



Wiarygodność polityki monetarnej, inflacja i wzrost gospodarczy

Tłumaczenie za zgodą Cato Journal. Copyright © Cato Institute. All rights reserved.

Roger W. Ferguson Jr.¹
(tłum. Adam Gregor)

Musimy się w tej chwili powszechnie zgodzić z tym, że niska i stabilna inflacja jest nadrzędnym i podstawowym celem polityki monetarnej, w dużej mierze dlatego, że wierzymy, iż przynosi ona stabilność systemom finansowym i sprzyja zrównoważonemu wzrostowi gospodarczemu w długim okresie. W dążeniu do tego celu banki centralne odnotowały pewne sukcesy. Według *World Economic Outlook 2005* opublikowanego przez Międzynarodowy Fundusz Walutowy (IMF 2005) inflacja w rozwiniętych gospodarkach w ciągu ostatniej dekady od 1997 r. wynosiła przeciętnie mniej niż 2% rocznie, podczas gdy w ciągu poprzednich dziesięciu lat wynosiła 3,5%. Dane MFW dla Stanów Zjednoczonych pokazują niższy, choć wciąż znaczący, spadek inflacji z 3,75% do 2,5%. Spadek inflacji w krajach nieuprzemysłowionych, gdzie jej średnia wielkość spadła z dwu- do jednocyfrowej, jest jeszcze bardziej uderzający.²

Jako osoba, która zajęła się zawodowo polityką monetarną w 1997 r. cieszę się z sukcesów Rezerwy Federalnej (Fed) oraz innych banków centralnych na całym świecie. Dzięki ich osiągnięciom w walce z inflacją, bankowość centralna cieszy się wysokim uznaniem. W związku z tym, wiarygodność polityki monetarnej, którą zdefiniowałbym jako świadomość sektora prywatnego, że banki centralne zrobią, co będzie konieczne by utrzymać inflację pod kontrolą, jest również wysoka.

Na tę wiarygodność długo pracowano, jednakże łatwo można ją stracić. Na spotkaniu z 1 listopada 2005 r. Komitet Federalny Otwartego Rynku (FOMC) podniósł podstawową stopę procentową funduszy federalnych o 25 punktów bazowych do poziomu 4% i zauważył:

W skumulowanym wzroście cen energii i innych kosztów jest potencjał by wzmocnić presję inflacyjną, jednakże w ciągu ostatnich miesięcy inflacja bazowa

¹ Ferguson R.W., *Monetary Credibility, Inflation, and Economic Growth*, "Cato Journal", vol. 26, nr 2 (Spring/Summer 2006). Tłumaczenie za zgodą Cato Journal. Copyright © Cato Institute. All rights reserved. Roger W. Ferguson Jr. jest byłym wiceprzewodniczącym Zarządu Rezerwy Federalnej. Artykuł ten powstał na podstawie jego uwag w trakcie 23-ciej rocznej konferencji Cato Institute nt. polityki monetarnej współsponsorowanej przez *The Economist*, w Waszyngtonie, D.C., 3 listopada 2005 r. W tym czasie Roger W. Ferguson był wiceprzewodniczącym Zarządu Fed. Treść niniejszego artykułu wyraża jego osobiste poglądy i niekoniecznie odzwierciedla opinie innych członków Zarządu Fed lub Federalnego Komitetu Otwartego Rynku.

² Za gospodarki nieuprzemysłowione uważa się tutaj gospodarki oznaczane przez MFW jako „pozostałe rynki wschodzące i gospodarki rozwijające się” (ang. other emerging market and developing economies). Według IMF (2005) przeciętna inflacja dóbr i usług konsumpcyjnych w tej grupie krajów spadła z 57% w latach 1987-1996 do 7,5% w latach 1997-2006.

netto utrzymywała się na relatywnie niskim poziomie a długoterminowe oczekiwania inflacyjne pozostają pod kontrolą... Mając na względzie, że inflacja bazowa powinna wyhamowywać, Komitet wierzy, że stopniowo będzie można zrezygnować z zacieśniania polityki monetarnej. Mimo to, jeśli prognozy gospodarcze ulegną zmianie, to Komitet będzie wypełniał swoje zobowiązania mające na celu utrzymanie stabilności cen.

Niestety, ostatnie dwadzieścia lat nie było okresem równomiernego wzrostu gospodarczego na całym świecie. Jeśli ponownie sięgniemy do danych MFW to zauważymy, że wzrost PKB w krajach nieuprzemysłowionych w latach 1997-2006 wyniósł 5,25%, podczas gdy dekadę wcześniej było to 3,75%. Wprawdzie tempo wzrostu gospodarczego w USA w ciągu tych dwóch okresów również nieznacznie wzrosło z 3% do 3,25%, jednak w pozostałych krajach wysoko uprzemysłowionych odnotowano spadek tempa wzrostu z ponad 3% do mniej niż 2,5%. Ten spadek odzwierciedla spowolnienie tempa wzrostu gospodarczego w niektórych największych gospodarkach świata takich jak Japonia, Niemcy, Włochy i Holandia oraz wpływ kryzysu azjatyckim z roku 1997 na nowo uprzemysłowione gospodarki azjatyckie.³

Według mnie oczywistym jest, że wiarygodność polityki monetarnej, poprzez zmniejszanie poziomu i zmienności inflacji, kładzie solidne fundamenty pod mocniejszy i bardziej zrównoważony wzrost gospodarczy. W niniejszym artykule chciałbym przedstawić intuicyjne oraz naukowe dowody istnienia relacji między wiarygodnością polityki monetarnej a wzrostem gospodarczym. Zrobię to dwustopniowo: najpierw zajmę się związkiem pomiędzy wiarygodnością polityki monetarnej a wielkością inflacji a następnie omówię wpływ inflacji na długoterminowy wzrost gospodarczy.

Wiarygodność polityki monetarnej a wysokość inflacji

Czy aby na pewno wiarygodność polityki monetarnej pomaga utrzymać niższą, mniej zmienną i mniej podatną na wstrząsy inflację? Warunkiem koniecznym dla niskiej i stabilnej inflacji jest rozsądna polityka monetarna – tj. taka, która utrzymuje produkt blisko jego potencjału a jednocześnie odpowiednio równoważy

³ Klasyfikacja MFW zalicza nowo uprzemysłowione państwa azjatyckie: Koreę, Tajwan, Hong-Kong i Singapur, do krajów rozwiniętych.

szoki podażowe i popytowe w gospodarce. Poza tym jednak zwykła intuicja, a także liczne artykuły naukowe, spośród których kilka krótko omówię, sugerują że wiarygodność może znacząco wzmocnić osiągnięcia rozsądnej polityki pieniężnej. Kiedy bank centralny jest postrzegany zarówno jako zaangażowany, jak i skuteczny w utrzymaniu inflacji w ryzach, to oczekiwania inflacyjne zwykle również są zakotwiczone. Tak długo jak bank centralny prowadzi wrażliwą politykę pieniężną oczekiwania te mają tendencję do samospełnienia się, gdyż powinny one prowadzić do takich ruchów cen i płac, które są w zgodzie z niską i stabilną inflacją. Z drugiej strony, jeśli brak jest wiarygodności polityki monetarnej a oczekiwania inflacyjne są wysokie, to firmy będą podnosiły ceny a pracownicy będą domagać się znacznego wzrostu wynagrodzeń. W takiej sytuacji efektywne zacieśnianie polityki monetarnej przