euro (por. podrozdział 1.2.1) dokonuje Sławiński (2016, s. 236–250). Autor, mimo opóźnienia w rozpoczęciu stosowania luzowania ilościowego przez EBC, pozytywnie ocenia wykorzystanie tego instrumentu, który dał możliwość efektywnej redukcji długu publicznego w strefie euro. Negatywnie natomiast wykorzystanie niestandardowych instrumentów przez EBC i szerzej banki centralne wysoko rozwiniętych krajów oceniają Hoffmann i Schnabl (2016). Natomiast Gros (2018) formułuje wniosek, że luzowanie ilościowe EBC, mimo ogromnej skali, nie przynosi zbyt dużych korzyści, a rezygnacja z zakupu obligacji przez banki centralne nie powinna mieć znacznych destabilizujących konsekwencji. Porównaj także badania zawarte w opracowaniu: (Hesse, Hoffman i Weber, 2017). Dla porównania zob. analizę wykorzystania antykryzysowych narzędzi standardowych i niestandardowych polityki pieniężnej w krajach średnio rozwiniętych (wschodzących) w: (Wojtyna, 2011, s. 1–21).

¹⁵ Na temat wybranych problemów polityki pieniężnej banków centralnych w okresie kryzysu pierwszej dekady XXI w. zob. w: (Przybylska-Kapuścińska, 2012b, s. 61–79, 2017, s. 49–61).

w sferze instrumentów, wprowadzając 4 lipca 2013 r. wykorzystanie progno-
stycznych wytycznych na temat przyszłych kierunków polityki stóp procento-
wych. Jest to ważna zmiana w odniesieniu do polityki komunikacyjnej EBC,
gdyż obejmuje nie tylko informacje o sposobie, w jaki EBC ocenia obecne
warunki gospodarcze oraz średnioterminowe ryzyko dla stabilności cen, ale
także informacje o wpływie tej oceny na przyszłe kierunki polityki pieniężnej
w strefie euro (https://www.ecb.europa.eu/mpo/pdf/Box_1_mb201307en.pdf?ef19e882f1c0acb99c9b452935c9919, dostęp: 30.03.2017 r.). Zmiana ta pozwala
w większym stopniu kształtować oczekiwania inflacyjne i będzie w szczegól-
ności istotna w kolejnych latach w procesie reflacji. Jest ona także korzystna
w punktu widzenia działań prewencyjnych przed deflacją i ewentualnie z punktu
widzenia działań antydeflacyjnych. Instrument *forward guidance* stanowił nie-
odzowne tło zarówno dla działań standardowych, jak i niestandardowych EBC
w ostatnich latach¹⁶. Można powiedzieć, że m.in. za sprawą tych doświadczeń
należy go włączyć do kanonu standardowych instrumentów i w konsekwencji
ram strategicznych współczesnej polityki pieniężnej.

Podsumowując badania dotyczące strategii polityki pieniężnej EBC w XXI
w. w odniesieniu do uwarunkowań deflacyjnych, należy uznać, że podlegała ona
pewnym dostosowaniom. Jednocześnie pozytywnie należy ocenić otwartość de-
cydentów EBC na możliwość dokonywania zmian w strategii, zarówno w sferze
celów, jak i instrumentów. Po pierwsze, w sferze celów w 2003 r. nastąpiła rezy-
gnacja z wyznaczania wartości referencyjnej dla podaży pieniądza oraz ilościowa
korekta definicji stabilności cen w odniesieniu do celu inflacyjnego. Ma to dawać
bardziej wyraźną barierę bezpieczeństwa przed zagrożeniami deflacyjnymi oraz
sprawiać, że cel i realizacja polityki jest bardziej symetryczna w odniesieniu do
celu. Negatywnie traktowana jest inflacja powyżej, jak i zdecydowanie poniżej
wartości celu, w tym przede wszystkim deflacja. Ponieważ cel inflacyjny jest
dodatni (niezerowy), należy uznać, że występuje nawet pewna asymetryczność
w traktowaniu inflacji i deflacji, uznając tę drugą za bardziej szkodliwą. Pozosta-
je jednak pytanie, czy wartość celu nie jest zbyt niska, a przede wszystkim czy
uwzględnia specyfikę strefy euro odnoszącą się do regionalnych różnicowań
dynamiki cen, a nawet szerzej wyników gospodarczych. Wydaje się, że wskaza-
ne byłoby uwzględnianie możliwych korekt wartości celu inflacyjnego uwzględ-
niających zmiany różnicowań dynamiki ogólnego poziomu cen w strefie euro,
np. na podstawie rozstępu, odchylenia standardowego czy innych miar dyspersji
(por. formuła 2.5 w podrozdziale 2.3.1).

Po drugie, w obliczu kryzysu powiązanego z deflacją nastąpiła korekta w sfe-
rze instrumentów. W specyficzny sposób wykorzystywano stopy procentowe

¹⁶ Szczegóły wykorzystania *forward guidance* przez EBC (m.in. z uwzględnieniem jego ro-
dzajów i skutków) zostały przedstawione na stronie internetowej EBC: https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/art1_mb_201404en_pp65-73en.pdf, dostęp: 15.07.2018 r.

jako instrumenty standardowe. EBC dokonał zmian nie tylko w ich wartościach (w tym obniżając stopę depozytową poniżej zera), ale także w różnicach między nimi, co można uznać za nowy instrument polityki pieniężnej, w szczególności w obliczu deflacji i DGNSP. Poza tym do strategii EBC zostały oficjalnie włączone instrumenty niestandardowe, przy jednoczesnym bardziej wyraźnym ukierunkowaniu ich na przyszłość. Są to namiastki planu awaryjnego na wypadek deflacji, który zgodnie z zaleceniami formułowanymi w tej pracy powinien towarzyszyć podstawowemu typowi strategii polityki pieniężnej. Jak na razie jednak są to jedynie pewne elementy planu, które powinny zostać uzupełnione i uporządkowane, w tym np. o warunki wykorzystania instrumentów (por. podrozdział 2.3.1). Kolejne lata pozwolą na weryfikację długookresowych skutków działań niestandardowych w strefie euro, w tym w odniesieniu do procesu kontrolowanej reflacji i dalej stabilizacji cen na optymalnym poziomie. Trzeba będzie odpowiedzieć na pytanie, czy luźna ilościowa polityka nie przyczyni się do długookresowej niestabilności cenowej, ale również szerzej – finansowej.

Nie zmieniła się natomiast sfera powiązania instrumentów z celem finalnym, przesądzająca w tym przypadku o dwufilarowym typie strategii mieszanej EBC. Uwarunkowania deflacyjne doprowadziły jednak do lepszego uzasadnienia potrzeby jego wykorzystania. Obserwacja szerokiego agregatu podaży pieniądza, odnosząc się do stabilności finansowej i w tym cen aktywów, może z wyprzedzeniem pozwalać na zauważenie zmian dynamiki ogólnego poziomu cen, a w szczególności zmian ryzyka wystąpienia deflacji. Takie uzasadnienie sprawia, że strategię można uznać za nowoczesną, przystosowaną do panujących w XXI w. uwarunkowań deflacyjnych, a nie hybrydę wynikającą z międzynarodowego, politycznego konsensu. Z drugiej strony, aby pełnić powyższe funkcje, podaż pieniądza nie musi być uwypuklana w ramach typu strategii jako filar analizy monetarnej, w szczególności w obliczu niemożności jej kontroli przede wszystkim w warunkach deflacyjnych. W konsekwencji drugi filar strategii EBC mógłby zostać przeformułowany i odgrywać rolę planu awaryjnego wobec deflacji, w którym agregat M3 lub raczej wybrana miara kredytu bankowego jako źródło kreacji pieniądza mogłaby pełnić istotną funkcję¹⁷.

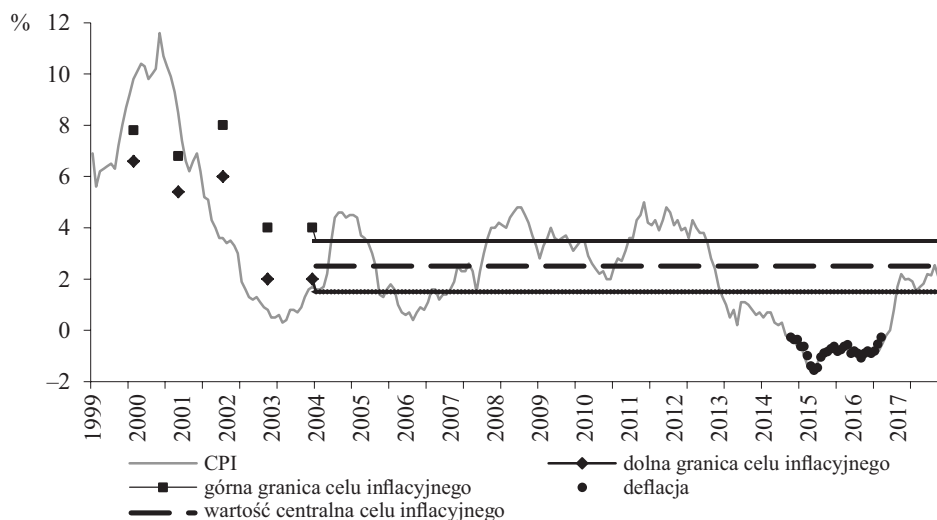
¹⁷ Zaprezentowaną w tym punkcie analizę polityki pieniężnej EBC w obliczu uwarunkowań deflacyjnych i kryzysowych warto zestawić z badaniami zawartymi w opracowaniu (Albiński, 2014). Autorzy dokonali kompleksowej analizy stabilizacyjnej polityki w UE podczas kryzysu, z uwzględnieniem sfery pieniężnej, fiskalnej oraz realnej i z podziałem na podokresy 2007–2009 oraz po 2010 r., wraz z perspektywami na przyszłość. Szczególnie warte porównania z niniejszym tekstem są rozważania dotyczące polityki pieniężnej EBC (Polański, 2014, podrozdziały: 2.2 i 3.1, 2015, rozdział 2). Negatywnie natomiast działania EBC w obliczu kryzysu oceniają Bednarczyk i Misztal (2016, s. 546–566). Autorzy uznają, że antykryzysowe instrumenty EBC okazały się nieskuteczne, niosąc ze sobą ryzyko wieloletniej stagnacji połączonej z tendencjami deflacyjnymi (tzw. „pułapka niskiej inflacji”).

4.3. Ocena strategii polityki pieniężnej wobec deflacji w Polsce

4.3.1. Makroekonomiczne uwarunkowania deflacyjne w Polsce w XXI wieku

Zapoczątkowany na przełomie lat 80/90. XX w. proces dezinflacji dobiegał końca na początku XXI w. W styczniu 2002 r. inflacja w Polsce wyniosła 3,4% (rysunek nr 33), czyli kształtowała się na poziomie, który obecnie zawiera się w dolnej części dopuszczalnego pasma wahań wobec wartości centralnej celu ciągłego obowiązującego od 2004 r. Cel ten ma wartość 2,5% +/-1 pkt proc. Od 2002 r. dynamika ogólnego poziomu cen wahała się w przedziale (-1,6; 4,8), a w całym XXI w. w przedziale (-1,6; 7,4), czyli zarówno powyżej, jak i poniżej docelowego pasma.

Na rysunku nr 33 przedstawiona została dynamika ogólnego poziomu cen w Polsce w latach 1999–2017 w ujęciu miesięcznym, mierzona CPI rok do roku. Okres wynika z wprowadzenia od początku 1999 r. w Polsce strategii BCI, która będzie szerzej analizowana w kolejnym punkcie. W celu lepszego rozpoznania dynamiki ogólnego poziomu cen w Polsce warto się odnieść do wybranych statystyk¹⁸ opisujących analizowany szereg czasowy dla XXI w.



Rysunek nr 33. Dynamika CPI w Polsce w latach 1999–2017

Źródło: GUS, NBP.

¹⁸ Statystyki zostały wybrane na podstawie: (Ignatczyk i Chromińska, 1999; Aczel, 2000).

(tabela nr 13)¹⁹. Średnia arytmetyczna ma wartość równą medianie, poniżej centralnej wartości liniowego celu inflacyjnego. Analizując miary dyspersji, można wyciągnąć wniosek, że występuje znaczna zmienność dynamiki cen. Względna miarą niestabilności jest współczynnik zmienności. Jego wartość (87%) jest wysoka i oznacza, że mamy do czynienia z dużą dyspersją, a średnia arytmetyczna ma małą wartość poznawczą. Należy zwrócić uwagę na wysoką wartość rozstępu oraz dużą szerokość typowego obszaru zmienności, w którym mieści się około 68% wszystkich obserwacji. Poza tym obszar ten jest przesunięty w dół w stosunku do celu inflacyjnego. Obliczone wartości mierników asymetrii świadczą o istnieniu asymetrii prawostronnej, czyli dominują wartości inflacji niższe od średniej. Ujemna wartość kurtozy sugeruje, że mamy do czynienia z rozkładem platokurtycznym, stosunkowo płaskim. Skupienie wartości inflacji wokół średniej jest słabsze od rozkładu normalnego.

Tabela nr 13. Statystyki opisowe dynamiki CPI w Polsce w latach 2001–2017

Grupa mierników	Rodzaj miernika	Wartość
Miary tendencji centralnej	średnia arytmetyczna	2,2
	mediana	2
	modalna	3,6
Miary dyspersji (zmienności, rozproszenia)	rozstęp	9
	odchylenie przeciętne	1,58
	wariancja	3,568
	odchylenie standardowe	1,889
	typowy obszar zmienności	(0,29; 4,06)
	klasyczny współczynnik zmienności (względna miara rozproszenia)	87%
Miary asymetrii	klasyczny współczynnik asymetrii	0,114
	pozycyjny wskaźnik skośności	-1,426
	pozycyjny współczynnik skośności	-0,755
Miara koncentracji	kurtoza	-0,546

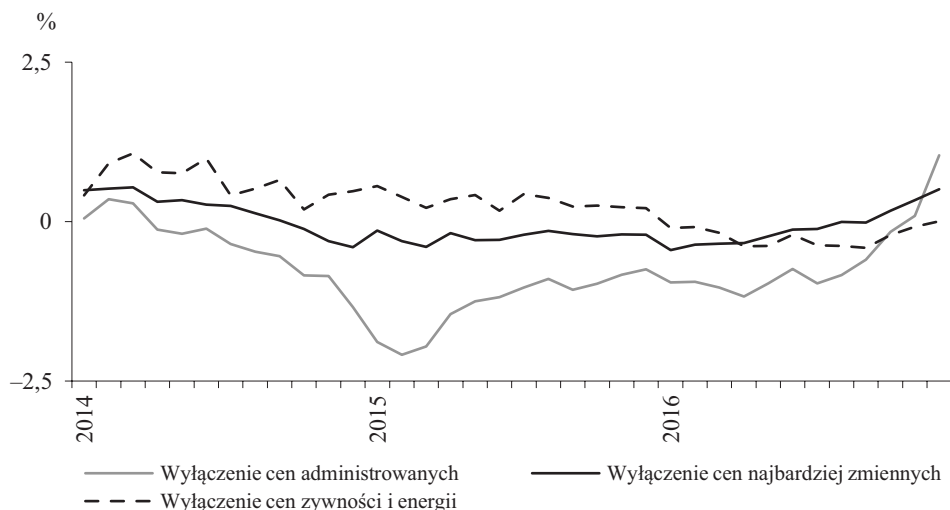
Źródło: Na podstawie danych GUS.

W całym okresie badawczym odnotowano więcej obserwacji poniżej dolnej granicy pasma docelowego (77 obserwacji poniżej 1,5%) niż powyżej górnej granicy (60 obserwacji powyżej 3,5%). Bardzo słaba dynamika cen, tzn. poniżej 1,5%, występowała w trzech falach, tj. w latach 2002–2003, 2005–2006 oraz 2013–2016. Z 77 obserwacji tego typu 28 dotyczyło ujemnej dynamiki ogólnego poziomu cen i przypadło na ostatnią falę, która dalej jest przedmiotem bardziej wnikliwej analizy. Część danych dotyczy zatem podokresu 2014–2016.

¹⁹ Zweryfikowano negatywnie założenie o normalności rozkładu, dlatego przy opisie statystycznym dynamiki cen w Polsce należy zwrócić uwagę głównie na miary pozycyjne.

Deflacja w ujęciu CPI pojawiła się w lipcu 2014 r. i trwała nieprzerwanie przez 28 miesięcy do października 2016 r. włącznie. Ceny produkcji sprzedanej przemysłu (PPI) zaczęły spadać znacznie wcześniej, bo już pod koniec 2012 r. W samym 2016 r. ceny PPI też spadały wcześniej niż ceny CPI. Takie opóźnienie świadczy o sztywnościach w dostosowaniach cenowych, a zarazem ukazuje możliwości przewidywania tendencji cen konsumpcyjnych na podstawie dynamiki cen producentów. Wskaźnik PPI musi zatem stanowić ważny wyznacznik podejmowania decyzji w polityce pieniężnej, w szczególności w warunkach zagrożeń deflacyjnych. W ujęciu bazowym deflacja pojawiła się najszybciej w kwietniu 2014 r. po korekcie koszyka o ceny administrowane, a najpóźniej, bo dopiero w styczniu 2016 r., po korekcie koszyka o ceny żywności i energii (rysunek nr 34). Taka obserwacja sygnalizuje przyczyny występowania ujemnej dynamiki cen w ujęciu ogólnym.

Wśród przyczyn i uwarunkowań deflacji w Polsce można wskazać przesłanki, przede wszystkim o charakterze zewnętrznym (Hałka i Szafrąński, 2015). Jako kluczowy należy uznać spadek cen surowców na rynkach światowych, w tym głównie ropy naftowej, oraz słabą dynamikę cen krajów sąsiadujących i partnerskich w wymianie handlowej. Po stronie popytowej spadek cen był potęgowany przez notowaną w Polsce deflację cen producenta oraz ograniczoną presję na wzrost płac (NBP, 2016b, s. 5–6). Badania ankietowe NBP wskazały na stosunkowo słabą presję pracowników na wzrost płac. Jej skala była zredukowana przez spadek cen konsumpcyjnych, zwiększający realne dochody do dyspozycji. Jednocześnie niska była skłonność pracodawców do podwyżek płac, co się wiąże z występującą deflacją cen producenta, obniżającą rentowność niektórych



Rysunek nr 34. Bazowe miary zmian poziomu cen w Polsce w warunkach deflacji

Źródło: Dane NBP.

firm. Stabilizacji dynamiki nominalnych wynagrodzeń towarzyszył wzrost wydajności pracy w gospodarce, co w konsekwencji hamowało dynamikę jednostkowych kosztów pracy i ograniczało presję kosztową ze strony rynku pracy na ogólny poziom cen (NBP, 2016a, s. 29–30).

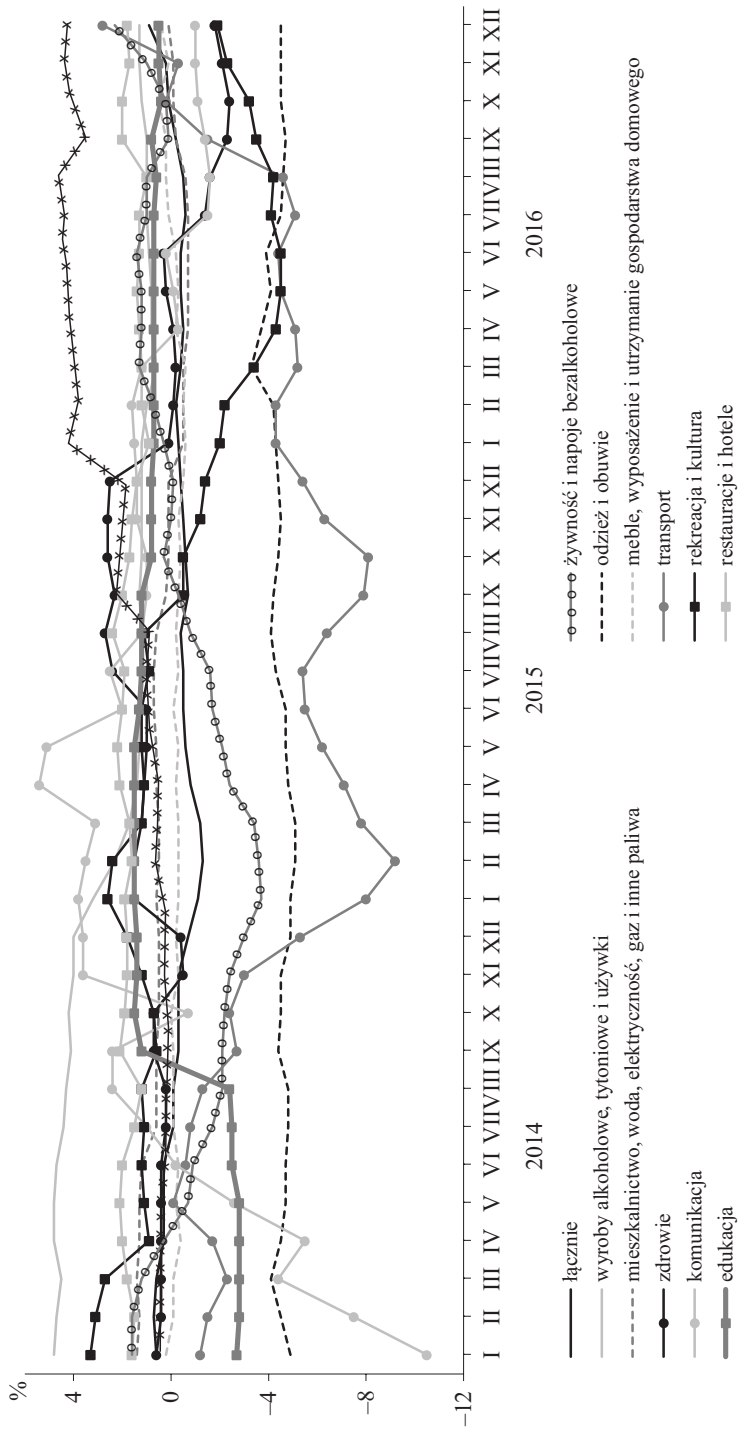
Należy również wspomnieć o słabej koniunkturze na świecie, w tym w odniesieniu do polskich partnerów handlowych, i o towarzyszącej temu niskiej dynamice cen. Wzrost PKB w Stanach Zjednoczonych był ostatnio niższy niż we wcześniejszych latach, a w Chinach stopniowo spowalniał. Jednocześnie znacząca niepewność co do perspektyw koniunktury w tych gospodarkach, wraz z perspektywą opuszczenia przez Wielką Brytanię Unii Europejskiej, wywoływała ryzyko dla wzrostu gospodarczego zarówno w strefie euro, jak i na całym świecie (NBP, 2016b, s. 5). Również w strefie euro i całej UE dynamika cen była w ostatnich latach słaba, co z pewnością przyczyniło się do deflacji cen krajowych.

Ostatni kwartał 2016 r. w sferze pieniężnej w Polsce przyniósł jednak wyjście z deflacji. W ostatnich miesiącach 2016 r. zarówno mierniki CPI, jak i HICP okazały się dodatnie, pierwszy w listopadzie, a drugi w październiku. W grudniu także wszystkie miary inflacji bazowej publikowane przez NBP odnotowały znak dodatni. Również projekcja NBP wskazuje na dobre perspektywy dotyczące dodatniej dynamiki cen w przyszłości (NBP, 2016c, s. 20, 50–52). Powrót do inflacji w Polsce w ostatnim kwartale 2016 r. odbywał się w warunkach pobudzenia dynamiki ogólnego poziomu cen w otoczeniu, tj. strefie euro i UE.

Wyjście z deflacji wynika przede wszystkim z ożywienia, po pierwsze, cen surowców energetycznych na rynkach światowych, w tym głównie ropy naftowej, a po drugie, cen żywności, czyli najważniejszych czynników, które od kilku lat powodowały presję deflacyjną w Polsce i UE. Wzrost cen żywności był spowodowany czynnikami zarówno po stronie popytowej, jak i podażowej. W pierwszym przypadku wzrósł popyt importowy na polską żywność krajów wschodzących, których sytuacja gospodarcza ostatnio wyraźnie się poprawiła. W drugim przypadku ograniczenie podaży dotyczyło zarówno hodowli bydła, jak i produktów rolnych, np. cukru, kawy, kakao, cytrusów (NBP, 2016c, s. 19).

Powyższe zmiany mają odzwierciedlenie w strukturze cen koszyka dóbr i usług konsumpcyjnych. Na rysunku nr 35 przedstawiono składowe HICP wyróżnione przez Eurostat pod kątem ich dynamiki (roczna stopa zmiany).

Nie rozpatrując w sposób szczegółowy wszystkich składowych, warto zwrócić uwagę na to, które z nich uległy największemu ożywieniu i w ujęciu zagregowanym przyczyniły się do wyjścia z deflacji. Oprócz wskazanej powyżej grupy dotyczącej żywności i napojów bezalkoholowych należy zwrócić uwagę na dwie inne. Od połowy 2016 r. największe przyspieszenie, o około 8 pkt proc., nastąpiło w transporcie. Wcześniej była to grupa, w której występowała



Rysunek nr 35. Dynamika składowych HICP w Polsce w warunkach deflacji

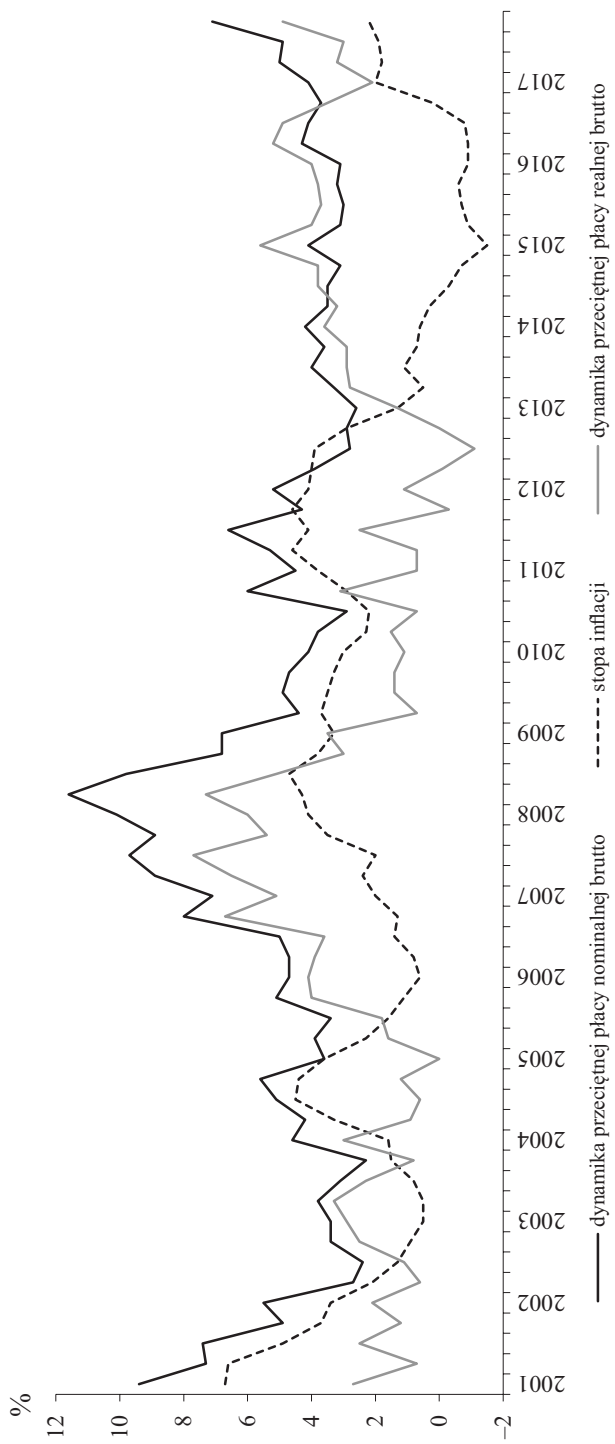
Źródło: Dane Eurostat.

najniższa dynamika cen, a obecnie jest drugą z najwyższą dynamiką (po grupie różnych, pozostałych dóbr i usług). Podobnie od połowy 2016 r. znacznemu ożywieniu uległy ceny w zakresie rekreacji i kultury. Została przerwana około półtoraroczna tendencja spadkowa, największa w całym rozpatrywanym tutaj okresie obok transportu w 2014 r., w porównaniu do wszystkich rozpatrywanych składowych HICP. W ostatnim kwartale 2016 r. najniższą dynamiką cen charakteryzuje się odzież i obuwie, która była stabilna na ujemnym poziomie około 4% przez ostatnie trzy lata. Pod koniec roku trudno jest wskazać grupę, w której dochodziłoby do budzącego obawy pogorszenia dynamiki cen, raczej w większości przypadków podlegała ona stabilizacji.

Po rozpoznaniu przyczyn i składowych deflacji w Polsce w celu jej lepszej diagnozy należy zadać pytanie, na ile była ona powiązana z kluczowymi zagrożeniami, takimi jak SPND czy DGNSP, i w związku z tym czy można ją określić mianem „dobrej”, czy „złej”. Rozpatrując w pierwszej kolejności możliwość wystąpienia SPND i dalszych tego konsekwencji w odniesieniu do funkcjonowania rynku pracy i całej gospodarki, przygotowano rysunek nr 36 obrazujący dynamikę przeciętnej płacy brutto w ujęciu nominalnym i realnym na tle dynamiki cen w Polsce w latach 2001–2016. Nie analizując szczegółowo szeregów dla całego okresu odnoszącego się do XXI w., należy zwrócić przede wszystkim uwagę na ostatnie lata, w których wystąpiła bardzo niska inflacja i deflacja.

Cechą charakterystyczną dla podokresu 2013–2016 jest pojawiająca się rozbieżność szeregów czasowych dla dynamiki płacy nominalnej i dynamiki cen. O ile we wcześniejszych latach (zwłaszcza 2009–2012) oba szeregi były dość zbieżne, o tyle w kolejnych dynamika płac nominalnych utrzymywała się na stabilnym poziomie mimo obniżenia dynamiki cen. W konsekwencji w latach 2013–2016 w warunkach słabej, w tym ujemnej dynamiki cen, płaca w ujęciu realnym wzrosła łącznie o około 5 pkt proc. Dopiero w warunkach pobudzenia dynamiki cen oraz płacy nominalnej na przełomie 2016 i 2017 r. płaca realna nieco spadła. Jednak w 2017 r. można zaobserwować jej pobudzenie, podobnie jak płacy w ujęciu nominalnym.

Porównując podokres badawczy 2013–2016, charakteryzujący się słabą, głównie ujemną dynamiką cen, do okresu czterech lat wcześniejszych, można zauważyć, że w obliczu dużego zróżnicowania średniej dynamiki cen (w latach 2009–2012: 3,5%; w latach 2013–2016: 0,2%) różnica w średniej dynamice przeciętnej płacy nominalnej wyniosła jedynie około 1 pkt proc., a średnia dynamika płacy realnej była zdecydowanie wyższa w drugim podokresie (dla lat 2009–2012: 1,06%; dla lat 2013–2016: 3,70%). Dodatkowo należy zaznaczyć, że wystąpiły w tym zakresie również sztywności instytucjonalne. Uwidoczniły się one w kontekście wzrostu płacy minimalnej, która podlegała od początku XXI w. corocznemu wzrostowi, średnio o 6,8%. Dla okresu, gdy występowała deflacja, wzrost ten był średnio niewiele niższy (6%), a dla 2016 r. wyniósł



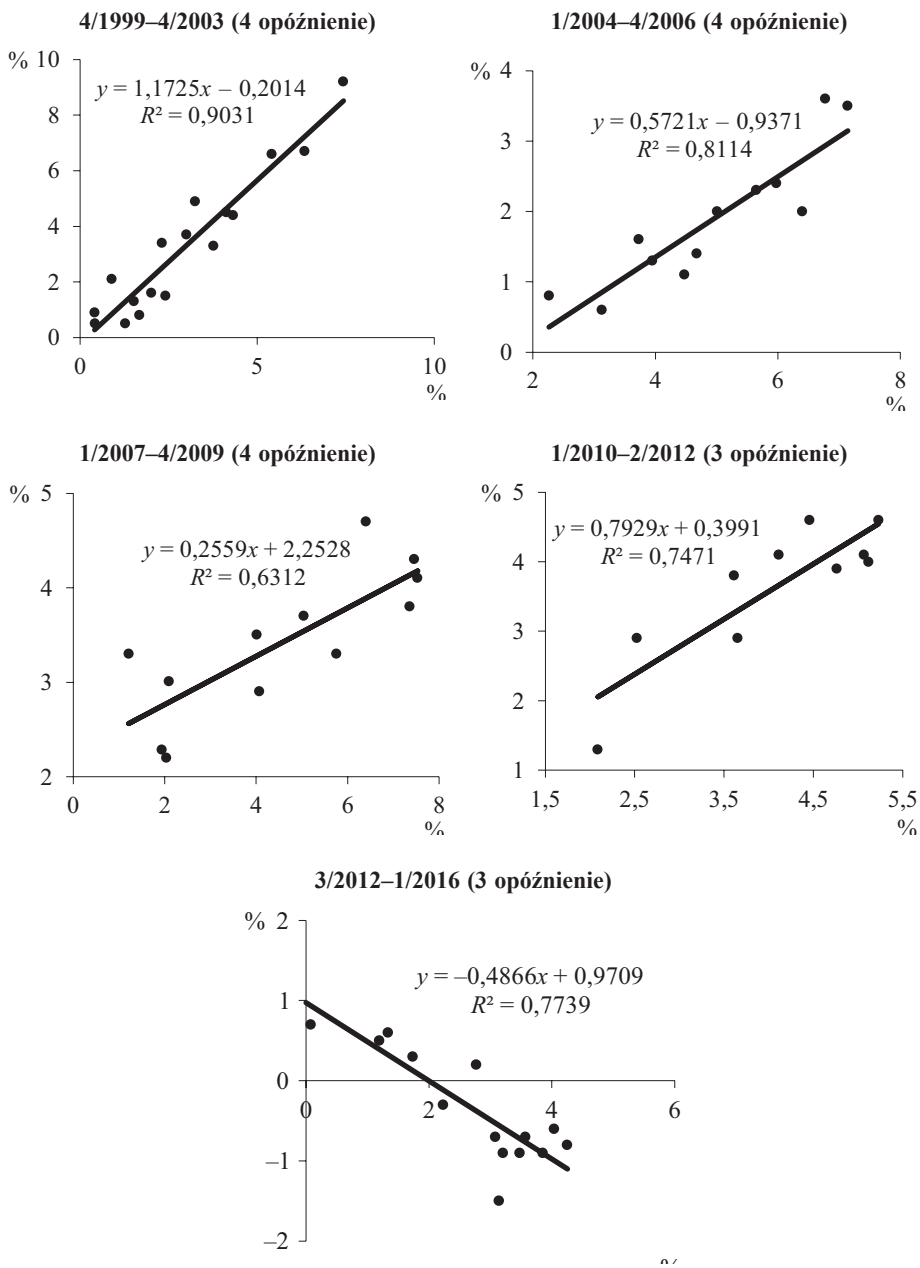
Rysunek nr 36. Dynamika przeciętnej płacy brutto w Polsce w latach 2001–2017

Źródło: GUS.

nawet 8,1%. Takie obserwacje wskazują na fakt możliwości wystąpienia w polskiej gospodarce sztywności płac i presji na transformację deflacji w kierunku „złej” odmiany. Jak się jednak okazało w 2017 r., zagrożenia te nie zrealizowały się i mamy do czynienia z reflacją.

W dalszej części badania poddano weryfikacji tezę, że w warunkach bardzo niskiej inflacji i deflacji, w obliczu SPND, dochodzi do wypłaszczenia krzywej Phillipsa (zob. podrozdział 1.3.1). Badania zależności między stopą bezrobocia i dynamiki cen nie dają klarownych rezultatów (zob. podrozdział 4.1.2), w szczególności dla Polski, gdzie po okresie transformacji systemowej stopa bezrobocia była na bardzo wysokim, dwucyfrowym poziomie, w tym także na początku XXI w. W takich warunkach stopa bezrobocia nie ma odpowiedniej wartości informacyjnej na temat faktycznego stanu dostosowań płacowo-cenowych i często w badaniach nad krzywą Phillipsa jest zastępowana dynamiką PKB (por. podrozdział 1.3.1). W tym miejscu również przyjęto takie uproszczenie i podjęto próbę oceny kształtu, w tym głównie nachylenia zależności między stopą dynamiki cen i PKB dla Polski (rysunek nr 37). W tym przypadku okres badawczy został nieco skorygowany do przedziału 1999–2016 w celu uzyskania lepszych rezultatów, w szczególności uwzględniając koniec procesu dezinflacji, dokonywanej od 1999 r. w ramach nowej strategii BCI. Pominięto także 2017 r., dla którego na podstawie wstępnych analiz nie zidentyfikowano logicznej, istotnej statystycznie zależności. Można przypuszczać, że rozpoczynający się proces reflacji stanowi początek nowego segmentu, który będzie można zidentyfikować za kilka lub kilkanaście kwartałów. W badaniu wykorzystano dane kwartalne w ujęciu zmian rok do roku.

Wstępna analiza danych, polegająca na obserwacji obu szeregów czasowych i wykresów korelacyjnych z wykorzystaniem różnych opóźnień nie pozwoliła na wyznaczenie logicznej i istotnej zależności między zmiennymi dla całego okresu badawczego. Dostrzeżono jednak pewną zbieżność w odniesieniu do różnych przedziałów czasowych, ale przy uwzględnieniu pewnego opóźnienia. Zauważono bowiem, że dynamika PKB poprzedza dynamikę inflacji. Podjęto zatem próbę uporządkowania danych pod względem czasowym i podziału całego okresu na podokresy, dla których można uchwycić istotną zależność, przede wszystkim liniową. Dokonano obliczeń współczynnika korelacji liniowej dla różnych podokresów i z uwzględnieniem różnych opóźnień między zmiennymi. W celu określenia wielkości opóźnienia wykorzystano kryterium Schwartza. Jego minimalną wartość uzyskano w niektórych przypadkach, tzn. w początkowych podokresach dla czwartego opóźnienia, a w dalszych dla trzeciego. W celu określenia punktów zwrotnych wykorzystano test Chowa i porównano wartości empiryczne testu z wartością krytyczną odczytaną z tablic rozkładu Fishera-Snedecora przy poziomie istotności $\alpha = 0,05$. W ten sposób, wykorzystując podejście niezależne (Guzik, 2000), uzyskano model segmentowy z pięcioma



Rysunek nr 37. Zależność między dynamiką PKB (oś odciętych) i CPI (oś rzędnych) dla Polski w latach 1999–2016

Źródło: Na podstawie danych OECD.

punktami zwrotnymi²⁰. Wyniki zostały zaprezentowane na rysunku nr 37. Na osi odciętych odłożono dynamikę PKB, a na osi rzędnych dynamikę CPI.

Cztery pierwsze segmenty przedstawiają zależność dodatnią, co oznacza, że wraz ze wzrostem stopy zmian PKB wzrasta stopa inflacji. Taki kierunek powiązania jest zgodny z teorią makroekonomii, ponieważ lepsza koniunktura stwarza presję na wzrost cen. Dokonuje się to jednak z pewnym opóźnieniem, uwzględnionym w poszczególnych segmentach w modelu. Zasadniczą natomiast różnicą postaci analitycznej segmentów jest inny współczynnik stojący przy zmiennej niezależnej. Można zauważyć, że w drugim segmencie jest on około dwa razy mniejszy niż w pierwszym, a w trzecim około dwa razy mniejszy niż w drugim. Kształt badanego powiązania od początku 2004 r. ulegał zatem spłaszczeniu z uwzględnieniem czterokwartalnego opóźnienia w tych segmentach, co jest zgodne z przedstawianymi w podrozdziale 1.3.1 współczesnymi badaniami nad krótkookresową krzywą Phillipsa w warunkach niskiej inflacji oraz deflacji, w szczególności w obliczu sztywności w dostosowaniach cenowo-płacowych (por. Wojtyna, 1999a, s. 23–28). Dodatkowym czynnikiem, który wpłynął na wypłaszczenie kształtu zależności, były procesy integracyjne i globalizacyjne, w których uczestniczy polska gospodarka, w szczególności zintensyfikowane akcesją do UE w 2004 r. (Kokoszczynski, 2009, s. 101–119; Ząbkowicz, 2003, s. 4–12).

Płaski kształt powiązania obu zmiennych przyniósł poważne konsekwencje dla polityki pieniężnej w Polsce realizowanej w XXI w. pod kątem możliwości stabilizacji dynamiki cen na poziomie pożądanej stopy inflacji. Przede wszystkim świadczy on o tym, że pobudzanie koniunktury w krótkim czasie we wskazanych podokresach prowadziło do relatywnie mniejszego wzrostu inflacji. Oczekiwania inflacyjne były na niskim poziomie, a inflacja była bardziej stabilna i w mniejszym stopniu reagowała na krótkookresową poprawę dynamiki PKB. W kontekście strategii polityki pieniężnej w Polsce opartej na strategii BCI oznacza to większe możliwości realizowania drugorzędowego celu polityki pieniężnej z ograniczonym negatywnym wpływem na osiągnięcie celu inflacyjnego. W konsekwencji pojawiła się możliwość prowadzenia bardziej elastycznej formy BCI. Z drugiej jednak strony płaski kształt zależności sugeruje, że pró-

²⁰ W badaniu dokonano jedynie wstępnej oceny jakości uzyskanego modelu. Wynika to z tego, że celem jego sformułowania nie jest jak najlepsze modelowanie analizowanej zależności, ale uchwycenie w niej określonych prawidłowości, a mianowicie zmiany postaci analitycznej powiązania, w tym przypadku – kąta nachylenia funkcji liniowej. Oceniono, przy pomocy współczynnika determinacji R^2 , że dopasowanie danych teoretycznych do danych empirycznych jest przynajmniej zadawalające. Obliczono również współczynniki zmienności losowej i porównano z wartością graniczną $W = 20\%$. Wyniki dla różnych segmentów okazały się zarówno wyższe, jak i niższe w stosunku do niej, ale pod kątem celów niniejszego badania możemy uznać je za dostateczne. Oceniono również istotność parametrów przy zmiennej objaśniającej dla wyznaczonych segmentów.

ba dalszego ograniczania inflacji stała się nieopłacalna, gdyż spowodowałaby znaczne straty w tempie zmian PKB.

Wypłaszczenie badanej zależności zostało zaburzone w obliczu ogólnoświatowego kryzysu finansowego i gospodarczego. Rozpatrując kolejny segment modelu o punkcie zwrotnym w pierwszym kwartale 2010 r., można dostrzec, po pierwsze, zwiększenie nachylenia zależności, a po drugie, zmniejszenie opóźnienia do trzech kwartałów. Takie opóźnienie również występuje w ostatnim podokresie, mającym punkt zwrotny w trzecim kwartale 2012 r. Pierwsze zjawisko niesie konsekwencje odwrotne do wcześniej opisanych i związanych z wypłaszczeniem zależności. Drugie zjawisko może być przejawem pokryzysowego usprawnienia mechanizmów cenowo-płacowych i ukazuje szybsze dostosowania dynamiki cen do zmian koniunkturalnych. Należy je odczytywać pozytywnie w kontekście prowadzenia strategii polityki pieniężnej opartej na kontroli dynamiki cen, jednak analizowany okres można określić mianem pokryzysowej destabilizacji.

Najciekawszym i najtrudniejszym do interpretacji jest ostatni segment, którego punkt zwrotny przypada na trzeci kwartał 2012 r. Z jednej bowiem strony okres ten obejmuje wszystkie przypadki występowania deflacji w Polsce w XXI w., a z drugiej analizowana zależność zaskakująco zmieniła kierunek na ujemny, co trudno wytłumaczyć z punktu widzenia konsensu teorii ekonomii. Rozpatrując to bezkrytycznie, można sformułować wniosek, że poprawa koniunktury wiąże się z osłabieniem dynamiki cen, a przede wszystkim z deflacją. W takich warunkach walka z deflacją nie ma sensu, ponieważ przyczynia się do osłabienia dynamiki PKB. Takie wnioski świadczą o tym, że deflacja w Polsce w ostatnich latach miała przede wszystkim charakter podażowy i wynikała głównie z szoku na światowych rynkach surowcowych, w tym ropy naftowej, i w konsekwencji zasługuje na miano „dobrej”.

W celu potwierdzenia tej tezy podjęto dalsze badania z wykorzystaniem, po pierwsze, wskaźnika MOG, w celu oceny sytuacji gospodarczej w obliczu deflacji, a po drugie, wskaźnika zagrożeń deflacyjnych, w celu diagnozy negatywnych przesłanek deflacji w Polsce. W pierwszej części badania uwzględniono cztery warianty: MOG1, MOG2, MOG3, MOG4. Wariant 1 jest analogiczny do przypadku badań dla Japonii (podrozdział 3.3.1) i UE (podrozdział 4.1.2). W wariacie 2 (formuła 4.2) wszystkie zmienne, nie tylko zmienną dotyczącą dynamiki ogólnego poziomu cen, potraktowano jako nominanty. Zbadano odchylenia faktycznych wartości poszczególnych zmiennych od pożądaných. Wykorzystując w formule 4.2 wartość absolutną, symetrycznie potraktowano zarówno odchylenia w górę, jak i w dół. MOG może zatem przyjmować wartości z przedziału $\langle 0, \infty \rangle$. Przyjęto jako optymalne wartości zmiennych: średnią stopę dynamiki PKB i bezrobocia dla całego okresu badawczego, centralną wartość celu inflacyjnego w Polsce (2,5%) i strefie euro (2%) oraz 3-procentową

relację deficytu do PKB. W wariancie 3 (formuła 4.3) podjęto próbę wyeliminowania wpływu sytuacji zewnętrznej na wartość analizowanej miary dla Polski. Wariant ten ukazuje relatywną sytuację makro gospodarczą w Polsce na tle UE28. Wartości dodatnie oznaczają gorszą, a ujemne lepszą relatywną sytuację Polski w stosunku do UE28:

$$MOG2t = \frac{(|\Pi_t - \Pi^*| + |DEft - DEF^*| + |U_t - U^*| + |RDPKB_t - RDPKB^*|)}{4}, \quad (4.2)$$

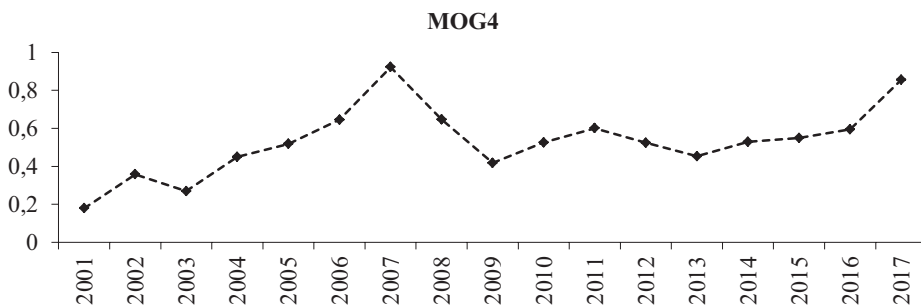
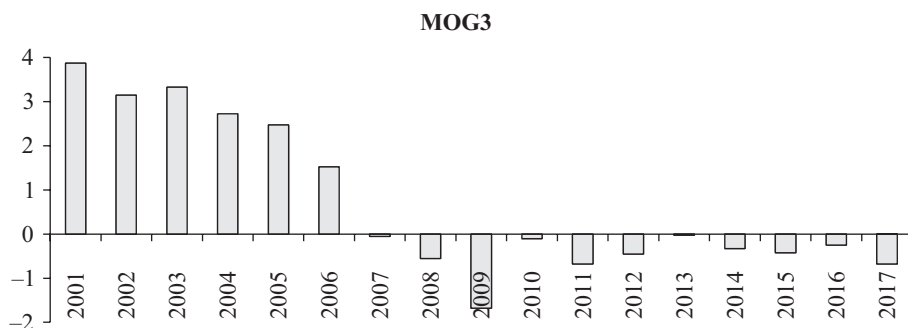
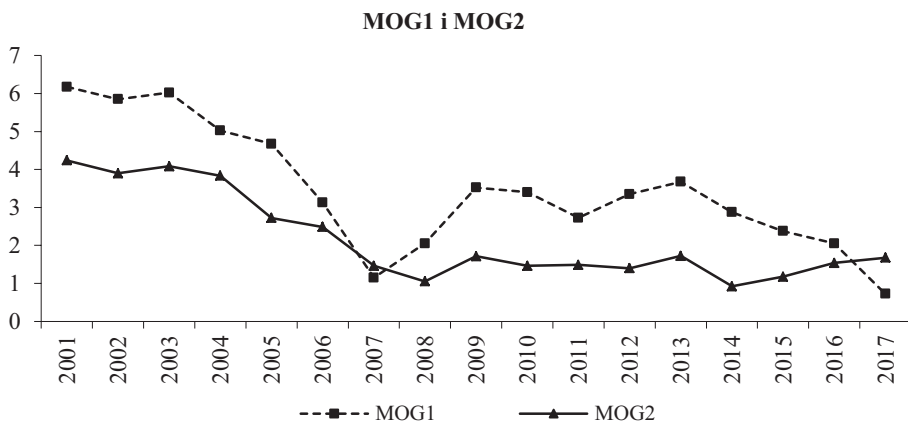
$$MOG3t = MOG2tPL - MOG2tUE28, \quad (4.3)$$

gdzie:

oznaczenia jak wcześniej,
MOG2tPL – miernik MOG w wariancie 2 dla Polski,
MOG2tUE28 – miernik MOG w wariancie 2 dla UE28,
RDPKB – realna dynamika PKB,
 gwiazdkami oznaczono wartości nominalne (pożądane, docelowe) poszczególnych zmiennych.

Wobec sformułowanych powyżej wariantów miernika można by postawić zarzut, że polega on na sumowaniu wielkości o różnym charakterze, w tym różnej skali wartości. Można go jednak, po pierwsze, odeprzeć, zauważając, że w opracowaniu nie są wyciągane wnioski na podstawie bezwzględnych wartości obliczonych ocen, ale na podstawie ich dynamiki, a poza tym skala zmienności elementów składowych MOG jest porównywalna. Po drugie, można dokonać korekty wskaźnika, wykorzystując do tego celu wielowymiarową analizę porównawczą, która umożliwia syntetyczne badanie zjawisk złożonych. Szczegółowy opis procedury badawczej w tym zakresie został przedstawiony przez Błaszczyka i Pająka (2012, s. 21–37). Należy jednak zaznaczyć, że w tym przypadku, w celu stymulacji zmiennych, wykorzystano przekształcenie różnicowe, charakterystyczne zarówno dla skali przedziałowej, jak i ilorazowej (Panek, 2009, s. 15, 36–37). Normalizacja wszystkich zmiennych została przeprowadzona w formie unitaryzacji. Na podstawie uzyskanych w ten sposób zmiennych, które się charakteryzują porównywalnością i są wyrażone w tych samych jednostkach, można obliczyć MOG w wariancie 5, który w przeciwieństwie do poprzednich ma charakter stymulanty. Wyniki szacunków MOG we wskazanych wariantach zostały zaprezentowane na rysunku nr 38.

Analizując wyniki w sposób ogólny dla całego okresu badawczego i patrząc przez pryzmat wszystkich wariantów, dostrzega się poprawę sytuacji gospodarczej w Polsce od początku XXI w. przy nieznacznym pogorszeniu w 2002 r. (dla wariantów MOG1 i MOG2) lub 2003 r. (dla wariantów MOG3



Rysunek nr 38. Szacunki wariantów MOG dla Polski w latach 2001–2017

Źródło: Na podstawie danych Eurostat.

i MOG4). W kolejnych latach, do czasu kryzysu sytuacja gospodarcza poprawiała się, a uwzględniając wariant MOG4, była w 2007 r. najlepsza od początku XXI w. Dalej w kolejnych dwóch latach kryzysowych sytuacja uległa pogorszeniu w ujęciu absolutnym, by następnie ulec nieznacznej poprawie i zasadniczo stabilizacji do końca okresu badawczego. Obrazuje to np. mała zmienność wartości MOG2 w latach 2007–2017. Jeśli chodzi o wariant MOG3, uwzględniający sytuację gospodarczą w relacji do średniej w UE28, najlepszy stan polskiej

gospodarki odnotowano w warunkach epicentrum kryzysu w 2009 r. Dodatkowo w okresie od 2007 r. ocena MOG3 nie jest gorsza niż średnio w UE. Świadczy to o tym, że ogólnosiwiatowe załamanie finansowe i gospodarcze nie wywarło zbyt dużego negatywnego wpływu na makroekonomiczną kondycję polskiej gospodarki w porównaniu do innych krajów europejskich, zarówno w ujęciu krótko-, jak i długookresowym.

W celu rozpoznania uwarunkowań deflacyjnych należy spojrzeć na wyniki szacunków MOG w szczególności w odniesieniu do lat 2014–2016, kiedy mieliśmy do czynienia z ujemną dynamiką CPI. Wszystkie warianty, oprócz MOG2²¹ wskazują na poprawę sytuacji gospodarczej w porównaniu do roku 2013 r., w wariantcie MOG2 z kolei w 2014 r. W 2017 r., gdy deflacja ustąpiła, sytuacja nadal się poprawiała we wszystkich zaprezentowanych wariantach MOG. Nie można zatem twierdzić, że w Polsce pojawiła się „zła” odmiana deflacji.

W celu ostatecznej weryfikacji tej tezy dokonano rozpoznania czynników zagrożeń deflacyjnych, szacując miernik autorstwa Kumara i zespołu (2003) (zob. podrozdział 1.1.2) dla Polski w XXI w. W badaniu przyjęto szereg założeń metodycznych, które zostały szerzej omówione w innym opracowaniu autora (np. Błaszczuk, 2011, s. 329–341). Sprawiają one, że miernik tutaj prezentowany nieco różni się od oryginalnego, co zdaniem autora zwiększa jego wartość w zakresie diagnozy czynników zagrożenia deflacyjnego. Tam, gdzie było to możliwe, wykorzystywano dane średnioroczne, w dalszej kolejności dane za ostatni kwartał lub miesiąc danego roku. Dla wszystkich czynników przyjęto jednakowe wagi. Dane pobrano ze wskazanych źródeł w maju 2018 r. Wyniki zaprezentowano w tabeli nr 14.

W XXI w. zagregowana miara ryzyka deflacyjnego dla Polski kształtowała się między 0,09 (dla: 2007 r. i 2011 r.) a 0,45 (dla: 2002 r. oraz dla lat 2014–2016). W badanym okresie zagrożenie deflacyjne w Polsce było zatem minimalne, niskie lub umiarkowane. Co ważne umiarkowane ryzyko wystąpiło w ostatnich trzech latach, kiedy faktycznie wystąpiła deflacja, ale także w 2002 r. W tym drugim przypadku wynikało to z ogólnie słabej sytuacji finansowej i gospodarczej w Polsce, która jednak nie wywołała spadku ogólnego poziomu cen, a jedynie przyczyniła się do spadku w ujęciu bazowym i z uwzględnieniem miernika po wyłączeniu cen administrowanych.

W trzech latach, kiedy wystąpiła faktyczna deflacja, zagrożenie deflacyjne również nie okazało się wysokie. Wynikało ono głównie z trzech pierwszych

²¹ W wariantcie MOG1 pewna niestabilność w ostatnich latach wynikała ze spadku stopy bezrobocia poniżej wartości nominalnej. Biorąc pod uwagę, że dla Polski wartość ta jest relatywnie wysoka i wynika przede wszystkim z nienaturalnie wysokiej stopy bezrobocia w latach wcześniejszych, takiego odchylenia w dół nie można traktować negatywnie. Generalnie zastosowanie tego wariantu MOG dla krajów rozwijających się i odczuwających długookresowe skutki transformacji systemowej wydaje się mniej zasadne.

Tabela nr 14. Szacunki miernika zagrożenia deflacyjnego w Polsce w latach 2001–2017

Czynniki ryzyka deflacyjnego (zgodnie z numeracją w tab. nr 1 w punkcie I.1.1.2)	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	1	0
2	0	1	0	0	0	1	0	0	0	0	0	0	1	1	1	1	0
3	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	1	1	1	0
4	1	1	0	0	0	0	0	1	1	0	0	1	0	0	0	0	0
5	0	0	1	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
6	1	1	1	1	1	0	0	0	0	1	1	1	1	1	1	1	0
7	0	0	0	0	0	0	0	1	1	0	0	0	0	0	0	0	0
8	1	0	0	0	1	0	0	1	0	1	0	0	0	0	0	0	0
9	0	1	0	1	0	0	0	0	1	0	0	1	0	0	0	0	0
10	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	0	0	0
11	0	1	1	0	0	0	1	0	0	0	0	0	0	1	1	1	1
Miernik ryzyka deflacyjnego	0,27	0,45	0,27	0,18	0,18	0,18	0,09	0,27	0,27	0,18	0,09	0,27	0,27	0,45	0,45	0,45	0,09
Rodzaj ryzyka	N	U	N	M	M	M	M	N	N	M	M	N	N	U	U	U	M

M – Ryzyko minimalne; N – ryzyko niskie; U – ryzyko umiarkowane.

Źródło: Na podstawie danych: Eurostat, GUS, OECD, NBP.

miar cząstkowych odnoszących się do dynamiki cen (CPI, deflatora i bazowej), a nie z szerszego zakresu czynników finansowych i realnych. Wiązało się to z relatywnie dobrą sytuacją gospodarczą Polski, która ma odzwierciedlenie we wcześniejszym badaniu dotyczącym MOG. Potwierdza to tezę o występowaniu w Polsce w ostatnich latach „dobrej” odmiany deflacji. Nie należy jednak w przyszłości lekceważyć tych doświadczeń, ze względu na możliwość transformacji deflacji „dobrej” w „złą”, np. przy wystąpieniu niekorzystnych uwarunkowań gospodarczych, w tym zewnętrznych, powiązanych z nieodpowiednią polityką pieniężną w zakresie kształtowania i realizacji strategii, jak to miało miejsce w Japonii.

4.3.2. Ocena strategii bezpośredniego celu inflacyjnego w Polsce wobec deflacji

W celu uporządkowania treści w tym podrozdziale na wstępie należy się odnieść do metodyki oceny strategii polityki pieniężnej w Polsce w odniesieniu do deflacji. Generalnie polityka pieniężna może być oceniana z perspektywy operacyjnej, głównie krótkookresowej, lub strategicznej, głównie średnio- i długookresowej. W tym miejscu posłużono się głównie oceną drugiego typu, a jej zasadniczym celem jest weryfikacja dopasowania kształtu strategii NBP do uwarunkowań, jakie stworzyła deflacja w Polsce w latach 2014–2016.

Metodyka oceny w tym ujęciu wynika z istoty strategii polityki pieniężnej i jej instytucjonalnych uwarunkowań (zob. podrozdział 2.1). Mogą być zastosowane różne narzędzia, uporządkowane w odpowiedniej, logicznej kolejności, np. od bardziej ogólnych do szczegółowych. Całokształt takiej procedury badawczej został zaproponowany przez autora w celu oceny polityki pieniężnej w Polsce w warunkach niskiej inflacji w latach 2002–2006 (Błaszczyk, 2010b, s. 203–206). Ogólnie odnosi się ona do kilku etapów:

- ogólnej oceny typu strategii polityki pieniężnej,
- oceny w zakresie celów strategicznych, w tym głównie stabilności cen,
- oceny w zakresie instrumentów i ich powiązania z celami,
- szczegółowej oceny wariantu BCI.

Na poszczególnych etapach można zastosować odpowiednie narzędzia, włączając statystyczne i ekonometryczne (Błaszczyk, 2010b, s. 206).

W tym miejscu, mając na uwadze cele i specyfikę niniejszej pracy oraz odniesienie do uwarunkowań deflacyjnych, nieco zmodyfikowano procedurę, uwzględniając odpowiednie narzędzia badawcze. W pierwszej kolejności, jako tło do dalszych analiz, skrótowo przedstawiono typ strategii polityki pieniężnej stosowany przez NBP w XXI w., a zwłaszcza gdy występowała deflacja, tj. w latach 2014–2016. Układ kolejnych etapów został zasadniczo utrzymany

z wyjątkiem oceny odnoszącej się do płaszczyzny celów, która w dużym stopniu ma odzwierciedlenie w poprzednim podrozdziale. Dokonano tam m.in. oceny stabilności dynamiki ogólnego poziomu cen, powiązania tej dynamiki ze zmianami PKB, a także oszacowano ryzyko deflacyjne wraz z oceną typu deflacji w Polsce. Dodatkowo zastosowana tutaj procedura oceny została uzupełniona wnioskami i propozycjami zmian strategii polityki pieniężnej NBP w obliczu deflacji.

Na wstępie badania należy zaznaczyć, że polityka pieniężna w Polsce od 1999 r. jest realizowana w ramach BCI. Strategia została wprowadzona w celu dokończenia procesu dezinflacji rozpoczętego po transformacji gospodarczej z początku lat 90. (por. Polański, 1998). Warto mieć na uwadze przyczyny i uwarunkowania zmiany i wyboru tej strategii, które były szeroko komentowane zarówno w kręgach akademickich, jak i praktyki gospodarczej (Christoffersen i Wescott, 1999; Christoffersen, Slok i Wescott, 2001). Mimo braku zasadniczej zmiany typu strategii do dnia dzisiejszego, BCI w Polsce ewaluował w kierunku „czystej” postaci.

Po pierwsze, od kwietnia 2000 r. strategia ta jest formalnie realizowana w ramach całkowicie płynnego kursu walutowego. Pewne wątpliwości w tym zakresie nastąpiły w 2006 r., gdy NBP postanowił włączyć do zestawu możliwości do wykorzystania instrumentów interwencji walutowe. Jednak celowość takiej decyzji wynikała przede wszystkim z perspektywy akcesji do strefy euro i konieczności kontroli kursu walutowego w ramach systemu ERM2, do którego Polska nie przystąpiła od momentu akcesji do UE w 2004 r. Można zatem uznać, że jest to instrument doraźny, perspektywicznie niepodważający płynnego kursu walutowego w Polsce.

Po drugie, mniej więcej w 2002 r., wraz z osiągnięciem niskiej dynamiki ogólnego poziomu cen, zakończył się proces dezinflacji w Polsce. Rozpoczął się nowy etap realizacji BCI, którego celem jest stabilizacja inflacji i oczekiwań na niskim i stabilnym poziomie. Odzwierciedleniem tego było wprowadzenie w 2004 r. ciągłego celu inflacyjnego o wartości CPI 2,5% +/-1 pkt proc. jako składowej definicji stabilności cen NBP, która obowiązuje do dzisiaj. W tym kontekście pojawiły się nowe wyzwania dla polityki pieniężnej dotyczące niskiej, w tym bardzo niskiej inflacji, a w ostatnich latach zagrożeń deflacyjnych. Obok zagrożeń, w tym analizowanych w rozdziale 1 niniejszej pracy, a także w innym opracowaniu autora (Błaszczuk, 2010b, rozdział 4), pojawiły się również szanse, m.in. możliwość osiągnięcia bardziej elastycznej formy BCI. Przy ustabilizowanej inflacji i zakorzenionych oczekiwaniach występuje bowiem możliwość osiągnięcia drugorzędowych celów przewidzianych w dokumentach NBP, a nawet Konstytucji RP, określających ramy strategii polityki pieniężnej w Polsce.

Tabela nr 15. Strategia polityki pieniężnej w Polsce w XXI w. na tle wzorca BCI

Poziom strategii	Elementy wzorca	Ocena BCI w Polsce
Cele strategiczne	stabilność cen jako główny cel polityki pieniężnej	+
	ogłaszanie celów ilościowych	+
	cel średniookresowy lub długookresowy	+
Sposób realizacji celów	publikowanie prognoz/projekcji inflacji i pkb	+
	intensywna komunikacja z otoczeniem	+
Instrumenty	niezależność w zakresie instrumentów	+
	krótkoterminowe stopy procentowe jako podstawowy instrument polityki pieniężnej	+
Instytucjonalne uwarunkowania	niezależność banku centralnego	+
	system płynnego kursu walutowego	+
	przejrzystość strategii i działań operacyjnych	+
	koordynacja polityki pieniężnej i fiskalnej	+/-

Źródło: Na podstawie: (Kokoszcyński, 2004b, s. 242).

Podsumowując, do dnia dzisiejszego i w obliczu wystąpienia uwarunkowań deflacyjnych BCI w Polsce spełniał standardy stawiane przed tą strategią w teorii i praktyce, często formułowanych w postaci wzorca (tabela nr 15).

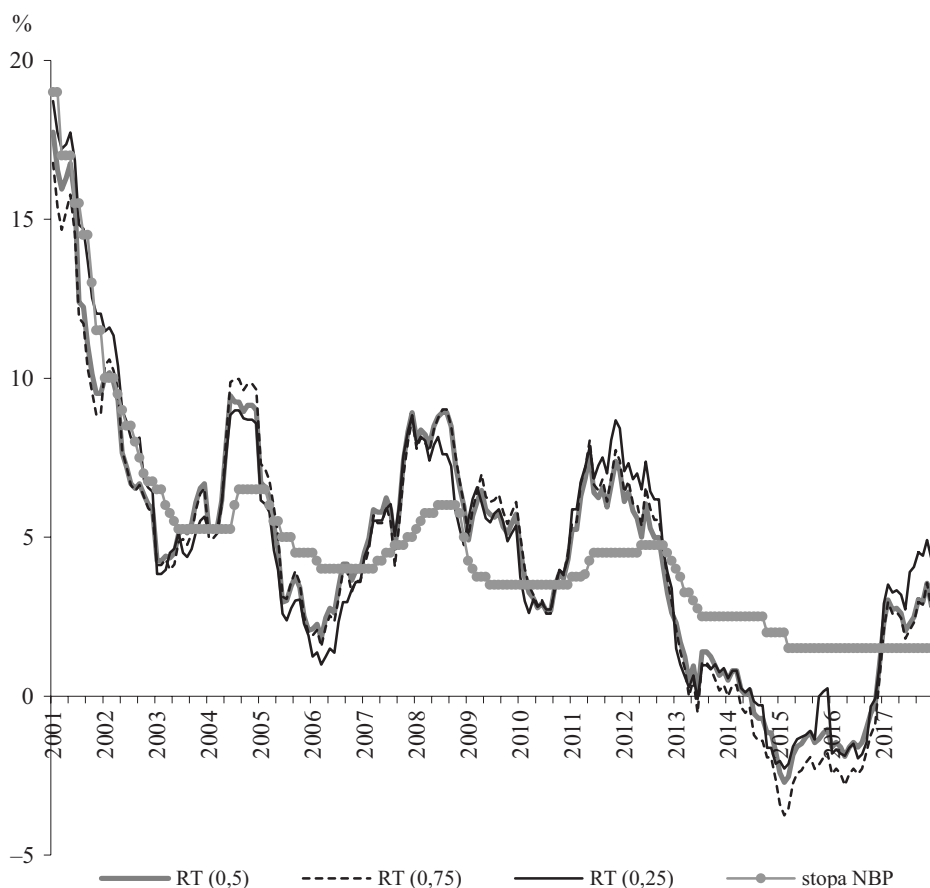
Zaproponowany wzorzec został skonstruowany przez autora na podstawie literatury przedmiotu oraz blisko trzydziestoletnich, zapoczątkowanych przez Nową Zelandię doświadczeń dotyczących BCI na całym świecie, z uwzględnieniem opracowań głównie Kokoszcyńskiego (2004b, s. 242), a także Bernanke, Laubacha, Mishkina i Posena (1999) oraz Svenssona (2000a, s. 95–99). Poszczególne cechy wzorcowe zostały pogrupowane zgodnie ze schematem strategii polityki pieniężnej przyjętym w niniejszym opracowaniu, a przede wszystkim mającym odzwierciedlenie w rozdziale drugim.

Przedstawiona w ostatniej kolumnie tabeli 15 ocena BCI w Polsce jest prawie całkowicie pozytywna. Tylko ocena koordynacji polityki pieniężnej i fiskalnej nie jest jednoznaczna. W ostatnich latach występują zarówno przejawy pozytywne, jak i negatywne współpracy na linii bank centralny i rząd. Nie wystąpiła jednak klarowna przesłanka dla konieczności nasilenia współpracy obu filarów polityki gospodarczej, np. w postaci akcesji do strefy euro (por. Borowiec 2005, s. 162–168; Błaszczuk i Zwierzchlewski, 2015, s. 38–44), czy konieczności wyjścia ze „złej” odmiany deflacji (zob. podrozdział 2.2.2). W takiej sytuacji strategii polityki pieniężnej w Polsce w można ocenić jako BCI w „czystej” postaci.

W ramach bardziej szczegółowej oceny strategii polityki pieniężnej w Polsce warto się odnieść do problemu DGNSP. Należy zadać pytanie, czy wystąpił on w warunkach deflacji i czy w związku z tym w sferze instrumentów strategia BCI w Polsce była sprawna. Z rysunku nr 39 można odczytać, że zerowe ogra-

niczenie stóp procentowych nie wystąpiło w odniesieniu do stopy referencyjnej, ale także w przypadku pozostałych stóp NBP. Wszystkie krótkoterminowe stopy procentowe ustalane przez bank centralny były dodatnie. Stopa referencyjna od marca 2015 r. do końca 2017 r., kształtowała się co prawda na poziomie niższym od transformacji systemowej, w szczególności w XXI w., ale była to wartość dodatnia, wynosząca 1,5%. Dla porównania w warunkach deflacji wiele banków centralnych na świecie notowało zerowe, a nawet ujemne nominalne stopy procentowe.

Mimo że problem zerowej granicy nominalnych stóp procentowych w Polsce nie wystąpił, to takie obserwacje nie świadczą o tym, że stopy NBP były dostatecznie elastyczne (w ujęciu nominalnym oraz realnym) i nie wystąpiło dolne, dodatnie ich ograniczenie. W celu pogłębienia analiz w tym zakresie ponownie,



Rysunek nr 39. Szacunki nominalnej stopy wynikającej z reguły Taylora na tle stopy referencyjnej NBP w latach 2001–2017

Źródło: Na podstawie danych NBP, GUS, OECD, Eurostat.

jak w przypadku strefy euro (podrozdział 4.2.2), można zestawić stopę NBP ze stopą oszacowaną zgodnie z regułą Taylora. W badaniu wykorzystano funkcję z równania 2.8. Procedura badawcza jest zbliżona do tej z podrozdziału 4.2.2 w odniesieniu do doświadczeń EBC. Uwzględniono tu stopę referencyjną, która jest podstawową stopą NBP i jej zbieżność ze stopą oszacowaną na podstawie reguły była największa w porównaniu do stopy depozytywnej, lombardowej i re-dyskontowej. Dane o realnej stopie procentowej równowagi zostały oszacowane m.in. na podstawie badań własnych polegających na testach różnych wartości w zakresie dopasowania szacunków reguły do danych rzeczywistych. W konsekwencji stopa ta przyjęła wartość maksymalną 8% dla początku okresu badawczego, a następnie spadała, by od 2010 r. przyjąć wartość 1%. Luka inflacyjna została obliczona jako różnica między rzeczywistą inflacją mierzoną CPI (miesiąc bieżący do analogicznego miesiąca roku poprzedniego) i wartością 2,5% celu inflacyjnego. Dla celów badawczych na rysunku nr 39 uwzględniono szacunki reguły Taylora w trzech wariantach z wagami przy luce inflacji równymi 0,25; 0,5 oraz 0,75, czyli także w sytuacji nadrzędnego lub równorzędnego traktowania luki produkcji w stosunku do luki inflacji²².

Nie komentując jeszcze bezpośrednio okresu deflacji, można sformułować kilka wniosków ogólnych dotyczących porównania stopy referencyjnej z szacunkami wynikającymi z reguły Taylora, które stanowią tło dla późniejszych rozważań. Na rysunku można zaobserwować dużą zbieżność szeregów, o czym świadczy wysoki współczynnik korelacji oraz zbliżone wartości średnie. Natomiast jeśli chodzi o zasadnicze różnice, to po pierwsze, należy dostrzec pewne opóźnienie, a po drugie, mniejszą zmienność stopy NBP w stosunku do RT. Może to świadczyć o tym, że władze pieniężne nie postępują nagle i pochopnie, nie chcą zaskakiwać podmiotów sektora prywatnego zbyt częstymi i dużymi zmianami stopy procentowej. Czekają z decyzją na rozwój sytuacji gospodarczej, w szczególności patrząc na jej wpływ na oczekiwania inflacyjne. Dążą do stabilizacji stopy procentowej, co jest zgodne z instytucjonalnymi uwarunkowaniami współczesnej polityki pieniężnej w warunkach niskiej inflacji. Stabilizacja cen nie musi wymagać zbyt nagłych i dużych zmian stóp procentowych ani w górę, ani w dół, jeśli oczekiwania inflacyjne są zakorzenione, a działania banku centralnego wiarygodne, przejrzyste oraz odpowiednio rozłożone w czasie i ukierunkowane na przyszłość. Dzięki temu może się wykształcić samoczynny mechanizm ochronny, w szczególności przed wystąpieniem deflacji oraz DGNSP. Taka wstrzemięźliwość w działaniach RPP w ostatnich latach jest widoczna zarówno podczas pojawienia się deflacji – gdy stopy zostały zredu-

²² W badaniach bardziej szczegółowych uwzględniono więcej wag z przedziału (0, 1). Użyte wnioski są zgodne z prezentowanymi w niniejszym tekście, gdzie uwzględniono przykładowe wagi.

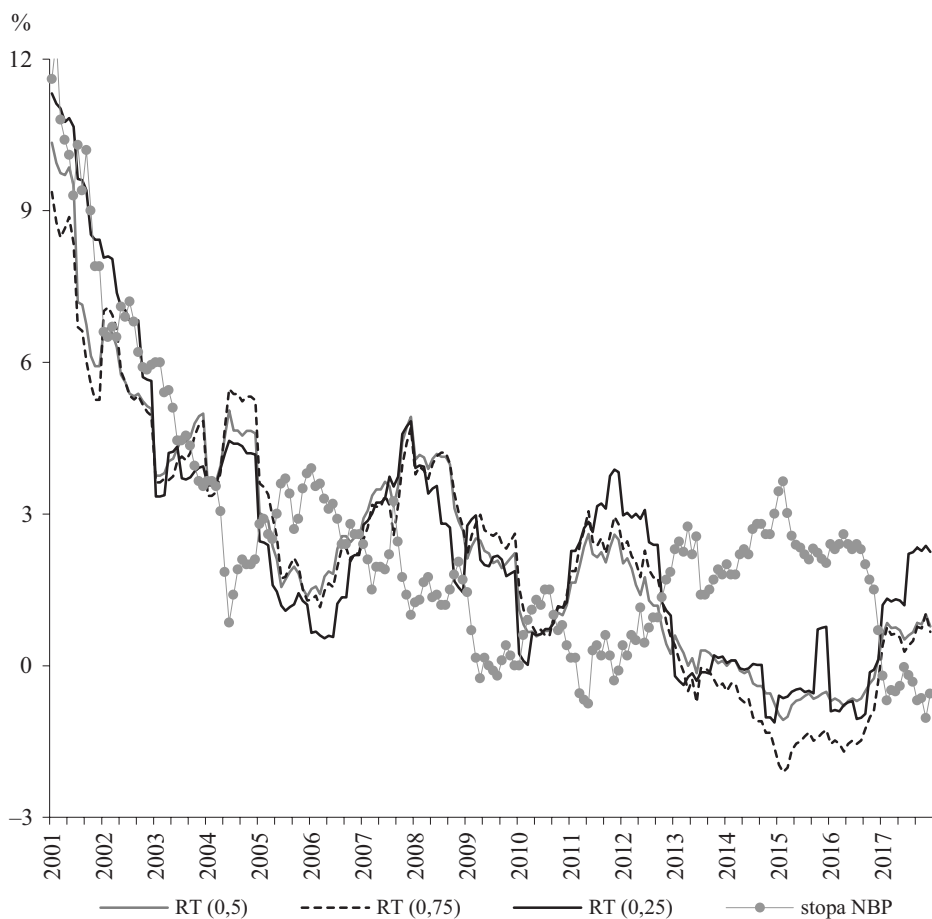
kowane z opóźnieniem i w mniejszym stopniu niż wskazuje reguła Taylora, jak i obecnie w warunkach reflacji – gdy stopy pozostają bez zmian.

Jeśli chodzi o porównanie wariantów RT, to najwyższy współczynnik korelacji uzyskano dla RT (0,25) i wyniósł 0,87. W tym przypadku wartość średnia (4,7) była również najbardziej zbliżona do średniej stopy referencyjnej (4,75) spośród wszystkich wariantów RT. Może to świadczyć o tym, że w całym okresie badawczym dominowało bardziej luźne nastawienie w ramach BCI. Władze monetarne koncentrowały się nie tylko na celu inflacyjnym, ale również na celach drugorzędowych, w tym w odniesieniu do PKB. Takie podejście jest zgodne z zaleceniami dotyczącymi realizacji BCI na etapie stabilizacji inflacji na niskim i optymalnym poziomie, już po zrealizowaniu etapu dezinflacji oraz gdy oczekiwania inflacyjne są zakorzenione, a faktyczna inflacja jest niska i stabilna. Należy mieć jednak na uwadze, że ocena realizowanego wariantu BCI jest w tym miejscu pewnym uogólnieniem dla długiego kilkunastoletniego okresu. Ocena taka powinna być prowadzona regularnie, dla krótszych przedziałów czasowych, z uwzględnieniem zmienności wariantów BCI.

Odnosząc się natomiast do okresu deflacji i rozważając problem DGNSP, należy zauważyć, że zgodność porównywanych szeregów czasowych została zaburzona. Wskazania reguły Taylora odchyłały się znacznie w dół w stosunku do faktycznej stopy NBP. Odchylenia te były największe od początku XXI w. Współczynnik korelacji był bardzo niski i dodatni dla RT (0,50) oraz RT (0,75) i wyniósł 0,28. Co ciekawe dla RT (0,25) był on tym razem najniższy i dodatkowo ujemny (-0,09). Świadczy to o większej koncentracji władz na dynamice cen i bardziej sztywnej formie BCI, co w przypadku deflacji jest pożądane (por. dalej).

W obliczu deflacji funkcja reakcji o postaci reguły Taylora wskazuje na konieczność obniżenia stopy poniżej wartości obserwowanych w praktyce. Zalecana stopa powinna być ujemna w większości miesięcy, gdy występowała deflacja, we wszystkich wariantach RT, a w przypadku RT (0,75) nawet na kilka miesięcy przed wystąpieniem deflacji. Świadczy to o wystąpieniu sztywności stóp nominalnych, mimo że nie były one zerowe. Wystąpiło dolne, ale niezerowe ograniczenie nominalnych stóp NBP.

Sztywności stóp procentowych NBP uwidoczniły się także w ujęciu realnym (rysunek nr 40). W obliczu deflacji i konieczności pobudzenia dynamiki cen pożądane byłoby obniżenie stopy realnej, w tym nawet do wartości ujemnych. Takie wskazania wynikają także z szacunków reguły Taylora w ujęciu realnym na rysunku nr 40. Ujemną wartość realną stopy referencyjnej odnotowano jedynie sporadycznie w 2009 r. oraz 2011 r., ale w obliczu relatywnie wysokiej inflacji, najczęściej przekraczającej górną granicę celu, czyli 3,5%. W warunkach deflacji realna stopa była zdecydowanie dodatnia, a w lutym 2015 r. najwyższa od marca 2006r.



Rysunek nr 40. Szacunki stopy wynikającej z reguły Taylora na tle stopy referencyjnej NBP w ujęciu realnym w latach 2001–2017

Źródło: Na podstawie danych NBP, GUS, OECD, Eurostat.

Trzeba więc zadać pytanie o przyczyny wystąpienia sztywności stóp procentowych NBP. Odpowiedzi należy szukać w przesłankach, które zadecydowały o tym, że RPP nie obniżyła stóp nominalnych, mimo że pozostała jeszcze do tego przestrzeń. W skrajnym przypadku można by nawet zastosować stopy zerowe, a nawet ujemne. Po pierwsze, należy zauważyć, że deflacja w ostatnich latach miała zasadniczo „dobry” charakter i nie było istotnych oznak jej transformacji w „złą” odmianę. Wynikała przede wszystkim ze spadku cen surowców, w tym ropy naftowej, na rynkach światowych. Po drugie, w związku z pierwszą przesłanką należało oczekiwać, że deflacja będzie mieć charakter przejściowy i w średnim horyzoncie czasowym, gdy główna jej przyczyna ustąpi, tj. ceny surowców zaczną wzrastać, dynamika ogólnego pozio-

mu cen będzie ponownie dodatnia i powróci do pasma celu inflacyjnego. Po trzecie, ogólna sytuacja makroekonomiczna była dobra i decydenci zostawili sobie pewną barierę bezpieczeństwa, gdyby uległa ona pogorszeniu, a w szczególności gdyby deflacja zmieniła swoją postać na „złą”. Po czwarte, wystąpiła obawa przed obniżeniem stóp do zera lub poniżej. W takiej sytuacji władze pozbyłyby się głównego narzędzia oddziaływania na gospodarkę, w tym na dynamikę cen. Mogłaby się pojawić konieczność wykorzystania niestandardowych instrumentów, którego zestawu jednak NBP oficjalnie nie sformułował, np. w postaci uporządkowanego planu awaryjnego. Nie występuje klarowne rozróżnienie standardowych i niestandardowych instrumentów, np. na stronie internetowej. W takiej sytuacji obniżenie stóp do zera doprowadziłoby do „bezbronności” władz pieniężnych i zamiast pobudzać oczekiwania inflacyjne wśród podmiotów gospodarczych i faktyczną dynamikę cen, wywołałoby efekt odwrotny, czyli pobudzałoby oczekiwania deflacyjne i przyczyniało się do pogłębiania deflacji. Mogłoby dojść do transformacji deflacji w „złą” odmianę.

Bardzo interesujące jest również zachowanie RPP w warunkach reflacji, głównie w 2017 r. Nastąpiło wtedy znaczne pobudzenie cen oraz dynamiki PKB, a realna stopa referencyjna była na ujemnym poziomie, osiągając nawet w listopadzie wartość minimalną od początku XXI w. Szacunki reguły Taylora wskazują na konieczność podwyższenia stopy referencyjnej. Tymczasem władze pieniężne w Polsce są, podobnie jak w warunkach deflacji, wstrzeźliwe w decyzjach. To, czy jest to polityka właściwa, będzie można ocenić za kilka lat. Na pewno jednak wpisuje się ona w ramy instrumentu polityki zerowej/minimalnej stopy procentowej, który zakłada nie tylko obniżenie stopy procentowej do zerowej/minimalnej wartości, ale też jej utrzymanie na stałym poziomie przez dłuższy czas, po ustąpieniu uwarunkowań deflacyjnych czy kryzysowych. Tak postępuje obecnie wiele banków centralnych, zarówno w obliczu ogólnoswiatowego kryzysu finansowego i gospodarczego, jak i deflacji. Nieprzestrzeżenie tego drugiego założenia, czyli zbyt szybkie podniesienie stopy procentowej, może zniweczyć skuteczność działań reflacyjnych i ogólnie utrudnić lub uniemożliwić wykorzystanie tego instrumentu w przyszłości, o czym się przekonał Bank Japonii²³.

Kontynuując badania empiryczne, należy zadać pytanie, czy mimo występowania sztywności stóp procentowych występował ich związek z dynamiką cen, a jeśli tak, to w jakiej postaci²⁴. W tym celu wykorzystano model wekto-

²³ Na temat wpływu kryzysu na transmisję polityki pieniężnej w Polsce por.: (Łyziak, Przystupa, Stanisławska i Wróbel, 2011, s. 81–102). Autorzy stwierdzają, że efektywność transmisji w obliczu uwarunkowań kryzysowych uległa pogorszeniu ze względu na wpływ zarówno na samą funkcję reakcji NBP, jak i strukturalne cechy gospodarki.

²⁴ Współczesne, poszerzone badania na temat mechanizmów transmisji polityki pieniężnej w Polsce zob. w: (Łyziak i Stanisławska, 2018).

rowej autoregresji (VAR)²⁵. Procedura badawcza składa się z kilku etapów. Na początku zbadano dynamiczną strukturę analizowanych szeregów czasowych, uwzględniając trend i sezonowość. Wyboru stopnia trendu dokonano, korzystając z tekstu F-Fishera (Osińska, 2007, s. 259–261). Sezonowość obu szeregów zbadano z wykorzystaniem modelu z sezonowymi zmiennymi zero-jedynkowymi. Następnie ustalono rząd opóźnienia w modelu VAR za pomocą kryterium Schwartza (BIC, kryterium Schwartz-Bayesian) oraz oszacowano parametry modelu VAR. Na tej podstawie dokonano analizy przyczynowości w sensie Grangera oraz egzogeniczności zmiennych w modelu (Osińska, 2007, s. 259–261). Podjęto również próbę oszacowania wektorowego modelu korekty błędem (ang. *vector error correction model*, VECM)²⁶.

W badaniu wykorzystano dane miesięczne dotyczące CPI (rok do roku) oraz stopy referencyjnej NBP. W celu uchwycenia specyfiki uwarunkowań deflacyjnych uwzględniono dwa podokresy, biorąc pod uwagę okres od początku XXI w., przede wszystkim ten, w którym występowała deflacja (liczebność próby równa 28 miesięcy, od lipca 2014 r. do października 2016 r.) oraz dla porównania wcześniejsze miesiące (liczebność próby równa 162 miesiące, od stycznia 2001 r. do czerwca 2014 r.)²⁷.

Badanie trendu wykazało, że w przypadku dynamiki cen on nie występuje, natomiast w przypadku stopy procentowej występuje trend stopnia drugiego, a w przypadku okresu, gdy deflacja nie występowała, pojawił się trend stopnia piątego. Próba dopasowania trendu wyższego rzędu nie powiodła się, wartość statystyki z próby okazała się niższa od wartości krytycznej testu F przy poziomie istotności równym 0,05. Nie było podstaw do odrzucenia hipotezy zerowej mówiącej w tym przypadku, że model stopnia trzeciego, a w porównywanym podokresie szóstego, posiada taką samą wariancję jak model stopnia drugiego/piątego²⁸. Jednak w dalszej części prac badawczych rozważono włączenie do modelu VAR trendu kwadratowego, a dla porównania liniowego. Jeśli chodzi o badanie sezonowości, to we wszystkich skonstruowanych modelach zero-jedynkowych dla obu zmiennych i dla obu podokresów okazało się, że zmienne są nieistotne, co wskazuje na jej brak²⁹.

²⁵ W ramach modeli VAR nie występuje podział na zmienne zależne i niezależne, ale jest podział na zmienne endo- i egzogeniczne. Zmienna może raz występować w roli przyczyny, a drugi raz skutku analizowanej zależności. W tym opracowaniu budowa modelu VAR została dokonana w programie komputerowym Gretl. O istocie modeli VAR zob. np. w: (Charemza i Deadman, 1997, s. 151–166).

²⁶ Szerzej o istocie VAR i VECM oraz kointegracji zob. w: (Maddala, 2006, s. 608–642; Welfe, 2013).

²⁷ Dla uproszczenia pominięto ostatnie dwa miesiące 2016 r. (listopad i grudzień) oraz 2017 r., gdy po 28 miesiącach w Polsce wystąpiła ponownie nieujemna dynamika CPI.

²⁸ Hipoteza alternatywna mówi, że model stopnia trzeciego/szóstego ma mniejszą wariancję niż model stopnia pierwszego.

²⁹ Badania istotności oceny parametrów strukturalnych zarówno przy zmiennych czasowych, jak i zero-jedynkowych dokonano za pomocą testu t-Studenta przy poziomie istotności 0,05.

W badaniu opóźnienia modelu VAR minimalną wartość kryterium Schwartza uzyskano dla pierwszego opóźnienia. Również na pierwsze opóźnienie wskazały kryteria Akaike'a (AIC) oraz Hannana-Quinna (HQC). Dla porównania w odniesieniu do okresu poprzedzającego wystąpienie deflacji opóźnienie VAR wyniosło dwa miesiące. Oszacowano model VAR dla uwarunkowań deflacyjnych z uwzględnieniem pierwszego opóźnienia (VAR(1)) i włączając trend kwadratowy, który przyjmuje postać jak w formule 4.4:

$$\begin{aligned} y_t &= A_{11,1}y_{t-1}A_{12,1}x_{t-1} + B_{11}t + B_{12}t^2 + \varepsilon_t, \\ x_t &= A_{21,1}x_{t-1} + A_{22,1}y_{t-1} + B_{21}t + B_{22}t^2 + \eta_t. \end{aligned} \quad (4.4)$$

Uwzględniając natomiast trend liniowy, model ma postać jak w równaniach 4.5:

$$\begin{aligned} y_t &= A_{11,1}y_{t-1}A_{12,1}x_{t-1} + B_{11}t + \varepsilon_t, \\ x_t &= A_{21,1}x_{t-1} + A_{22,1}y_{t-1} + B_{21}t + \eta_t. \end{aligned} \quad (4.5)$$

Model dla podokresu, gdy deflacja nie występowała, uwzględniając drugie opóźnienie i trend rzędu piątego VAR (2), ma postać jak w równaniach 4.6:

$$\begin{aligned} y_t &= A_{11,1}y_{t-1} + A_{12,1}x_{t-1} + A_{11,2}y_{t-2} + A_{12,2}x_{t-2} + \\ &\quad + B_{11}t + B_{12}t^2 + B_{13}t^3 + B_{14}t^4 + B_{15}t^5 + \varepsilon_t, \\ x_t &= A_{21,1}x_{t-1} + A_{22,1}y_{t-1} + A_{21,2}x_{t-2} + A_{22,2}y_{t-2} + B_{21}t + \\ &\quad + B_{22}t^2 + B_{23}t^3 + B_{24}t^4 + B_{25}t^5 + \eta_t. \end{aligned} \quad (4.6)$$

Uwzględniając natomiast trend liniowy, model ma postać jak w równaniach 4.7:

$$\begin{aligned} y_t &= A_{11,1}y_{t-1} + A_{12,1}x_{t-1} + A_{11,2}y_{t-2} + A_{12,2}x_{t-2} + B_{11}t + \varepsilon_t, \\ x_t &= A_{21,1}x_{t-1} + A_{22,1}y_{t-1} + A_{21,2}x_{t-2} + A_{22,2}y_{t-2} + B_{21}t + \eta_t, \end{aligned} \quad (4.7)$$

gdzie:

- y – stopa dynamiki cen,
- x – stopa procentowa NBP (referencyjna),
- A – parametry strukturalne VAR,
- B – parametry przy zmiennych czasu.

Na rysunkach nr 41 i 42 w formie wydruków programu Gretl przedstawiono wyniki oszacowanych modeli VAR dla obu podokresów przy włączeniu tren-

System VAR (model wektorowej autoregresji), rząd opóźnień 1
 Estymacja KMNK dla obserwacji 2014:08–2016:10 ($T = 27$)

Logarytm wiarygodności = 34,518291

Wyznacznik macierzy kowariancji = 0,00026582708

$AIC = -1,8162$ $BIC = -1,3362$ $HQC = -1,6735$

Test Portmanteau: $LB(6) = 31,6988$, $df = 20$ (0,0466)

Równanie 1: CPI

	<i>Współczynnik</i>	<i>Błąd stand.</i>	<i>t-Studenta</i>	<i>wartość p</i>	
const	2,01923	0,941609	2,144	0,0433	**
CPI_1	0,807140	0,120371	6,705	< 0,0001	***
stopa_NBP_1	-0,809051	0,334723	-2,417	0,0244	**
time	-0,113682	0,0495668	-2,294	0,0317	**
time2	0,00317691	0,00131427	2,417	0,0244	**
Średn. aryt. zm. zależnej	-0,813222		Odch. stand. zm. zależnej	0,344043	
Suma kwadratów reszt	0,791952		Błąd standardowy reszt	0,189731	
Wsp. determ. R-kwadrat	0,742664		Skorygowany R-kwadrat	0,695875	
F(4, 22)	15,87282		Wartość p dla testu F	3,01e-06	
Autokorel. reszt – rho1	0,260243		Stat. Durbina-Watsona	1,466600	

Test F dla hipotezy o braku restrykcji:

Wszystkie opóźnienia zm. CPI $F(1, 22) = 44,963$ (0,0000)

Wszystkie opóźnienia zm. stopa_NBP $F(1, 22) = 5,8423$ (0,0244)

Równanie 2: stopa_NBP

	<i>Współczynnik</i>	<i>Błąd stand.</i>	<i>t-Studenta</i>	<i>wartość p</i>	
const	1,66287	0,539468	3,082	0,0054	***
CPI_1	0,122161	0,0689630	1,771	0,0903	*
stopa_NBP_1	0,358548	0,191770	1,870	0,0749	*
time	-0,0644912	0,0283979	-2,271	0,0333	**
time2	0,00160905	0,000752973	2,137	0,0440	**
Średn. aryt. zm. zależnej	1,666667		Odch. stand. zm. zależnej	0,310087	
Suma kwadratów reszt	0,259950		Błąd standardowy reszt	0,108701	
Wsp. determ. R-kwadrat	0,896020		Skorygowany R-kwadrat	0,877115	
F(4, 22)	47,39486		Wartość p dla testu F	1,67e-10	
Autokorel. reszt – rho1	-0,071138		Stat. Durbina-Watsona	2,072709	

Test F dla hipotezy o braku restrykcji:

Wszystkie opóźnienia zm. CPI $F(1, 22) = 3,1379$ (0,0903)

Wszystkie opóźnienia zm. stopa_NBP $F(1, 22) = 3,4957$ (0,0749)

Rysunek nr 41. Wyniki estymacji modelu VAR dla dynamiki cen i stopy NBP w Polsce w XXI wieku w warunkach deflacji

System VAR (model wektorowej autoregresji), rząd opóźnienia 2
 Estymacja KMNK dla obserwacji 2001:03-2014:06 ($T = 160$)

Logarytm wiarygodności = -60,647959

Wyznacznik macierzy kowariancji = 0,00731627

$AIC = 1,0081$ $BIC = 1,3925$ $HQC = 1,1642$

Test Portmanteau: $LB(40) = 182,692$, $df = 152$ (0,0454)

Równanie 1: CPI

	<i>Współczynnik</i>	<i>Błąd stand.</i>	<i>t-Studenta</i>	<i>wartość p</i>	
const	0,775932	1,41541	0,5482	0,5844	
CPI_1	1,18956	0,0797684	14,91	< 0,0001	***
CPI_2	-0,256034	0,0910095	-2,813	0,0056	***
stopaNBP_1	0,0676799	0,118600	0,5707	0,5691	
stopaNBP_2	-0,0896928	0,104267	-0,8602	0,3910	
time	-0,0416627	0,0736138	-0,5660	0,5723	
time2	0,00110941	0,00196702	0,5640	0,5736	
time3	-1,29366e-05	2,53127e-05	-0,5111	0,6101	
time4	7,11723e-08	1,52149e-07	0,4678	0,6406	
time5	-1,54339e-010	3,42848e-010	-0,4502	0,6532	
Średn.aryt.zm.zależnej	2,668750		Odch.stand.zm.zależnej	1,547251	
Suma kwadratów reszt	20,57663		Błąd standardowy reszt	0,370375	
Wsp. determ. R-kwadrat	0,945943		Skorygowany R-kwadrat	0,942699	
$F(9, 150)$	291,6473		Wartość p dla testu F	2,65e-90	
Autokorel.reszt - rho1	-0,008666		Stat. Durbina-Watsona	2,014165	

Równanie 2: stopa_NBP

	<i>Współczynnik</i>	<i>Błąd stand.</i>	<i>t-Studenta</i>	<i>wartość p</i>	
const	3,63279	0,957201	3,795	0,0002	***
CPI_1	0,234201	0,0539451	4,341	< 0,0001	***
CPI_2	-0,0407316	0,0615471	-0,6618	0,5091	
stopaNBP_1	0,595874	0,0802061	7,429	< 0,0001	***
stopaNBP_2	0,109449	0,0705128	1,552	0,1227	
time	-0,161460	0,0497829	-3,243	0,0015	***
time2	0,00413134	0,00133024	3,106	0,0023	***
time3	-5,16659e-05	1,71183e-05	-3,018	0,0030	***
time4	2,98368e-07	1,02894e-07	2,900	0,0043	***
time5	-6,37789e-010	2,31858e-010	-2,751	0,0067	***
Średn.aryt.zm.zależnej	5,386406		Odch.stand.zm.zależnej	2,881972	
Suma kwadratów reszt	9,410565		Błąd standardowy reszt	0,250474	
Wsp. determ. R-kwadrat	0,992874		Skorygowany R-kwadrat	0,992447	
$F(9, 150)$	2322,222		Wartość p dla testu F	3,1e-156	
Autokorel.reszt - rho1	0,077242		Stat. Durbina-Watsona	1,770982	

Rysunek nr 42. Wyniki estymacji modelu VAR dla nieujemnej dynamiki cen i stopy NBP w Polsce w XXI wieku przed wystąpieniem deflacji

dów wyższych rzędów. Szacunków dla trendów liniowych nie przedstawiono w tym miejscu w formie graficznej, ale są one w tekście komentowane.

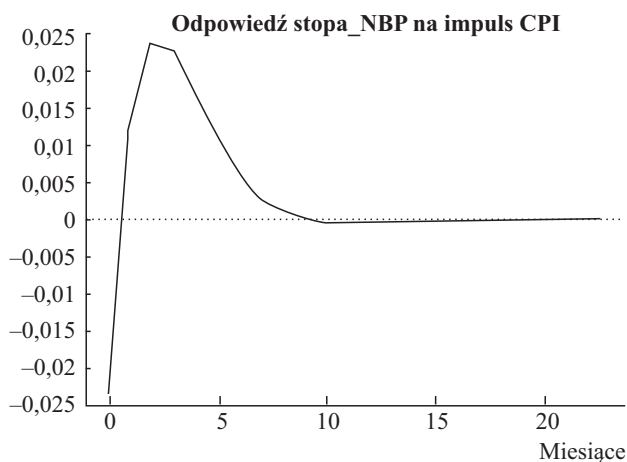
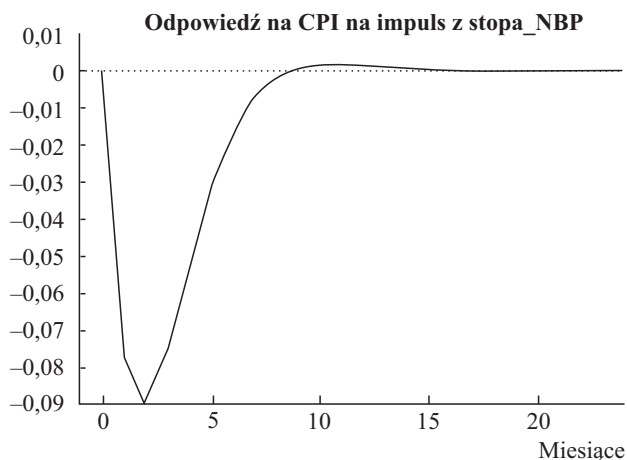
W pierwszym modelu dla uwarunkowań deflacyjnych w pierwszym równaniu dopasowanie danych teoretycznych do empirycznych jest zadowalające, a w drugim dobre lub nawet bardzo dobre. W modelu drugim w obu równaniach współczynnik determinacji jest wysoki, a dopasowanie bardzo dobre. W pierwszym modelu w równaniu dla CPI przy poziomie istotności 0,05 wszystkie parametry przy zmiennych są statystycznie istotne, co może wskazywać na wpływ stopy NBP na dynamikę cen w warunkach deflacyjnych³⁰. Nie była ona zatem neutralna mimo występujących sztywności. Dodatkowo test Grangera wskazał na występowanie przyczynowości w kierunku od stopy procentowej do dynamiki cen. Natomiast nie stwierdzono silnej egzogeniczności w tym kierunku. Dla porównania w modelu drugim parametry przy zmiennych dotyczących stopy NBP są nieistotne i nie stwierdzono przyczynowości w sensie Grangera³¹. Można zatem sformułować wniosek, że w warunkach deflacji zdiagnozowano pod względem statystycznym silniejszy wpływ stopy NBP na dynamikę cen niż w okresie wcześniejszym.

Jeśli chodzi o równanie drugie, dla stopy procentowej w warunkach deflacji przy poziomie istotności 0,05 wszystkie parametry oprócz zmiennych czasu nie są statystycznie istotne, a w szczególności w odniesieniu do CPI. Podobnie wygląda sytuacja w przypadku włączenia do modelu trendu liniowego. Jednocześnie w modelu występuje przyczynowość i brak silnej egzogeniczności w tym kierunku. Natomiast w modelu drugim z włączeniem trendu piątego stopnia, istotne są parametry przy pierwszym opóźnieniu zarówno zmiennej dotyczącej CPI, jak i stopy procentowej. W wariancie z trendem liniowym istotne są wszystkie parametry. Dodatkowo test Grangera wskazał na występowanie przyczynowości w omawianym kierunku, jednak bez zdiagnozowanej silnej egzogeniczności. W przeciwieństwie do warunków deflacyjnych CPI stanowi w tym przypadku dynamika podstawę wyznaczania stopy procentowej.

Nie interpretuje się tutaj znaczenia parametrów stojących przy poszczególnych zmiennych w modelach. Podstawowe mechanizmy zawarte w modelu zostały przedstawione w formie tzw. wykresów odpowiedzi na impuls. Zweryfikowano w ten sposób merytoryczną poprawność zależności między zmiennymi. Ograniczono się do dwóch przypadków: reakcji dynamiki cen na impuls stopy procentowej oraz reakcji stopy procentowej na impuls dynamiki cen. Dla obu modeli zostały one przedstawione odpowiednio na rysunkach nr 43 i 44.

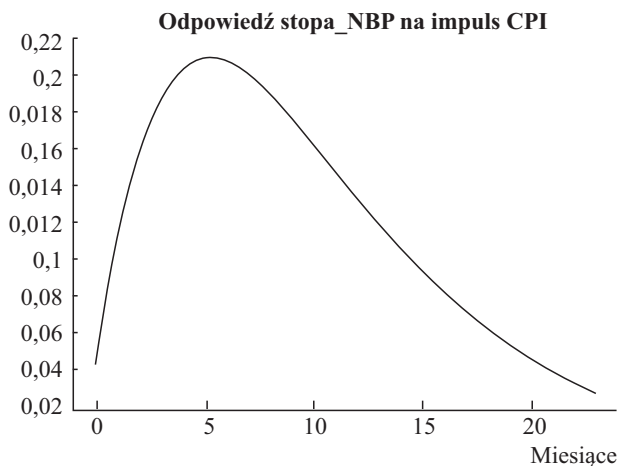
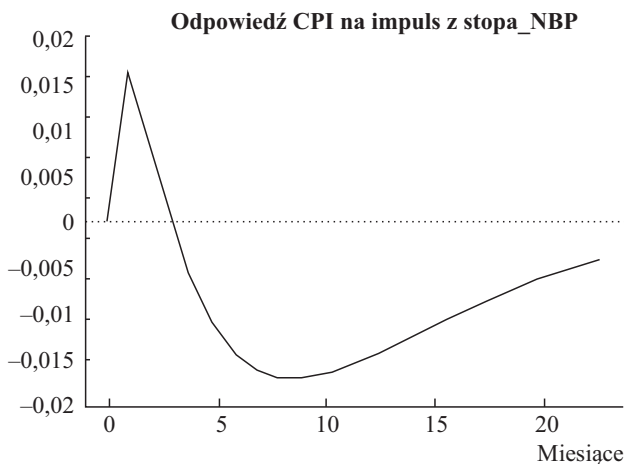
³⁰ Przy oszacowaniu analogicznego modelu, ale z uwzględnieniem trendu liniowego (zamiast kwadratowego) własności modelu pod tym względem były gorsze. Zaobserwowano niższe dopasowanie, a także brak istotności parametru przy zmiennej stopy NBP.

³¹ Również nieistotne okazały się parametry w analogicznym modelu, ale przy włączeniu trendu liniowego zamiast w potęgze piątej.



Rysunek nr 43. Odpowiedzi na impuls w modelu VAR dla dynamiki cen i stopy NBP w Polsce w XXI wieku w warunkach deflacji

Porównując reakcję pierwszego typu dla obu modeli, widzimy zróżnicowanie. W pierwszym modelu reakcja jest natychmiastowa, a największy efekt zmiany stopy procentowej występuje już po 2–3 miesiącach. W drugim modelu, po początkowym nieznacznym wzroście w pierwszym miesiącu, w kolejnych dynamika cen spada. Najgłębsza reakcja CPI ma miejsce około 8. miesiąca od zaistnienia impulsu stopy NBP. Ujemna zależność jest merytorycznie poprawna i zgodna z przesłankami teoretycznymi. W warunkach deflacji występuje jednak krótsze opóźnienie. W dalszych miesiącach ujemna zależność zanika, a dynamika cen zaczyna wzrastać w kierunku poziomu wyjściowego. Również dzieje się to szybciej w pierwszym modelu. Można zatem sformułować wniosek, że im słabsza jest dynamika cen, tym krótsza jest transmisja impulsów w polityce pie-



Rysunek nr 44. Odpowiedzi na impuls w modelu VAR dla nieujemnej dynamiki cen i stopy NBP w Polsce w XXI wieku przed wystąpieniem deflacji

niężnej. Jest to zgodne z wcześniejszymi badaniami autora w zakresie omawianych zależności dla okresu 1999–2006. Wtedy największy wpływ stopy NBP na dynamikę cen wystąpił po około 15 miesiącach (Błaszczyk, 2010b, s. 238–245).

Jeśli idzie o drugi rodzaju impulsu, należy stwierdzić, że również jest merytorycznie poprawny dla obu modeli. Odpowiedzią władz pieniężnych na wzrost dynamiki cen jest podniesienie stopy procentowej. Po pewnym czasie jednak wzrost CPI w przeszłości jest pomijany w bieżących decyzjach dotyczących zmian stóp NBP. Również i w tym przypadku dostosowania, w tym reakcja NBP, są szybsze dla uwarunkowań deflacyjnych, co należy ocenić w sposób pozytywny.

W ramach poszerzenia badań nad zależnością między CPI i stopą NBP podjęto również próbę wykorzystania modelu VAR dla procesów skointegrowanych, nazywanego inaczej wektorowym modelem korekty błędem (Osińska, 2007, s. 391–406). Daje on możliwość badania kointegracji szeregów czasowych, którego istotą jest analiza relacji długookresowych między niestacjonarnymi zmiennymi. W celu określenia stopnia integracji badanych szeregów czasowych wykorzystano: integracyjną statystykę Durbina-Watsona (IDW), rozszerzony test Dickey’a-Fullera (ADF) oraz test KPSS (Kwiatkowski, Phillips, Schmidt, Shin). Niestety, badania nie dały zadowalających rezultatów, nawet po zmianie w analizie założeń, np. w odniesieniu do rzędu opóźnienia. Nie można jednoznacznie stwierdzić, czy badane szeregi są stacjonarne, a przede wszystkim zintegrowane w stopniu pierwszym, co podważyło celowość dalszego postępowania badawczego. Potwierdziły to także wyniki konstrukcji VECM, które okazały się niezadowalające i zasadniczo – w obliczu braku stacjonarności – pozbawione wszelkich podstaw. Dla zachowania przejrzystości prezentowanych tutaj badań nie zostały one przedstawione³².

Podsumowanie

Ogólnoświatowy kryzys finansowy i gospodarczy wywołał poważne konsekwencje w UE, również makroekonomiczne, wpływając m.in. na pogorszenie i często spadek dynamiki PKB, wzrost bezrobocia czy wreszcie spadek dynamiki cen, w tym wystąpienie deflacji. Miało to wpływ na prowadzenie polityki pieniężnej, w tym w szczególności w strefie euro oraz w Polsce (por. Gnan, Kokoszcyński, Łyziak i McCauley, 2011). Wpływ ten nie ograniczał się jedynie do sfery bieżących działań, ale – co ważne z punktu widzenia celu niniejszej pracy – dotyczył również sfery strategicznej współczesnej polityki pieniężnej.

Podsumowując analizę doświadczeń dotyczących polityki pieniężnej wobec deflacji w strefie euro, należy uznać, że w ostatnich latach nastąpił postęp w dostosowaniu strategicznym. Decydenci EBC nie trzymali się kurczowo sztywnych ram i standardów w polityce pieniężnej, ale byli gotowi podjąć ryzyko dokonania pewnych, często nowatorskich zmian. Stanowią one nie tylko wyznacznik przyszłej polityki EBC, ale również lekcję dla bankowości centralnej na całym świecie. Pozytywnie należy ocenić elastyczność decydentów w za-

³² Porównaj poszerzone badania polityki pieniężnej w Polsce z wykorzystaniem modelu FA-VAR (ang. *factor-augmented vector autoregression* – Kapuściński, 2017) oraz badania z wykorzystaniem Bayesowskiej estymacji modelu SVAR (ang. *structural vector autoregression* – zob. Szafranek i Hałka, 2017).

kresie możliwości korekty stosowanej strategii w zmieniających się uwarunkowaniach gospodarczych, w tym wynikających z niskiej i ujemnej dynamiki ogólnego poziomu cen. Elastyczność ta napawa optymizmem w obliczu potrzeb i możliwości dalszych zmian w badanym obszarze.

W szczególności pozytywnie należy ocenić fakt, że instrumenty niestandardowe są obecnie zaliczane, obok instrumentów standardowych, do całokształtu instrumentów polityki pieniężnej EBC. W związku z tym stanowią ważny element strategii EBC. Taka sytuacja wpływa na wiarygodność EBC oraz przyczynia się do kształtowania oczekiwań inflacyjnych polityki pieniężnej w strefie euro, prowadzonej w XXI w. w warunkach niskiej inflacji i deflacji.

Mimo że mieszany typ strategii polityki pieniężnej EBC formalnie nie uległ zmianie w warunkach deflacji, to można uznać, że doprowadziły one do lepszego uzasadnienia potrzeby wykorzystania strategii dwufilarowej, w tym głównie filaru monetarnego. Obserwacja szerokiego agregatu podaży pieniądza, z uwzględnieniem stabilności finansowej, w tym cen aktywów, może z wyprzedzeniem informować o zmianach dynamiki ogólnego poziomu cen oraz ryzyku wystąpienia deflacji, np. w ramach recesji bilansowej. Takie uzasadnienie sprawia, że strategię EBC można uznać za nowoczesną, przystosowaną do panujących w XXI w. uwarunkowań deflacyjnych, a nie za hybrydę wynikającą z międzynarodowego, politycznego konsensu. Można jednak zaproponować, aby drugi filar tej strategii wyraźniej odgrywał rolę planu awaryjnego wobec deflacji, w którym agregat M3 lub wybrana miara kredytu bankowego mogłyby pełnić ważną funkcję.

Podsumowując badania w zakresie strategii polityki pieniężnej w Polsce w warunkach deflacji, należy się odnieść do sfery celów, instrumentów oraz ich powiązania. Stabilność cen jest właściwie zdefiniowana i uwzględnia barierę ochronną przed deflacją. Wartość celu inflacyjnego powinna być jednak okresowo weryfikowana w kontekście różnych czynników wynikających z uwarunkowań deflacyjnych (zob. formuła 2.5). W przypadku Polski dodatkowym czynnikiem w tym kontekście, w perspektywie akcesji do strefy euro, jest dopasowanie celu do kryterium konwergencji z Maastricht dotyczącego ogólnej dynamiki cen. Należy mieć na uwadze, że jego wartość w obliczu deflacji często jest określana na bardzo niskim poziomie i jego realizacja może powodować duże koszty przed- i poakcesyjnej polityki gospodarczej. W sferze celów należy rozważyć wprowadzenie celu punktowego, ale bez uwzględniania dopuszczalnego pasma wahań. Może to dać bardziej klarowne odniesienie dla podmiotów gospodarczych przy formułowaniu oczekiwań, co jest szczególnie ważne w polityce antydeflacyjnej.

Jeśli idzie o sferę instrumentów, to mimo że stopy procentowe, w tym referencyjna, były w obliczu deflacji na dodatnim poziomie to wystąpiły pewne oznaki DGNP. Badania w zakresie funkcji reakcji wskazują na potrzebę głębszej reakcji władz pieniężnych wobec deflacji, chociaż w szerszym ujęciu można przytoczyć szereg czynników uzasadniających niechęć RPP do obniżenia stóp

procentowych do zera lub poniżej. Mimo pewnych sztywności stóp procentowych oddziaływały one na dynamikę ogólnego poziomu cen, na co wskazują badania w zakresie modelu VAR. Poza tym zauważono skrócenie opóźnienia impulsów pieniężnych w warunkach wystąpienia ujemnej dynamiki cen (opóźnienie zewnętrzne). Również skróciła się reakcja władz pieniężnych w ramach ustalania stopy procentowej (opóźnienie wewnętrzne). Oczywiście można zalecić dalsze działania nad usprawnieniem działania kanału stopy procentowej i oczekiwań inflacyjnych oraz jednocześnie badania nad jego lepszym rozpoznaniem, w tym w uwarunkowaniach deflacyjnych (przed wystąpieniem deflacji, w czasie jej trwania oraz podczas reflacji). Jednocześnie nie podejmowano na szeroką skalę działań niestandardowych, opartych na innych kanałach transmisji poza stopą procentową, co jest uzasadnione wystąpieniem w Polsce deflacji przede wszystkim w „dobrej” odmianie. Brakuje natomiast klarownego określenia zestawu takich narzędzi, które potencjalnie mogłyby być wykorzystane w obliczu deflacji, przykładowo w formie odpowiedniego dokumentu oraz odnośnika na stronie internetowej (zob. przykład EBC). Takie postępowanie sprzyjałoby procesowi kształtowania oczekiwań co do dynamiki ogólnego poziomu cen.

Jeśli idzie o sam typ strategii w Polsce oparty na BCI, to jest on odpowiedni do uwarunkowań deflacyjnych. Wykazały to zarówno badania teoretyczne, jak i doświadczenia praktyczne przedstawiane w tej pracy, w tym odnoszące się do Polski w latach 2014–2016. Należy mieć jednak na uwadze ewolucję strategii BCI, która miała miejsce w XXI w. w Polsce i innych krajach³³, a także może nastąpić w przyszłości, m.in. na skutek uwarunkowań deflacyjnych. W tym kontekście można zalecić np. korektę polegającą na uzupełnieniu strategii podstawowej o plan awaryjny na wypadek deflacji, oparty na opisanych w tej pracy instrumentach i ewentualnie z elementami strategii KPC. W konsekwencji taka strategia hybrydowa powinna być klarownie określona i podana do publicznej wiadomości w formie odpowiedniego dokumentu i odniesienia na stronie internetowej na wzór wcześniejszych strategii NBP (por. NBP, 1998; 2003)³⁴.

³³ Na temat ewolucji strategii polityki pieniężnej na przykładzie Polski i innych banków centralnych w obliczu współczesnych wyzwań zob. np.: (Błaszczyk, 2005; Grostal i in., 2015; Przybylska-Kapuścińska i Szyszko, 2016, s. 373–382; Szyszko, 2017, s. 169–187).

³⁴ Badania na temat diagnozy polskich doświadczeń deflacyjnych i realizacji na tym tle polityki pieniężnej warto porównać z opracowaniem Polańskiego (2017). Autor dokonuje oceny polityki stabilizacyjnej (w tym pieniężnej) oraz dostosowań strukturalnych w Polsce w obliczu kryzysu w XXI w. na tle doświadczeń Wielkiego Kryzysu. W niniejszej pracy, ze względu na ograniczone jej ramy i przyjętą perspektywę badawczą (z punktu widzenia współczesnych ram strategicznych polityki pieniężnej), nie podjęto się kompleksowego porównania obu kryzysów dla Polski czy też innych krajów (por. Fratianni i Giri, 2017, s. 5–31). Dokonano jedynie szczytkowych odniesień do Wielkiego Kryzysu (głównie w rozdziale 3), doszukując się głównie elementów strategii polityki pieniężnej we współczesnym rozumieniu. Z tego względu opracowanie Polańskiego (2017) może stanowić uzupełnienie rozważań zaprezentowanych w podrozdziale 4.3.

ZAKOŃCZENIE

W historii gospodarczej świata inflacja i deflacja występowały naprzemiennie, równie często i trwale, w szczególności w XIX w. i w pierwszej połowie XX w. Dopiero w ostatnich kilkudziesięciu latach na świecie dominowała inflacja, przede wszystkim od II wojny światowej do końca XX w. Przełom XX i XXI w. przyniósł osłabienie dynamiki wzrostu ogólnego poziomu cen na świecie, w tym deflację, m.in. w Japonii od połowy lat 90. XX w., w wielu krajach w warunkach kryzysu finansowego i gospodarczego pierwszej dekady XXI w. oraz w latach 2013–2016 – w obliczu spadku cen surowców, w tym ropy naftowej, na rynkach światowych. Patrząc bardziej wnikliwie, w XXI w. można zaobserwować nasilające się trzy cykle deflacji przypadające na lata 2002–2004; 2009–2010; 2013–2016. Zdecydowanie najbogatszy w doświadczenia deflacyjne jest trzeci cykl, w którym w UE odnotowano 30% miesięcznych obserwacji z ujemną dynamiką cen konsumpcyjnych i dodatkowo 44% obserwacji z inflacją poniżej 1%. W niektórych miesiącach 2015 r. wszystkie kraje UE28 charakteryzowały się roczną dynamiką wzrostu cen konsumpcyjnych poniżej 1%. Jednocześnie doświadczenia ostatnich dwóch – trzech dekad nie są na tyle bogate, by jednoznacznie stwierdzić, czy mamy obecnie do czynienia z tzw. „przechyłem” deflacyjnym, po kilkudziesięciu latach „przechyłu” inflacyjnego (ang. *inflation bias*)¹. Występują jednak pewne przesłanki potwierdzające taką tezę, m.in. w obliczu tzw. finansjalizacji gospodarki i związanego z nią przerostu akcji kredytowej banków, a w konsekwencji zjawisk analizowanych przez R. Koo (koncepcja recesji bilnasowej) czy H.P. Minsky’ego (koncepcja niestabilności finansowej), które wywołują presję na spadek cen. Można więc sformułować wniosek, że obecnie deflacja powinna być uwzględniana zarówno w ujęciu teoretycznym, jak i praktycznym w sferze ekonomii oraz polityki gospodarczej. Większość zwartych publikacji w tym zakresie, w szczególności o charakterze kompleksowym, dotyczy natomiast inflacji, współczesna deflacja jest – jak

¹ Odpowiedź na to pytanie wykracza poza ramy niniejszego opracowania i mogłaby stanowić przedmiot odrębnych i uzupełniających badań w zakresie strategii polityki pieniężnej w warunkach deflacji.

dotąd – przedmiotem li tylko badań cząstkowych. Niniejsza monografia wpisuje się we wskazaną lukę tematyczną i stanowi przyczynek do rozwoju kompleksowych badań w zakresie deflacji jako uwarunkowania polityki pieniężnej i szerszej gospodarczej.

Deflacja jest powiązana z wieloma zjawiskami związanymi z jej przyczynami, kanałami transmisji oraz skutkami i w konsekwencji sprawiającymi, że tworzy ona specyficzne uwarunkowania społeczno-gospodarcze. Mowa m.in. o zjawiskach sztywności płac nominalnych w dół, dolnej granicy nominalnych stóp procentowych, pułapce płynności czy spirali deflacyjnej. W konsekwencji można mówić o „makroekonomii deflacji”, która tworzy specyficzny obszar funkcjonalny dla polityki pieniężnej. Warto zatem dokonać wydzielenia trzech obszarów prowadzenia polityki pieniężnej ze względu na dynamikę cen: wysokiej inflacji (proces dezinflacji), niskiej inflacji (stabilizacja cen na optymalnym poziomie) oraz deflacji (walka z deflacją, reflacja). Niniejsza praca odnosi się przede wszystkim do ostatniego z nich, z uwzględnieniem także drugiego, tzn. stabilizacji cen, głównie pod kątem zapobiegania deflacji.

W odniesieniu do uwarunkowań deflacyjnych należy zauważyć, że o ile płace nominalne są elastyczne w górę, m.in. za sprawą bogatych doświadczeń inflacyjnych w ostatnich kilkudziesięciu latach, to występują ich sztywności w dół, które w obliczu ujemnej dynamiki cen przekładają się na sztywności o charakterze realnym. Dostosowania cenowo-płacowe zostają zaburzone, co skutkuje znacznym wzrostem bezrobocia. Takie mechanizmy występują także w przypadku „dobrej”, podażowej odmiany deflacji i mogą się przyczyniać do jej transformacji w „złą” odmianę, tj. powiązaną ze słabą koniunkturą gospodarczą w warunkach niskiej i ujemnej dynamiki PKB oraz wysokiej stopy bezrobocia. W pracy zdiagnozowano występowanie sztywności płac w przypadku deflacji w Polsce, którą jednak określono mianem „dobrej”. Natomiast transformację „dobrej” deflacji w jej „złą” odmianę zaobserwowano w przypadku Japonii w latach 90. XX w. w warunkach recesji bilansowej. Można więc sformułować wniosek, że SPND są ważnym aspektem uwarunkowań, jakie tworzy deflacja, i mogą się przyczyniać do pogorszenia rodzaju deflacji i w skrajnym przypadku do wystąpienia spirali deflacyjnej powiązanej z najgorszą odmianą „brzydkiej” deflacji.

Uwarunkowania deflacyjne dodatkowo komplikuje zjawisko dolnej granicy nominalnych stóp procentowych. W związku z tym, że stopy nominalne nie mogą spaść poniżej pewnego poziomu (zerowego lub nieznacznie ujemnego), to w warunkach deflacji występuje ich usztywnienie w ujęciu realnym. Wzrost deflacji przyczynia się do wzrostu realnej stopy procentowej, co uniemożliwia pobudzenie gospodarki, np. w obliczu spadku zagregowanego popytu i kryzysu gospodarczego. Co więcej, DGNP może towarzyszyć pułapka płynności powodująca, że pobudzanie gospodarki i cen również jest niemożliwe poprzez wzrost podaży pieniądza. Jeszcze do niedawna zjawiska te były uznawane jedy-

nie za teoretyczne, ale doświadczenia Japonii na przełomie XX i XXI w. oraz ogólnoswiatowe doświadczenia z początku XXI w. ukazały ich praktyczne znaczenie. W warunkach kryzysu finansowego i gospodarczego pierwszej dekady XXI w. oraz ujemnego szoku surowcowego drugiej dekady XXI w. wiele banków centralnych, np. EBC, Bank Japonii, Bank Szwecji czy Narodowy Bank Szwajcarii, w celu walki z deflacją obniżyło stopy procentowe do poziomu zerowego, a nawet ujemnego. Nasuwa się zatem wniosek, że DGNSP utrudnia funkcjonowanie gospodarki w obliczu deflacji i może wywoływać, w szczególności w powiązaniu z SPND, spiralę deflacyjną w warunkach recesji bilansowej, jednocześnie potwierdzając specyfikę makroekonomicznych uwarunkowań deflacyjnych.

Występowanie w warunkach deflacji sztywności płacowo-cenowych, szczególnie w odniesieniu do zjawiska SPND, wpływając na powiązania podstawowych wielkości makroekonomicznych: inflacji, bezrobocia, a pośrednio także PKB, może podważać konsens myśli ekonomicznej. W krótkim okresie krzywa Phillipsa pozostaje ujemnie nachylona, ale dla niskiej dynamiki cen, w tym deflacji, jest ona płaska. Po przekroczeniu punktu przegięcia zmienia się wymiennosc między stopą bezrobocia i dynamiki ogólnego poziomu cen, stwarzając wyzwania dla władz gospodarczych. Z jednej strony nieopłacalna jest nadmierna walka z inflacją, a przede wszystkim wywoływanie deflacji, ponieważ skutkuje to dużymi przyrostami bezrobocia. Z drugiej strony, aby opuścić obszar deflacji i wywołać inflację, konieczne jest silne pobudzenie gospodarki prowadzące do znacznej redukcji stopy bezrobocia. Powoduje to wysokie koszty polityki antydeflacyjnej. Dodatkowo jednak, będąc na płaskim fragmencie krzywej Phillipsa, ale w warunkach niskiej, pożądanej inflacji, możliwe jest pobudzenie gospodarki i redukcja bezrobocia bez znacznych kosztów w postaci dużego wzrostu inflacji. Niska inflacja staje się bardziej stabilna. Konieczne jest przy tym wyznaczenie optymalnej stopy inflacji i powiązanej z nią stopy bezrobocia, odpowiadających punktowi przegięcia między relatywnie stromą i płaską częścią krzywej Phillipsa. Należy również uwzględnić niepionowy kształt długookresowej krzywej Phillipsa dla niskiej i ujemnej dynamiki cen. Przegląd relacji między stopami dynamiki cen i bezrobocia dla krajów UE28 wskazuje na duże zróżnicowanie. Nie we wszystkich przypadkach, na podstawie wstępnych badań w tym zakresie, da się uchwycić wypłaszczenie krzywej, a nawet jej ujemne nachylenie. Po przeprowadzeniu poszerzonych badań dla Japonii i Polski zdiagnozowano jednak wypłaszczenie krzywej Phillipsa². Dla Japonii ma to głównie wydźwięk negatywny i wiąże się z problemami i kosztami w zakresie prowadzonej już ponad dwadzieścia lat polityki antydeflacyjnej. Jak wcześniej wska-

² Należy przypomnieć, że w przypadku Polski, z przyczyn wskazanych w tekście, stopa bezrobocia została zastąpiona dynamiką PKB, co często ma miejsce w badaniach nad kształtem krzywej Phillipsa.

zono, silne pobudzenie gospodarki ze strony obu filarów polityki ekonomicznej nie daje pożądaných rezultatów w warunkach recesji bilansowej i starzenia się społeczeństwa. W Polsce natomiast wyłączenie, a nawet zmiana kierunku nachylenia badanej zależności wiązały się m.in. z wystąpieniem w ostatnich latach deflacji, ale w „dobrej” postaci, wynikającej głównie ze spadku cen ropy naftowej na rynkach światowych.

Uwarunkowania deflacyjne wpływają nie tylko na współczesny konsens w makroekonomii, ale również w zakresie polityki pieniężnej. Na podstawie przeglądu doświadczeń praktyki bankowości centralnej można zauważyć dużą zgodność w zakresie celów, instrumentów i w konsekwencji całokształtu strategii. Po pierwsze, nadrzędnym celem współczesnej polityki pieniężnej jest stabilność cen, która najczęściej jest *explicite* zdefiniowana w postaci celu inflacyjnego, w kategoriach CPI, i jest realizowana w średnim horyzoncie czasowym. Po drugie, instrumentem są krótkoterminowe stopy procentowe. Po trzecie, dominują strategie bezpośrednie, w tym BCI. Jako alternatywne można wskazać strategię dyskrecjonalną, stosowaną przez wiele lat w Stanach Zjednoczonych i Japonii, oraz strategię mieszaną, stosowaną w strefie euro, choć w dużym stopniu opartą na BCI. Deflacja oddziałuje na ten konsens nie tylko wtedy, gdy już wystąpi, ale – co ważniejsze z punktu widzenia celów niniejszej pracy – na ramy strategiczne polityki pieniężnej w szerszym ujęciu, z uwzględnieniem także etapu prewencji i procesu reflacji.

Pożądana jest w tej sytuacji strategia hybrydowa. Powinna być tak skonstruowana, aby uwzględniać typ strategii podstawowej oraz plan awaryjny na wypadek deflacji, oparty przede wszystkim na instrumentach niestandardowych. Mimo że działania miałyby charakter niestandardowy, nie musiałyby być podejmowane *ad hoc*, w sposób nieplanowy i zaskakujący podmioty gospodarcze. W celu lepszego kształtowania oczekiwań inflacyjnych, co jest niezbędnym warunkiem skuteczności i efektywności działań antydeflacyjnych, pożądanym jest klarowne określenie m.in. sposobu, kolejności, momentu użycia instrumentów niestandardowych w ramach planu awaryjnego. Należy dokonać selekcji dostępnych, potencjalnych instrumentów w walce z deflacją, ponieważ nie wszystkie są dopasowane do danego kraju, w tym do jego instytucjonalnych uwarunkowań polityki pieniężnej i banku centralnego. Negatywnym przykładem działań antydeflacyjnych jest Japonia, gdzie w ponad dwudziestoletniej walce z deflacją większość instrumentów okazała się nieskuteczna, także te o charakterze fiskalnym, głównie ze względu na niewłaściwe ich użycie przez decydentów gospodarczych.

Jeśli chodzi o wybór typu strategii podstawowej, to po przeglądzie historycznych i współczesnych doświadczeń uznano, że warto rozważyć przede wszystkim dwie główne strategie o charakterze bezpośrednim: BCI oraz SCI. Stosują je najważniejsze banki centralne na świecie. Porównanie o charakterze

teoretycznym wskazuje na wyższość tej pierwszej, m.in. ze względu na większe możliwości kształtowania oczekiwań inflacyjnych, przejrzystość i w konsekwencji wiarygodność w walce z deflacją, a także w warunkach prewencji i reflacji. Jednak na różnych etapach realizacji polityki pieniężnej konieczne jest dopasowanie wariantu BCI – mało elastycznego na etapie nie tylko dezinflacji, ale także walki z deflacją i reflacji oraz bardziej elastycznego na etapie stabilizacji inflacji na niskim i pożądanym poziomie, ale z uwzględnieniem prewencji deflacyjnej. W tym drugim przypadku możliwe jest skupienie większej uwagi na celach drugorzędowych.

Również analiza wybranych przypadków historycznych i współczesnych doświadczeń deflacyjnych pod kątem strategii polityki pieniężnej wskazuje na wyższość strategii BCI. Skuteczna w walce z deflacją okazała się strategia KPC stosowana przez Bank Szwecji w warunkach Wielkiego Kryzysu. Podobnie jak strategia BCI jest ona również bezpośrednia oraz ma inne podobne cechy, w tym *explicite* określony cel dotyczący ogólnego poziomu cen (co do wartości, sposobu pomiaru i horyzontu), w konsekwencji występuje więc klarowna, ilościowa kotwica inflacyjna. Strategia ta nie tylko stanowiła pierwowzór dla BCI, który został wykorzystany przez Nową Zelandię po ponad połowie wieku, ale obecnie może być rozważana w kontekście planu awaryjnego na wypadek deflacji, a więc jako jego składowa, np. w ramach instrumentu *foolproof way* zaproponowanego przez L.E.O. Svenssona. Strategia ta jednak w czystej postaci nie nadaje się jako strategia podstawowa w warunkach stabilizacji cen, m.in. ze względu na potencjalną konieczność świadomego wywoływania deflacji przez decydentów w celu powrotu na planową ścieżkę poziomu cen. Mogłoby to być ryzykowne z punktu widzenia wystąpienia zagrożeń, jakie może nieść ze sobą deflacja.

Współczesne przypadki stosowania strategii BCI, np. w Polsce i ewentualnie w ramach dwufilarowej strategii EBC, należy ocenić pozytywnie zarówno w odniesieniu do ogólnosiwiatowego kryzysu finansowego i gospodarczego pierwszej dekady XXI w., jak i deflacji w latach 2014–2016. Klarowność i wiarygodność celu inflacyjnego, kotwicy nominalnej i samej strategii stanowiły do tego znaczący przyczynek. Jednocześnie doświadczenia deflacyjne uwypukliły pewne wady i wyzwania wobec strategii BCI. Należy rozważyć korekty w zakresie strategii podstawowej, na przykład dotyczącej weryfikacji celu (wartości i sposobu jego wyznaczania) oraz usprawnienia kanałów transmisji i kontroli inflacji, ale przede wszystkim wyraźnego dołączenia do strategii podstawowej planu antydeflacyjnego i w konsekwencji stworzenia swoistej strategii hybrydowej. Powinno się to odbyć w formie odpowiedniego dokumentu i dodatkowo mieć odzwierciedlenie na oficjalnej stronie internetowej³. W tym kontekście

³ Abstrahuje się w tym miejscu od dyskusji na temat konieczności dostosowań prawnych, ustawowych, które pozwalałyby taką strategię wprowadzić. Można uznać, że chociaż jest to kwestia bardzo ważna, to raczej wtórna z punktu widzenia celów i wniosków niniejszej pracy.

pewien krok został zrobiony w przypadku EBC, gdyż na stronie internetowej można się doszukać zakładki na temat zestawu instrumentów niestandardowych i ich wykorzystania w ostatnich latach wobec kryzysu i deflacji.

Z kolei przypadki stosowania strategii dyskrejonalnej, głównie mając na uwadze przypadek Japonii, a po części Stanów Zjednoczonych, okazały się mniej skuteczne – z jednej strony z powodu wad tego typu strategii, a z drugiej z powodu błędów w jej realizacji w warunkach deflacji. Po wielu latach dyskusji na temat rozważania zastosowania BCI w tych dwóch krajach decydenci poczynili pewne kroki w tym kierunku, odpowiednio w 2013 r. i 2012 r., ogłaszając cel inflacyjny. W przypadku Japonii krok ten był większy w kierunku strategii BCI, ponieważ określono również inne cechy tego celu, np. nadrzędność w stosunku do innych potencjalnych celów, oraz wyraźnie zaznaczono ten fakt w oficjalnych dokumentach i na stronie internetowej.

Takie obserwacje, mimo że mają charakter studiów wybranych przypadków, wskazują, że na świecie coraz bardziej dominuje strategia BCI – po pierwsze ze względu na swoją konstrukcję, w dużym stopniu dostosowaną do uwarunkowań deflacyjnych, a po drugie ze względu na skuteczność i efektywność jej realizacji w praktyce. Tak jak w latach 90. nastąpiła w wielu krajach rezygnacja ze strategii celów pośrednich w zakresie kontroli podaży pieniądza czy kursu walutowego, tak w XXI w., m.in. za sprawą uwarunkowań deflacyjnych, następuje odejście od strategii dyskrejonalnych. Obraz strategii polityki pieniężnej ulega uproszczeniu i ujednoczeniu, w szczególności wśród krajów stabilnych i wysoko rozwiniętych. Podobnie jak w warunkach dezinflacji, tak i w warunkach deflacji istnieje potrzeba zastosowania mniej elastycznej strategii, z *explicit* określonym celem i klarowną kotwicą inflacyjną. Takie możliwości daje obecnie strategia BCI, która w XXI w. ewoluowała, m.in. w obliczu uwarunkowań kryzysowych i deflacyjnych. Należy mieć także na uwadze dalsze jej dostosowania do zagrożeń deflacyjnych, których kierunki zostały zarysowane w niniejszej pracy.

BIBLIOGRAFIA

- Acocella, N. (2002). *Zasady polityki gospodarczej*. Warszawa: PWN.
- Aczel, A. D. (2000). *Statystyka w zarządzaniu*. Warszawa: PWN.
- Agell, J. i Benmarker, H. (2002). *Wage policy and endogenous wage rigidity: a representative view from inside* (CEDifo Working Paper No. 751).
- Agell, J. i Lundborg, P. (2003). Survey evidence on wage rigidity and unemployment. *Scandinavian Journal of Economics*, 105.
- Akerlof, G. A., Dickens, W. T. i Perry, G. L. (1996). *The macroeconomics of low inflation* (Brookings Papers on Economic Activity Vol. 1).
- Akerlof, G. A., Dickens, W. T. i Perry, G. L. (2000). *Near-rational wage and price setting and the optimal rates of inflation and unemployment* (Brookings Papers on Economic Activity Vol. 1).
- Akerlof, G. A. i Shiller, R. J. (2010). *Zwierzęce instynkty*. Warszawa: Studio EMKA.
- Albers, T. i Uebele, M. (2015). *The global impact of the great depression* (London School of Economics and Political Science Economic History Working Paper No. 218).
- Albiński, P. (red.) (2014). *Kryzys a polityka stabilizacyjna w Unii Europejskiej*. Warszawa: Oficyna Wydawnicza SGH.
- Albiński, P. i Polański, Z. (red.) (2015). *Dylematy polityki makroekonomicznej w warunkach kryzysu zadłużeniowego w Unii Europejskiej*. Warszawa: Oficyna Wydawnicza SGH.
- Alchian, A. A. i Klein, B. (1973). On a correct measure of inflation. *Journal of Money, Credit and Banking*, 5.
- Alińska, A. (red.) (2012). *Eseje o stabilności finansowej*. Warszawa: CeDeWu.
- Altonji, J. G. i Devereux, P. J. (1999). *The extent and consequences of downward nominal wage rigidity* (NBER Working Paper No. 7236).
- Amano, R., Carter, T. i Coletti, D. (2009, Spring). Next steps for Canadian monetary policy. *Bank of Canada Review*.
- Ambler, S. (2009, Spring). Price-level targeting and stabilization policy: a review. *Bank of Canada Review*.
- Andrade, P., Breckenfelder, J., De Fiore, F., Karadi, P. i Tristani, O. (2016). *The ECB's asset purchase programme: an early assessment* (ECB Working Paper Series No. 1956).
- Aruoba, S. B. i Schorfheide, F. (2013). *Macroeconomic dynamics near the ZLB: a tale of two equilibria* (NBER Working Paper No. 19248).

- Auerbach, A. J. i Obstfeld, M. (2003). *The case for open market purchases in a liquidity trap* (Working Paper, University of California, Berkeley).
- Baba, N., Nishioka, S., Oda, N., Shirakawa, M., Ueda, K. i Ugai, H. (2004, 18–19 czerwca). *Japan's deflation, problems in the financial system and monetary policy* (BIS, Understanding low inflation and deflation, Conference, Brunnen, Switzerland).
- Baldwin, R. i Gros, D. (2013). *Augmented inflation targeting: Le roi est mort, vive le roi*. Pobrane z <https://voxeu.org/article/augmented-inflation-targeting-le-roi-est-mort-vive-le-roi>
- Ball, L., Gagnon, J., Honohan, P., Krogstrup, S. (2016). *What else can central banks do?*. Geneva: International Center for Monetary and Banking Studies.
- Baranowski, P. (2008). Optymalna stopa inflacji w modelowaniu wzrostu gospodarczego. *Bank i Kredyt*, 4.
- Bednarczyk, J. L. (2018). *Polityka stabilizacji cen a przeciwdziałanie recesji. Dylematy współczesnej makroekonomii*. Warszawa: PWE.
- Bednarczyk, J. L. i Brzozowska-Rup, K. (2018). Nowe wyzwania dla polityki pieniężnej. Czy wraca priorytet wzrostu gospodarczego?. *Ekonomista*, 3.
- Bednarczyk, J. L. i Misztal, P. (2016). Czy strefa euro zmierza w kierunku pułapki niskiej inflacji?. *Ekonomista*, 4.
- Belka, M. (1986). *Doktryna ekonomiczno-społeczna Milтона Friedmana*. Warszawa: PWN.
- Berg, C. i Jonung, L. (1999). Pioneering price level targeting: the Swedish experience 1931–1937. *Journal of Economics*, 43(3). Special issue, Monetary policy rules – A conference organized by Sveriges Riksbank and the Institute for International Economic Studies, Stockholm University.
- Bernanke, B. S. (2003). *Some thoughts on monetary policy in Japan (Speech before the Japan Society of Monetary Economics, Tokyo, Japan, May 21)*. Pobrane z www.federalreserve.gov/BOARDDOCS/SPEECHES/2003/20030531/default.htm
- Bernanke, B. i James, H. (1991). The gold standard, deflation, and financial crisis in the Great Depression: an international comparison. W: R. G. Hubbard (Ed.), *Financial markets and financial crises*. Chicago: University of Chicago Press.
- Bernanke, B. S., Laubach, T., Mishkin, F. S. i Posen, A. S. (1999). *Inflation targeting. Lessons from international experience*. Princeton: Princeton University Press.
- Bewley, T. F. (1999). *Why wages don't fall during a recession*. Cambridge: Harvard University Press.
- Bhaskar, V. (1990). Wage relatives and the natural range of unemployment. *Economic Journal*, 100.
- Bielecki, M., Brzoza-Brzezina, M. i Kolasa, M. (2018). *Demographics, monetary policy, and the zero lower bound* (NBP Working Paper No. 284).
- Bindseil, U. i Jablecki, J. (2011). *The optimal width of the central bank standing facilities corridor and banks' day-to-day liquidity management* (ECB Working Paper Series No. 1350).
- Blanchard, O., Dell'Ariccia, G. i Mauro, P. (2010, 12 września). *Rethinking macroeconomic policy* (IMF Staff Position Note).
- Blaug, M. (Ed.). (1992). *Knut Wicksell (1851–1926)*. Cambridge: Cambridge University Press.

- Blaug, M. (2000). *Teoria ekonomii – ujęcie retrospektywne*. Warszawa: PWN.
- Błaszczak, P., (2005). Ewolucja strategii polityki pieniężnej w Polsce na drodze do strefy euro. W: H. Ćwikliński (red.), *Transformacja polskiej gospodarki, ocena kierunków i dynamiki zmian strukturalnych*. Gdańsk: Wydawnictwo Fundacji Rozwoju Uniwersytetu Gdańskiego.
- Błaszczak, P. (2010a). *Stabilność cen – sposoby definicji oraz konsekwencje dla polityki pieniężnej* (Materiały i Studia NBP nr 249).
- Błaszczak, P. (2010b). *Strategia bezpośredniego celu inflacyjnego w Polsce w warunkach niskiej inflacji*. Piła: Wydawnictwo Państwowej Wyższej Szkoły Zawodowej w Pile.
- Błaszczak, P. (2010c). Systematyka współczesnych strategii polityki pieniężnej. *Ruch Prawniczy, Ekonomiczny i Socjologiczny*, 4.
- Błaszczak, P. (2011). Zagrożenia deflacyjne w sytuacji kryzysu gospodarczego. W: A. Prusek (red.), *Wyzwania polityki ekonomicznej w warunkach światowego kryzysu finansowego i gospodarczego*. Kraków: Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Krakowie.
- Błaszczak, P. (2012). Strategia bezpośredniego celu inflacyjnego – geneza, rozwój i podstawy teoretyczne. W: S. Zwierchlewski i A. Hnatyszyn-Dzikowska (red.), *Wybrane aspekty polityki gospodarczej – wymiar makroekonomiczny i regionalny*. Piła: Wydawnictwo Państwowej Wyższej Szkoły Zawodowej w Pile.
- Błaszczak, P. (2014). Wieloczynnikowa ocena gospodarki – metodyka i szacunki dla wybranych gospodarek. *Studia Ekonomiczne. Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego w Katowicach*, 166.
- Błaszczak, P. (2015). Post-crisis macroeconomic comparative assessment of the Eurozone member states with the use of an improved misery index. *Journal of Business & Economic Policy*, 3.
- Błaszczak, P. (2016). Price level dynamics differentiation as a problem of definition of price stability in the Euro Area. *Business Research Review*, 2(1).
- Błaszczak, P. i Pająk, K. (2012). *Macroeconomic condition index – methodology and estimates for Poland*. Toruń: Wydawnictwo A. Marszałek.
- Błaszczak, P. i Zwierchlewski, S. (2015). Challenges for the nominal convergence in Poland in the face of the uniform policy of the Eurozone. *Economic Herald of the Donbas*, 4(42).
- Boote, R. (1996). *The death of inflation. Surviving & thriving in the zero era*. London: Nicholas Brealey Publishing.
- Bordo, M. i Filardo, A. (2005). *Deflation in a historical perspectives* (BIS Working Paper No. 186).
- Bordo, M. D., Lane, J. L., i Redish, A. (2004). *Good versus bad deflation: lessons from the Gold Standard area* (NBER Working Paper No. 10329).
- Borio, C., Disyatat, P., Juselius, M. i Rungcharoenkitkul, P. (2018). *Monetary policy in the grip of a pincer movement* (BIS Working Paper No. 706).
- Borio, C. i Lowe, P. (2002). *Asset prices, financial and monetary stability: exploring the nexus* (BIS Working Paper No. 114).
- Borowiec, J. (2005). Gospodarka Polski w świetle kryteriów optymalnego obszaru walutowego. W: H. Ćwikliński (red.), *Transformacja polskiej gospodarki, ocena kie-*

- runków i dynamiki zmian strukturalnych*. Gdańsk: Wydawnictwo Fundacji Rozwoju Uniwersytetu Gdańskiego.
- Brzoza-Brzezina, M. (2003). Zagadnienie naturalnej stopy procentowej. *Ekonomista*, 4.
- Brzoza-Brzezina, M. (2011). *Polska polityka pieniężna. Badania teoretyczne i empiryczne*. Warszawa: Wydawnictwo C.H. Beck.
- Brzoza-Brzezina, M. i Crespo Cuaresma, J. (2007). *M r. Wicksell and the global economy: what drives real interest rates?* (University of Innsbruck Working Papers 2007–2006).
- Buiter, W. H. (2003). *Deflation: prevention and cure* (NBER Working Paper No. 9623).
- Buiter, W. H. i Sibert, A. C. (2004). *Deflationary bubbles* (NBER Working Paper No. 10642).
- Burdekin, R. C. K. i Siklos, P. L. (Eds.). (2004). *Deflation. Current and historical perspectives*. Cambridge: Cambridge University Press.
- Charemza, W. W. i Deadman, D. F. (1997). *Nowa ekonometria*. Warszawa: PWE.
- Chmielewski, T. (2003). *Od kursu płynnego do unii monetarnej. Znaczenie efektu Bally-Samuelsona dla polskiej polityki pieniężnej* (Materiały i Studia NBP nr 163).
- Christoffersen, P., Slok, T. i Wescott, R. (2001). Is inflation targeting feasible in Poland?. *Economics of Transition*, 9(1).
- Christoffersen, P. F. i Wescott R. F. (1999, marzec). *Is Poland ready for inflation targeting?* (IMF Working Paper).
- Christofides, L. N. i Leung, M. T. (2003). Nominal wage rigidity in contract data: A parametric approach. *Economica*, 70.
- Cohen, I. K., Ferretti, F. i Mcintosh, B. (2014). Decomposing the misery index: A dynamic approach. *Cogent Economics & Finance*, 2(1).
- Coletti, D., i Lalonde, R. (2007–2008, Winter). Inflation targeting, price-level targeting, and fluctuations in Canada's terms of trade. *Bank of Canada Review*.
- Cottarelli, C. i Giannini, C. (1997). *Credibility without rules? Monetary frameworks in the post-Bretton Woods era* (IMF Occasional Paper No. 154).
- Crawford, A., Meh, C. A. i Terajima, Y. (2009, Spring). Price-level uncertainty, price-level targeting, and nominal debt contracts. *Bank of Canada Review*.
- Cukrowski, J. (red.). *Renta emisyjna jako źródło finansowania budżetu państwa*. Warszawa: CASE.
- Cukrowski, J. i Janecki, J. (2001). Udział dochodów z emisji pieniądza i prowadzenia polityki pieniężnej w finansowaniu deficytu budżetu w latach 1990–1999. W: J. Cukrowski (red.), *Renta emisyjna jako źródło finansowania budżetu państwa*. Warszawa: CASE.
- Davies, S. (2003). The history of deflation. *Our Economic Past*, 53(3). Pobrane z fee.org/articles/the-history-of-deflation/
- Decressin, J. i Laxton, D. (2009, 28 stycznia). *Gauging risk for deflation* (International Monetary Fund).
- Devicienti, F. (2004). *Downward nominal wage rigidity in Italy: evidence and consequences* (LABORatorio R. Revelli Working Paper No. 20).
- Di Tella, R., Macculloch, R. J. i Oswald, A. (2001). Preferences over inflation and unemployment: evidence from surveys of happiness. *American Economic Review*, 91(1).

- Drop, J. i Wojtyna, A. (2001). *Strategia bezpośredniego celu inflacyjnego: przesłanki teoretyczne i doświadczenia wybranych krajów* (Materiały i Studia NBP nr 118).
- Duwendag, D., Ketterer, K-H., Koster, W., Pohl, R. i Simmert, D. B. (1996). *Teoria pieniądza i polityka pieniężna*. Warszawa: Poltext.
- Edey, M., Funke, N., Kennedy, M. i Palerm, A. (1995). *Monetary policy at price stability: a review of some issues* (OECD Working Paper No. 158).
- Eggertsson, G. B. i Krugman, P. (2012). Debt, deleveraging, and the liquidity trap: A Fisher-Minsky-Koo approach. *The Quarterly Journal of Economics*, 127(3).
- Eggertsson, G. B. i Woodford, M. (2003). *Optimal monetary policy in a liquidity trap* (NBER Working Paper No. 9968).
- Eichengreen, B. i Sachs, J. (1985). Exchange rates and economic recovery in the 1930s. *The Journal of Economic History*, 45(4).
- Ekberg, J. (2002). *Nominal wage rigidity on the Swedish labor market* (Mimeo, Stockholm School of Economics).
- European Central Bank. (1998, 13 października). *A stability-oriented monetary policy strategy for the ESCB*. Press release.
- European Central Bank. (2001). *The monetary policy of the European Central Bank*.
- European Central Bank. (2003). *The ECB's monetary policy strategy*.
- European Central Bank. (2011). *The monetary policy of the ECB*. Frankfurt am Main: European Central Bank.
- Federal Reserve System. (2016). *The Federal Reserve System purposes & functions*, 10 ed.
- Fedorowicz, Z. (2000). *Polityka pieniężna*. Warszawa: Poltext.
- Fehr, E. i Goette, L. (2000). Robustness and real consequences of nominal wage rigidity. *Journal of Monetary Economics*, 52(2005).
- Fehr, E. i Tyran, J. R. (2001). Does money illusion matter?. *American Economic Review*, 91.
- Feldstein, M. (2002). *The role for discretionary fiscal policy in a low interest rate environment* (NBER Working Paper No. 9203).
- Fisher, I. (1933). The debt-deflation theory of Great Depressions. *Econometrica*, 1(4)
- Franta, M., Holub, T., Král, P., Kubicová, I., Šmídková, K. i Vašíček, B. (2014). *The exchange rate as an instrument at zero interest rates: the case of the Czech Republic* (Czech National Bank Research and Policy Notes No. 3).
- Fratianni, M. i Giri, F. (2017). The tale of two Great Crises. *Journal of Economic Dynamics and Control*, 81.
- Fregert, K. (2000). The Great Depression in Sweden as a coordination failure. *European Review of Economic History*, 4.
- Fregert, K. i Jonung, L. (2004). Deflation dynamics in Sweden: perceptions, expectations, and adjustment during deflations of 1921–1923 and 1931–1933. W: R. C. K. Burdekin i P. L. Siklos, *Deflation. current and historical perspectives*. Cambridge: Cambridge University Press.
- Friedman, B. L., Solow, R. M. i Taylor, J. B. (red.). (2002). *Inflacja, bezrobocie a polityka monetarna*. Warszawa: CeDeWu.
- Friedman, M. (1969). The optimum quantity of money. W: *The optimum quantity of money and other essays*. Chicago: Aldine.

- Friedman, M. i Schwartz, A. (1963). *The great contraction*. Princeton and Oxford: Princeton University Press.
- Fry, M., Julius, D., Mahadeva, L., Roger, S. i Sterne, G. (2000). Key issues in the choice of monetary policy framework. W: L. Mahadeva i G. Sterne (Eds.), *Monetary frameworks in a global context*. London: Bank of England.
- Gali, J. (1992). How well does the IS-LM model fit postwar U.S. data?. *The Quarterly Journal of Economics*, 107(5).
- Gambetti, L. i Musso, A. (2017). *The Macroeconomic impact of the ECB's expanded asset purchase programme (APP)* (ECB Working Paper Series No. 2075).
- Gerlach, S. (2009). *The risk of deflation*. Institute for Monetary and Financial Stability (Johan Wolfgang Goethe University Working Paper Series No. 21).
- Gibson, J. i Scobie, G. (2010). Using Engel curves to estimate CPI bias in a small, open, inflation-targeting economy. *Applied Financial Economics*, 20(17).
- Gnan, E., Kokoszcyński, R., Łyziak, T. i McCauley, R. (Eds.). (2011). *Monetary policy after the crisis*. Vienna: SUEF Study.
- de Grauwe, P. (2000). Komentarz. W: A. G. Herrero, V. Gaspar, L. Hoogduin, J. Morgan i B. Winkler (Eds.), *Why price stability?*. First ECB Central Banking Conference. Frankfurt, Germany, November.
- de Grauwe, P. (2009). *Keynes' savings paradox, Fisher's debt deflation and the banking crisis*. Pobrane z http://www.econ.kuleuven.be/ew/academic/intecon/Degrauwe/PDG-papers/Work_in_progress_Presentations/Flow-Stock%20Deflations.pdf
- Gros, D. (2018). *Euro area quantitative easing: large volumes, small impact?* (SUEF Policy Note No. 27).
- Groshen, E. L. i Schweitzer M. E. (1997). *Identifying inflation's grease and sand effects in the labor market* (Federal Reserve Bank of Cleveland Working Paper No. 5).
- Groshen, E. L. i Schweitzer, M. E. (1999). *Inflation and unemployment revisited: grease and sand* (Federal Reserve Bank of Cleveland Working Paper No. 6).
- Grostal, W., Ciżkowicz-Pękała, M., Niedźwiedzińska, J., Skrzyszewska-Paczek, E., Stawasz E., Wesołowski, G. i Żuk, P. (2015). *Ewolucja strategii celu inflacyjnego w wybranych krajach*. Warszawa: Narodowy Bank Polski.
- Guzik, B. (red.). (2000). *Ekonometria i badania operacyjne. Zagadnienia podstawowe*. Poznań: Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Poznaniu.
- Hałka, A. i Szafrński, G. (2015). *What common factors are driving inflation in CEE countries?* (NBP Working Paper No. 225).
- Hatch, M. J. (2002). *Teoria organizacji*. Warszawa: PWN.
- Hazlitt, H. (2007). *Inflacja. Wróg publiczny Nr 1*. Warszawa: Fijor Publishing.
- Herrero, A.G., Gaspar, V., Hoogduin, L., Morgan, J. i Winkler, B. (Eds.). (2000). *Why price stability?*. First ECB Central Banking Conference, Frankfurt, Germany, November.
- Hesse, H., Hoffmann, B. i Weber, J. (2017). *The macroeconomic effects of asset purchases revisited* (BIS Working Paper No. 680).
- Hicks, J. R. (1988). *Perspektywy ekonomii: Szkice z teorii pieniądza i teorii wzrostu*. Warszawa: PWN.
- Hines, C. (2000). Nominal wage rigidity and industry characteristics in the downturns of 1893, 1929, and 1981. *American Economic Review*, 90.

- Hoffmann, A. i Schnabl, G. (2016). Adverse effects of unconventional monetary policy. *Cato Journal*, 36(3).
- Holden, S. (1999). Renegotiation and the efficiency of investment. *Rand Journal of Economics*, 30.
- Holden, S. (2004). *Wage formation under low inflation* (Norges Bank Working Paper, November).
- Hulsmann, J. G. (2008). *Deflation and liberty*. Auburn, Alabama: Ludwig von Mises Institute.
- Humphrey, T. M. (2001). The choice of a monetary policy framework: lessons from the 1920s. *Cato Journal*, 21(2).
- Ibaragi, H. i Mourougane, A. (2004). *Is there a change in the trade-off between output and inflation at low or stable inflation rates? Some evidence in the case of Japan* (OECD Economics Department Working Paper No. 379).
- Ignatczyk, W. i Chromińska, M. (1999). *Statystyka. Teoria i zastosowanie*. Poznań: Wydawnictwo WSB.
- International Monetary Fund. (1999, październik). Safeguarding macroeconomic stability at low inflation. *World Economic Outlook*.
- Issing, O. (2000). Why price stability?. W: A. G. Herrero, V. Gaspar, L. Hoogduin, J. Morgan i B. Winkler (Eds.), *Why price stability?* First ECB Central Banking Conference, Frankfurt, Germany, November.
- Ito, T. (1999, 10 października). A target for the Bank of Japan. *Financial Times*.
- Ito, T. (2001, grudzień). Inflation targeting. *Nihon Keizai Shinbunsha*, Tokyo.
- Ito, T. (2004). *Inflation targeting in Japan: Why The Bank of Japan Not Adopted Inflation Targeting?* (NBER Working Paper No. 10818).
- Ito, T. i Hayashi, T. (2004). *Inflation targeting in Asia* (Hong Kong Institute for Monetary Research, Occasional Paper No. 1).
- Ito, T. i Mishkin, F. S. (2004). *Two decades of Japanese monetary policy and deflation problem* (NBER Working Paper No. 10878).
- Jackowicz, K. (2002). Japonia. W: M. Iwanicz-Drozdowska (red.), *Kryzysy bankowe. Przyczyny i rozwiązania*. Warszawa: PWE.
- Jager, C. i Ciesla, K. (2008). *Deflation – theory and consequences for private and company behaviour*. Norderstedt: Herstellung und Verlag: Books on Demand.
- Jurek, M. (2004). Zero jako granica polityki stóp procentowych banku centralnego. *Ekonomista*, 1.
- Jurek, M. i Marszałek, P. (2015). *Policy alternatives for the relationship between ECB monetary and financial policies and new member states* (FESSUD Working Paper Series No. 112).
- Kapuściński, M. (2017). *How far does monetary policy reach? Evidence from factor-augmented vector autoregressions for Poland* (NBP Working Paper No. 273).
- Karwowski, J. (2011). Interwencje na rynku walutowym. W: A. Sławiński (red.), *Polityka pieniężna*. Warszawa: Wydawnictwo C.H. Beck.
- Kaufmann, D. (2016). *Is deflation costly after all? Evidence from noisy historical data*. (BEHL Working Paper Series No. 4).
- Kemmerer, E. W. (1920). *High prices and deflation*. Princeton: Princeton University Press.

- Kerschner, E. M., Doerflinger, T. M. i Murphy, D. (1998, 22 września). Benign deflation? *Paine Webber, Investment Policy*.
- Keynes, J. M. (2003). *Ogólna teoria zatrudnienia, procentu i pieniądza*. Warszawa: PWN.
- Kiedrowska, M. i Marszałek, P. (2003). Bank centralny i stabilność finansowa. *Bank i Kredyt*, 6.
- Kilian, L. i Manganelli, S. (2007). Quantifying the risk of deflation, *Journal of Money, Credit and Banking*, 39(2–3).
- Kimura, T. i Ueda, K. (1997). *Downward nominal wage rigidity in Japan: is price stability costly?* (Bank of Japan Working Paper).
- Kindleberger, C. P. (1973). *The world in depression 1929–1939*. London: Allen Lane The Penguin Press.
- Knakiewicz, Z. (1967). *Deflacja polska 1930–1935*. Warszawa: PWE.
- Knakiewicz, Z. (2004). Teoretyczne podłoże kreacji i regulacji euro. *Ruch Prawniczy, Ekonomiczny i Socjologiczny*, 4.
- Knakiewicz, Z., Jurek, M. i Marszałek, P. (red.). (2011). *Teorie pieniądza i ich wykorzystanie. Od pieniądza kruszcowego do fiducyjnego*. Poznań: Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Poznaniu.
- Knoppik, C. i Beissinger, T. (2001). How rigid are nominal wages? Evidence and implications for Germany. *Scandinavian Journal of Monetary Economics*, 105.
- Kokoszcyński, R. (2004a). From fixed to floating – other country experiences: the case of Poland. W: *Dynamics of exchange rates – concepts and cases*. Hyderabad: ICFAI University Press.
- Kokoszcyński, R. (2004b). *Współczesna polityka pieniężna w Polsce*. Warszawa: PWE.
- Kokoszcyński, R. (2009). Globalizacja, inflacja i polityka pieniężna. W: W. Przybylska-Kapuścińska (red.), *Studia z bankowości centralnej i polityki pieniężnej*. Warszawa: Difin.
- Kokoszcyński, R. (2011). Co finanse mogą dać polityce pieniężnej? Lekcje z ostatniego kryzysu. W: K. Jajuga (red.), *Finanse – nowe wyzwania teorii i praktyki. Problemy wiodące. Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu*, 170.
- Kokoszcyński, R. (2012a). Niezależność banku centralnego po kryzysie. W: W. L. Jaworski i A. Szelągowska (red.), *Współczesna bankowość centralna*. Warszawa: CeDeWu.
- Kokoszcyński, R. (2012b). O potrzebie dynamicznego podejścia do regulacji finansowych. W: A. Alińska (red.), *Eseje o stabilności finansowej*. Warszawa: CeDeWu.
- Koo, R. C. (2008). *The Holy Grail of macroeconomics, lessons from Japan's Great Recession*. Singapore: John Wiley.
- Koo, R. C. (2011). The world in balance sheet recession: causes, cure and politics. *Real-world Economics Review*, 58.
- Koo, R. C. (2013). Balance sheet recession as the other-half of macroeconomics. *European Journal of Economics and Economic Policies: Intervention*, 10(2).
- Kowalski, T. (2001). *Proces formułowania oczekiwań a teoria cykl wyborczego*. Poznań: Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Poznaniu.
- Kramer, C. i Stone, M. (2005). *A post-reflation monetary framework for Japan* (IMF Working Paper No. 05/73).

- Kregel, J. A. (2000). *Krugman on the liquidity trap: why inflation won't bring recovery in Japan* (Annandale-on-Hudson: Jerome Levy Economics Institute, Bard College, Working Paper No. 298).
- Krugman, P. R. (1998a). *It's baaack: Japan's slump and the return of the liquidity trap* (Brooking Papers on Economic Activity No. 2).
- Krugman, P. R. (1998b). *Japan's trap*. Pobrane z web.mit.edu/krugman/www
- Krugman, P. R. (1999). *Thinking about the liquidity trap*. Pobrane z web.mit.edu/krugman/www
- Krugman, P. (2009). *The return of depression economics and the crisis of 2008*. New York, London: W.W. Norton & Company.
- Krugman P. (2010, 17 marca). How much of the world is in a liquidity trap?. *New York Times*. Pobrane z http://krugman.blogs.nytimes.com/2010/03/17/how-much-of-the-world-is-in-a-liquidity-trap/?_r=0
- Krugman, P. (2018). *It's baaack, twenty years late r*. Pobrane z https://www.gc.cuny.edu/CUNY_GC/media/LISCenter/pkrugman/Its-baaack.pdf
- Kumar, M. S., Baig, T., Decressin, J., Faulkner-MacDonagh, C. i Feyzioglu, T. (2003). *Deflation. Determinants, risks, and policy options* (International Monetary Fund, Occasional Paper No. 221).
- Kwiatkowski, E. (2002). *Bezrobocie. Podstawy teoretyczne*. Warszawa: PWN.
- Landau, Z. (1967). *Plan stabilizacyjny 1927–1930. Geneza, założenia, wyniki*. Warszawa: Książka i Wiedza.
- Landau, Z. i Tomaszewski, J. (1985). *The Polish economy in the twentieth century*. New York: St. Martin's Press.
- Lebow, D. E. i Rudd, J. B. (2001). *Measurement error in the consumer price index: where do we stand?* (Washington Federal Reserve Board, Finance and Economics Discussion Series No. 61).
- Lebow, D. E., Saks, R. E. i Wilson, B. A. (2003). Downward nominal wage rigidity. Evidence from the employment cost index. *Advanced in Macroeconomics*, 3.
- Lechman, E. (2009). *Okun's and Barro's misery index as an alternative poverty assessment tool* (Working Paper, Munich Personal Repec Archive No. 37493).
- Leszczyńska, C. (2013). *Polska polityka pieniężna i walutowa w latach 1924–1936*. Warszawa: Wydawnictwo Uniwersytetu Warszawskiego.
- Levin, A. L., López-Salido, D., Nelson, E., i Yun, T. (2009). Limitations on the effectiveness of forward guidance at the zero level bound. *International Journal of Central Banking*, 6.
- Loboguerrero, A. M. i Panizza, U. (2006). *Inflation and labor market flexibility: the squeaky wheel gets the grease* (Inter-American Development Bank, Working Paper No. 69).
- Łyziak, T., Przystupa, J., Stanisławska, E. i Wróbel, E. (2011). The impact of the financial crisis on the monetary transmission mechanism: a case of Poland. W: E. Gnan, R. Kokoszcyński, T. Łyziak i R. McCauley (Eds.), *Monetary policy after the crisis*. Vienna: SUERF Study.
- Łyziak, T. i Stanisławska, E. (2018). *Mechanizm transmisji polityki pieniężnej w Polsce. Stan wiedzy w 2017 roku* (Materiały i Studia NBP nr 330).

- MacLeod, W. B. i Malcomson, J. M. (1993). Investment, holdup and the form of market contracts. *American Economic Review*, 37.
- Maddala, G. S. (2006). *Ekonometria*. Warszawa: PWN.
- Maliszewski, W. (2001). Pomiar senioratu: przegląd metod i wyników empirycznych. W: J. Cukrowski (red.), *Renta emisyjna jako źródło finansowania budżetu państwa*. Warszawa: CASE.
- Małecki, W. (2016). Finansjalizacja cykli koniunkturalnych i jej konsekwencje dla polityki stabilizacyjnej. *Gospodarka Narodowa*, 4.
- Marczewski, K. (2015). Dewaluacja fiskalna jako narzędzie polityki fiskalnej. *Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego w Krakowie*, 9(945).
- Marszałek, P. (2011a). Neowickselliańska teoria pieniądza jako podłoże teoretyczne polityki pieniężnej. *Studia Oeconomica Posnaniensia*, 190.
- Marszałek, P. (2011b). Pieniądz w teoriach szkoły austriackiej. *Ruch Prawniczy, Ekonomiczny i Socjologiczny*, 4.
- Masuch, K. i Brand, C. (2002). The ECB's monetary policy and its relation to fiscal policy. *Bank i Kredyt*, 11-12.
- McCallum, B. T. (2003). Japanese monetary policy 1991–2001. *Economic Quarterly*, 89(1).
- McKenzie, R. B. (1986). *Macroeconomics*. Boston: Houston Mifflin Company.
- Minsky, H. P. (1994). *The debt deflation theory of Great Depressions (Hyman P. Minsky Archive 159)*. Pobrane z https://digitalcommons.bard.edu/hm_archive/159
- Minsky, H. P. (2008). *Stabilizing an unstable economy*. New York: McGraw-Hill.
- Mintzberg, H. (1998). The strategy concept I: five Ps for strategy. W: H. Costin (Ed.), *Readings in strategy and strategic planning*. Harcourt Brace Collage Publishers: The Dryden Press.
- von Mises L. (2012). *Teoria pieniądza i kredytu*. Warszawa: Fijor Publishing.
- Mishkin, F. S. (1996). *The channels of monetary transmission: lessons for monetary policy* (Banque De France Bulletin Digest No. 27).
- Mishkin, F. S. (1997). *Strategies for controlling inflation* (NBER Working Paper No. 6122).
- Mishkin, F. S. (1999). *International experiences with different monetary policy regimes* (NBER Working Paper No. 7044).
- Mishkin, F. S. (2002). *Ekonomia pieniądza, bankowości i rynków finansowych*. Warszawa: PWN.
- Musielak-Linkowska, M. (2007). Polityka pieniężna w obliczu deflacji. W: W. Przybylska-Kapuścińska (red.), *Wybrane problemy rynku pieniężnego i kapitałowego*. Poznań: Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Poznaniu.
- Narodowy Bank Polski. (1998, wrzesień). Średniookresowa strategia polityki pieniężnej na lata 1999–2003.
- Narodowy Bank Polski. (2003, luty). *Strategia polityki pieniężnej po 2003 roku*.
- Narodowy Bank Polski. (2005). *Założenia polityki pieniężnej na rok 2006*.
- Narodowy Bank Polski. (2016a, marzec). *Raport o inflacji*.
- Narodowy Bank Polski. (2016b, lipiec). *Raport o inflacji*.
- Narodowy Bank Polski. (2016c, listopad). *Raport o inflacji*.
- Narodowy Bank Polski. (2017). *Założenia polityki pieniężnej na rok 2018*.

- Nickell, S. J. i Quintini, G. (2003). Nominal wage rigidity and the rate of inflation, Mimeo. *The Economic Journal*, 113.
- Nowicki, J. (1984). *Szkola szwedzka w ekonomii politycznej*. Warszawa: PWN.
- Oblój, K. (2007). *Strategia organizacji*. Warszawa: PWE.
- Odae, N. i Ueda, K. (2007). The effects of the Bank of Japan's zero interest rate commitment and quantitative monetary easing on the yield curve: a macro-finance approach. *The Japanese Economic Review*, 58(3).
- Okina, K. i Shiratsuka, S. (2004). Policy commitment and expectations formation: Japan's experience under zero interest rates. *North American Journal of Economics and Finance*, 15(1).
- Organisation for Economic Co-operation and Development. (2005). Measuring and assessing underlying inflation. *OECD Economic Outlook*, 77.
- Orphanides, A. (2007, styczeń). *Taylor rule* (Finance and Economics Discussion Series, Division of Research & Statistics and Monetary Affairs, Federal Reserve Board, Washington D.C.).
- Orphanides, A i Williams, J. (2011). *Monetary policy mistakes and the evolution of inflation expectations* (NBER Working Paper No. 17080).
- Osińska, M. (red.) (2007). *Ekonometria współczesna*. Toruń: Wydawnictwo Dom Organizatora.
- Panek, T. (2009). *Statystyczne metody wielowymiarowej analizy porównawczej*. Warszawa: Wydawnictwo Szkoły Głównej Handlowej w Warszawie.
- Piech, K. (red.). (2012). *Kryzysy światowe i recesje: teoria, historia, przykłady*. Warszawa: Instytut Wiedzy i Innowacji.
- Piech, K. i Polański, M. (2012). Teorie kryzysów gospodarczych i finansowych. W: K. Piech (red.), *Kryzysy światowe i recesje: teoria, historia, przykłady*. Warszawa: Instytut Wiedzy i Innowacji.
- Pietrzak, M. (2009). *Badania nad heterogenicznością oczekiwań inflacyjnych. Podejście ekonomii eksperymentalnej* (Materiały i Studia NBP nr 232).
- Pietrzak, B., Polański, Z. i Woźniak, B. (2008). *System finansowy w Polsce*. Warszawa: PWN.
- Polański, Z. (1998). *Polityka pieniężna w Polsce w drugiej połowie lat 90. Bieżące problemy i strategiczne wyzwania* (Materiały i Studia NBP nr 72).
- Polański, Z. (2008). Polityka pieniężna. W: B. Pietrzak, Z. Polański i B. Woźniak (red.), *System finansowy w Polsce*. Warszawa: PWN.
- Polański, Z. (2014). Polityka pieniężna i rynki finansowe. W: P. Albiński (red.), *Kryzys a polityka stabilizacyjna w Unii Europejskiej*. Warszawa: Oficyna Wydawnicza SGH.
- Polański, Z. (2015). Otoczenie monetarne dla polityki zacieśnienia fiskalnego. W: P. Albiński i Z. Polański, Z. (red.), *Dylematy polityki makroekonomicznej w warunkach kryzysu zadłużeniowego w Unii Europejskiej*. Warszawa: Oficyna Wydawnicza SGH.
- Polański, Z. (2017). *Stabilization policies and structural developments: Poland and the crises of 1929 and 2008* (CASE Working Papers, CASE 25th Anniversary Paper No. 9(133)).
- Przybylska-Kapuścińska, W. (red.). (2002). *Polityka pieniężna. Cele, strategie i instrumenty*. Poznań: Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Poznaniu.

- Przybylska-Kapuścińska, W. (red.) (2007). *Wybrane problemy rynku pieniężnego i kapitałowego*. Poznań: Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Poznaniu.
- Przybylska-Kapuścińska, W. (red.). (2008). *Współczesna polityka pieniężna*. Warszawa: Difin.
- Przybylska-Kapuścińska, W. (red.). (2009). *Studia z bankowości centralnej i polityki pieniężnej*. Warszawa: Difin.
- Przybylska-Kapuścińska, W. (2012a). Komunikacja banków centralnych z otoczeniem na przykładzie NBP. *Annales Universitatis Mariae Curie-Skłodowska. Sectio H. Oeconomia*, 46(4).
- Przybylska-Kapuścińska, W. (2012b). Problemy polityki pieniężnej banków centralnych w okresie kryzysu, *Ekonomia i Prawo*, 3.
- Przybylska-Kapuścińska, W. (2017). Niestandardowe instrumenty polityki monetarnej i konsekwencje ich stosowania. W: C. Zając (red.), *Nauki ekonomiczne w XXI wieku – dylematy, wyzwania, perspektywy*. Wrocław: Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu.
- Przybylska-Kapuścińska, W. i Szyszko, M. (2016). Zrównoważona polityka pieniężna? Ewolucja celów banku centralnego wobec współczesnych wyzwań. *Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu*, 437.
- Przybylska-Kapuścińska, W. i Szyszko, M. (red.). (2017). *Współczesna polityka pieniężna. Perspektywa XXI wieku*. Warszawa: Difin.
- Romer, D. (2000). *Makroekonomia dla zaawansowanych*. Warszawa: PWN.
- Romer, P. (2000). Keynesian macroeconomics without the LM curve. *Journal of Economic Perspectives*, 2.
- Rozkrut, M. (2011). Polityka informacyjna banków centralnych. W: A. Sławiński (red.), *Polityka pieniężna*. Warszawa: Wydawnictwo C.H. Beck.
- Rzońca, A. (2004). Stopy procentowe banku centralnego bliskie zera a ryzyko wystąpienia deflacji, część I. *Bank i Kredyt*, 3.
- Rzońca, A. (2014). *Kryzys banków centralnych. Skutki stopy procentowej bliskiej zera*. Warszawa: C.H. Beck.
- Sabourin, P. (2012, Summer). Measurement bias in the Canadian consumer price index: an update. *Bank of Canada Review*. Pobrane z <https://www.bankofcanada.ca/wp-content/uploads/2012/08/boc-review-summer12-sabourin.pdf>
- Salerno, J. T. (2002). *An Austrian taxonomy of deflation*. Pobrane z <http://88.167.97.19/albums/files/TMTisFree/Documents/Economy/Mises/journals/scholar/salerno.pdf>
- Samaryna, H. (2010). *Deflacja w Japonii*. Warszawa: PWE.
- Sarno, L. i Taylor, M. P. (2001, September). Official intervention in the foreign exchange market: is it effective and, if so, how does it work?. *Journal of Economic Literature*, XXXIX.
- Schaal, P. (1996). *Pieniądz i polityka pieniężna*. Warszawa: PWE.
- Schmitt-Grohe, S. i Uribe, M. (2010). *The optimal rate of inflation* (NBER Working Paper No. 16054).
- Shafir, E., Diamond, P. i Tversky, A. (1997). Money illusion. *Quarterly Journal of Economics*, 112(2).
- Shirai, S. (2017). *Mission incomplete. Reflating Japan's economy*. Tokyo: Asian Development Bank Institute.

- Sławiński, A. (red.) (2011). *Polityka pieniężna*. Warszawa: Wydawnictwo C.H. Beck.
- Sławiński, A. (2015). Shielding money creation from severe banking crises: how useful are proposals offered by the alternative reform plans? *Bank i Kredyt*, 46(2).
- Sławiński, A. (2016). The role of the ECB's QE in alleviating the Eurozone debt crisis. *Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu*, 428.
- Snowdon, B. i Vane, H. R. (2003). *Rozmowy z wybitnymi ekonomistami*. Warszawa: Dom Wydawniczy Bellona.
- Social Security Administration. (1996). *The Boskin Commission Report, Toward a more accurate measure of the cost of living*. Pobrane z <https://www.ssa.gov/history/reports/boskinrpt.html>
- Søraa, E. (2015). *Inflation expectations in theory and practice: a survey-based approach*. Master of Economic Theory and Econometrics, University of Oslo.
- de Soto, J. H. (2011). *Pieniądz, kredyt bankowy i cykle koniunkturalne*. Warszawa: Instytut Ludwika von Misesa.
- Sotomska-Krzysztofik, P. (2003). Japoński system bankowy wobec kryzysu bankowego i gospodarczego. *Bank i Kredyt*, 11–12.
- Staniewicz, W. (2003). *Deflacja polska w latach 1929–1936*. Łódź: Ibidem.
- Stone, M. R. i Bhundia, A. J. (2004). *A new taxonomy of monetary regimes* (IMF Working Paper No. 191).
- Stoner, J. A. F. i Wankel, C. (1997). *Kierowanie*. Warszawa: PWE.
- Svensson, L. E. O. (1999). Inflation targeting as a monetary policy rule, *Journal of Economics*, 43(3).
- Svensson, L. E. O. (2000a). *How should monetary policy be conducted in an area of price stability?* (NBER Working Paper No. 7516).
- Svensson, L. E. O. (2000b). The first year of the Eurosystem: inflation targeting or not?. *American Economic Review*, 90(2).
- Svensson, L. E. O. (2001). The zero bound in an open economy: a foolproof way of escaping from a liquidity trap. *Monetary and Economic Studies*, 19(S-1).
- Svensson, L. E. O. (2003). Escaping from a liquidity trap and deflation: the foolproof way and others. *Journal of Economic Perspectives*, 17(4).
- Svensson, L. E. O. (2014). Inflation targeting and “leaning against the wind. *International Journal of Central Banking*, 10(2). Pobrane z <http://www.ijcb.org/journal/ijcb14q2a5.pdf>
- Sveriges Riksbank. (2008). *Financial risk policy*. Pobrane z www.riksbank.com/upload/Dokument_riksbank/Kat_kap/finansuell_riskpolicy_080101_eng.pdf
- Szafranek, K. i Hałka, A. (2017). *Determinants of low inflation in an emerging, small open economy. A comparison of aggregated and disaggregated approaches* (NBER Working Paper No. 7044).
- Szczepańska, O. (2008). *Stabilność finansowa jako cel banku centralnego*. Warszawa: Scholar.
- Szeląg, K. (2003a). *Integracja walutowa w Europie Zachodniej w okresie powojennym*. (Materiały i Studia NBP nr 166).
- Szeląg, K. (2003b). *Strategia polityki pieniężnej w strefie euro – kluczowe elementy i zasady* (Materiały i Studia NBP nr 162).

- Szpunar, P. (2000). Skuteczna strategia polityki pieniężnej w małej gospodarce otwartej – wybór dla Polski. *Bank i Kredyt*, 7–8.
- Szysko, M. (2017). Bankowość centralna w świetle doświadczeń dekady 2007–2016. Czy jest miejsce na zmiany strategiczne? *Przegląd Zachodni*, 2(363).
- Taylor, J. B. (1993). *Discretion versus policy rules in practice* (Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy No. 39).
- Taylor, J. B. (1998). *An historical analysis of monetary policy rules* (NBER Working Paper No. 6768).
- Tinsley, P. A. (1998). *Short rate expectations, term premiums, and central bank use of derivatives to reduce policy uncertainty* (Board of Governors of the Federal Reserve System Working Paper No. 14).
- Tobin, J. (1972). Inflation and unemployment. *American Economic Review*, 62.
- Toporowski, J. (2017). *Kredyt i kryzys. Od Marksa do Minsky'ego*. Warszawa: Instytut Wydawniczy Książka i Prasa.
- Tyrowicz, J. (2011). *Histereza bezrobocia w Polsce*. Warszawa: Wydawnictwo Uniwersytetu Warszawskiego.
- Ueda, K. (2011, październik). *Japan's deflation and the Bank of Japan's experience with non-traditional monetary policy* (CARF Working Paper).
- Ugai, H. (2007). Effects of the quantitative easing policy: a survey of empirical analyses. *Monetary and Economic Studies*, 06-E-10.
- Viñals, J. (2000, październik). Monetary policy issues in a low inflation environment. W: A. G. Herrero, V. Gaspar, L. Hoogduin, J. Morgan i B. Winkler (Eds.), *Why price stability?*. First ECB Central Banking Conference, Frankfurt, Germany.
- Welfe, A. (2013). *Analiza kointegracyjna w modelowaniu*. Warszawa: PWE.
- Werner, R. A. (2005). *New paradigm in economics. Solving the riddle of Japanese macroeconomic performance*. London: Palgrave Macmillan.
- Werner, R. A. (2016). A lost century in economics: Three theories of banking and the conclusive evidence. *International Review of Financial Analysis*, 46.
- Wheelock, D. C. (1992). Monetary policy in the Great Depression: What the Fed did, and why. *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, 74(2).
- Winiarski, B. (2006). *Polityka gospodarcza*. Warszawa: PWN.
- Wiseman, C. (1992). More on misery: How consistent are alternative indices?. *The American Economist*, 36.
- Wojtyna, A. (red.). (1999a). Alternatywne strategie dezinflacji, *CASE*, 32.
- Wojtyna, A. (1999b). Koszty dezinflacji (cz. 1). *Bank i Kredyt*, 12.
- Wojtyna, A. (2000a). *Ewolucja Keynesizmu a główny nurt ekonomii*. Warszawa: PWN.
- Wojtyna, A. (2000b). Koszty dezinflacji (cz. 2). *Bank i Kredyt*, 1–2.
- Wojtyna, A. (2001). Skuteczność polityki pieniężnej w warunkach niskiej inflacji: problem zerowej granicy nominalnych stóp procentowych. *Bank i Kredyt*, 7.
- Wojtyna, A. (2002). O niektórych związkach między zmianami strukturalnymi polityką pieniężną. W: *XXII Konferencja Naukowa NBP „Reformy strukturalne a polityka pieniężna”*. Falenty.
- Wojtyna, A. (2004). *Szkice o polityce pieniężnej*. Warszawa: PWE.
- Wojtyna, A. (2006, 28 kwietnia). Paradoks wiarygodności, *Rzeczpospolita*, B5.

- Wojtyna, A. (2011). Standardowe i niestandardowe działania anty kryzysowe w gospodarkach wschodzących. *Gospodarka Narodowa*, 9.
- Wolf, N. (2007). *Scylla and Charybdis. The European economy and Poland's adherence to gold, 1928–1936* (CEP Discussion Paper No. 834).
- Wong, Y. C. R. i Siu, A. (2002). *Deflation in Hong Kong: an assessment*. Hong Kong: Institute of Economics and Business Strategy.
- Wynne, M. i Rodriguez-Palenzuela, D. (2002). *Measurement bias in the HICP: what do we know and what do we need to know?* (Federal Reserve Bank of Dallas Working Paper No. 206).
- Wyplosz, C. (2000, listopad). Do we know how low should inflation be? W: A. G. Herero, V. Gaspar, L. Hoogduin, J. Morgan i B. Winkler (Eds.), *Why price stability?*. First ECB Central Banking Conference, Frankfurt, Germany.
- Ząbkowicz, A. (2003). Globalizacja, regionalizacja i przegięcie deflacyjne polityki makroekonomicznej. *Bank i Kredyt*, 2.
- Ząbkowicz, A. (2006). *Instytucje i wzrost gospodarki Japonii*. Kraków: Wydawnictwo Uniwersytetu Jagiellońskiego.
- Zweig, F. (1944). *Poland between two wars. A critical study of social and economic changes*. London: Secker & Warburg.
- Zwierzchlewski, S. (2015). *Stabilność unii walutowej*. Toruń: Wydawnictwo A. Marszałek.
- Zwierzchlewski, S. i Hnatyszyn-Dzikowska, A. (red.). (2012). *Wybrane aspekty polityki gospodarczej – wymiar makroekonomiczny i regionalny*. Piła: Wydawnictwo Państwowej Wyższej Szkoły Zawodowej w Pile.

Strony internetowe

- bankofcanada.ca (Bank Kanady)
- bankofengland.co.uk (Bank Anglii)
- bnb.bg (Narodowy Bank Bułgarii)
- bnro.ro (Narodowy Bank Rumunii)
- boj.or.jp (Bank Japonii)
- cnb.cz (Narodowy Bank Czech)
- data.oecd.org (OECD)
- ec.europa.eu (Eurostat)
- ecb.europa.eu (Europejski Bank Centralny)
- europarl.europa.eu (Parlament Europejski)
- federalreserve.gov (System Rezerwy Federalnej)
- hnb.hr (Narodowy Bank Chorwacji)
- imf.org (Międzynarodowy Fundusz Walutowy)
- mnb.hu (Narodowy Bank Węgier)
- nationalbanken.dk (Narodowy Bank Danii)
- nber.org (NBER)
- nbp.pl (Narodowy Bank Polski)
- riksbank.se (Bank Szwecji)
- stat.gov.pl (GUS)

SPIS RYSUNKÓW

1. Mechanizm wystąpienia deflacji po stronie zagregowanego popytu w modelu tradycyjnym i nowym klasycznym modelu makroekonomicznym	33
2. Mechanizm wystąpienia deflacji po stronie zagregowanego popytu w nowym modelu keynesowskim	34
3. Mechanizm wystąpienia deflacji po stronie zagregowanej podaży	36
4. Hipotetyczne kształty długookresowej krzywej Phillipsa w kontekście występowania efektów „piasku” i „smarowania”	49
5. Podstawowy mechanizm spirali deflacyjnej	67
6. Nakładanie się spirali deflacyjnych przepływów i zasobów w modelu IS-LM w warunkach pułapki płynności	71
7. Spirale deflacyjne długu i oszczędności w modelu IS-LM	72
8. Podział współczesnych strategii polityki pieniężnej	92
9. Procedura dopasowania strategicznego w odniesieniu do polityki pieniężnej	102
10. Mechanizm działania ZIRP/MIRP	105
11. Rosnący poziom cen i inflacja jako cele polityki pieniężnej	134
12. Schemat wystąpienia kryzysu i deflacji na przykładzie Wielkiego Kryzysu	146
13. Wybrane wielkości makroekonomiczne w Szwecji w latach 1928–1938	154
14. Dynamika cen w Japonii w latach 1990–2017 (CPI, dane miesięczne, roczna stopa zmian)	156
15. Realna dynamika PKB w Japonii w latach 1980–2017	156
16. Szacunki MOG na tle dynamiki cen dla Japonii w latach 1994–2016	160
17. Zależność między stopą bezrobocia i dynamiką ogólnego poziomu cen dla Japonii w latach 1980–2017	161
18. Stopy procentowe Banku Japonii i dynamika cen w latach 1990–2017	164
19. Dynamika agregatów podaży pieniądza w Japonii w latach 1990–2017	168
20. Dług publiczny w relacji do PKB w Japonii w latach 1995–2016	169
21. Deficyt budżetowy w relacji do PKB w Japonii w latach 1995–2016	169
22. Liczba przypadków niskiej dynamiki cen mierzonej HICP w UE28 w latach 2001–2017	183
23. Makroekonomiczne zagregowane charakterystyki UE28 w latach 2001–2017	187
24. Zależność między stopą dynamiki cen HICP (oś rzędnych) i bezrobocia (oś odciętych) w poszczególnych krajach UE28 w latach 2001–2017	193
25. Wartość MOG na tle dynamiki cen HICP w krajach UE28 w latach 2001–2017	199
26. Schemat strategii Europejskiego Banku Centralnego	207

27. Dynamika cen i podaży pieniądza w strefie euro na tle celu inflacyjnego w latach 2001–2017.....	211
28. Minimalna, maksymalna i średnia dynamika HICP w krajach strefy euro w latach 2001–2017.....	212
29. Rozstęp i odchylenie standardowe HICP w krajach strefy euro i Unii Europejskiej w latach 2001–2017.....	212
30. Stopy procentowe EBC w latach 2001–2017	214
31. Szacunki reguły Taylora na tle stopy refinansowej EBC w latach 2001–2017..	217
32. Szacunki reguły Taylora dla wybranych krajów strefy euro na tle stopy refinansowej EBC w latach 2013–2016	219
33. Dynamika CPI w Polsce w latach 1999–2017.....	225
34. Bazowe miary zmian poziomu cen w Polsce w warunkach deflacji.....	227
35. Dynamika składowych HICP w Polsce w warunkach deflacji.....	229
36. Dynamika przeciętnej płacy brutto w Polsce w latach 2001–2017.....	231
37. Zależność między dynamiką PKB (oś odciętych) i CPI (oś rzędnych) dla Polski w latach 1999–2016.....	233
38. Szacunki wariantów MOG dla Polski w latach 2001–2017	237
39. Szacunki nominalnej stopy wynikającej z reguły Taylora na tle stopy referencyjnej NBP w latach 2001–2017.....	243
40. Szacunki stopy wynikającej z reguły Taylora na tle stopy referencyjnej NBP w ujęciu realnym w latach 2001–2017	246
41. Wyniki estymacji modelu VAR dla dynamiki cen i stopy NBP w Polsce w XXI wieku w warunkach deflacji.....	250
42. Wyniki estymacji modelu VAR dla nieujemnej dynamiki cen i stopy NBP w Polsce w XXI wieku przed wystąpieniem deflacji	251
43. Odpowiedzi na impuls w modelu VAR dla dynamiki cen i stopy NBP w Polsce w XXI wieku w warunkach deflacji	253
44. Odpowiedzi na impuls w modelu VAR dla nieujemnej dynamiki cen i stopy NBP w Polsce w XXI wieku przed wystąpieniem deflacji	254

SPIS TABEL

1. Elementy składowe indeksu wrażliwości deflacyjnej.....	24
2. Systematyka rodzajów deflacji.....	78
3. Aspekty uwarunkowań zmiany i wyboru strategii polityki pieniężnej.....	98
4. Cechy strategii BCI i SCI.....	130
5. Wady, zalety i przesłanki zastosowania kontroli poziomu cen w obliczu deflacji	136
6. Przykłady wysokiej inflacji i „złej” deflacji dla Stanów Zjednoczonych od połowy XVIII wieku	140
7. Roczna częstotliwość deflacji w wybranych krajach w latach 1801–2002.....	142
8. Podstawowy podział i istota niestandardowych, antykryzysowych instrumentów polityki pieniężnej Banku Japonii.....	166
9. Wybrane propozycje wprowadzenia celu inflacyjnego w Japonii.....	172
10. Średnioroczna dynamika poziomu cen mierzona HICP w krajach UE28 w latach 2001–2017.....	184
11. Ranking krajów UE28 pod względem MOG w wybranych okresach.....	200
12. Strategie polityki pieniężnej w UE28 (stan na koniec 2017 r.).....	204
13. Statystyki opisowe dynamiki CPI w Polsce w latach 2001–2017.....	226
14. Szacunki miernika zagrożenia deflacyjnego w Polsce w latach 2001–2017.....	239
15. Strategia polityki pieniężnej w Polsce w XXI w. na tle wzorca BCI	242

CONTEMPORARY MONETARY POLICY STRATEGY UNDER DEFLATION CONDITIONS. THE EUROPEAN UNION PERSPECTIVE IN THE 21ST CENTURY

Summary

The main aim of the work is to assess the influence of deflation on the shape of monetary policy strategy, especially from the perspective of the European Union in the 21st century. The author has made an attempt to evaluate how certain deflation conditions affect the monetary policy strategy both in the theoretical and practical depictions, as well as with reference to the sphere of goals, instruments, ways to link them, and consequently the type of the strategy. In this context, the aim of the work is also to juxtapose the main types of contemporary monetary policy strategies in the face of deflation conditions, as well as to determine a desired shape of the strategy including a proposal to devise a conception of an anti-deflation plan.

The work consists of four chapters, an introduction and a conclusion. A brief summary is provided at the end of each chapter. The theoretical sphere of chapter one is an attempt to determine the framework of the “macroeconomy of deflation” by analysing the definition of deflation in the first place, followed by its characteristic theories and phenomena which determine the measurement, reasons, transmission channels, effects and types of deflation. Accordingly, the author has obtained an image of deflation conditions. The theoretical sphere of chapter two is an attempt to analyse the impact of deflation conditions on the shape of the monetary policy strategy. In this context, a conception of the anti-deflation plan has been presented, together with a comparison of various types of monetary policy strategies. Chapter three makes an attempt to diagnose historic deflation experiences. Such cases have been considered as the United States in the times of the Great Depression, Sweden in the 1920s and 1930s, as well as Japan since the 1990s. Chapter four depicts contemporary deflation experiences in the European Union, specifying the lower time period to be the beginning of the 21st century. In this case, the emphasis has been put on the heart of the subject matter of this work, i.e. the influence of the analysed conditions on the shape of the monetary policy strategy. Having conducted the general and cross-sectional research, the author refers to the ECB’s hybrid strategy and inflation targeting in Poland.

Keywords: central bank, deflation, monetary policy, price stability.

Paweł Błaszczyk zajął się w swojej pracy tematem ważkim, aktualnym i nieco zaniedbanym w literaturze. Co więcej, zaproponowana przez niego perspektywa omówienia i analizy problematyki strategii polityki pieniężnej w warunkach deflacji jest bez wątpienia nowym i – jak się przekonujemy z lektury rozdziału trzeciego – trafnym ujęciem problemu. Zasadnicza teza pracy, którą jest w moim rozumieniu konieczność dysponowania strategią polityki pieniężnej dostosowaną do deflacji i zastosowania jej w razie występowania tego zjawiska (szczególnie ważne w przypadku tzw. złej deflacji), jest przekonująco wywiedziona, szeroko skomentowana i szczegółowo uargumentowana. [...] Uważam ten wywód za ważny wkład w rozwój (makro)ekonomii, mający również ważne zastosowania praktyczne.

Z recenzji dr. hab. Ryszarda Kokoszczyńskiego

Problematyka monografii jest wyjątkowo aktualna i ważna zarówno dla teorii ekonomii i polityki gospodarczej (w tym pieniężnej), jak i samej praktyki gospodarczej. Może zabrzmi to nieco pompatycznie i na wyrost, ale recenzowana książka może się wpisać w jakże ważną tradycję ekonomii poznańskiej na temat badań dynamiki zmian ogólnego poziomu cen.

Z recenzji prof. dr. hab. Zbigniewa Polańskiego

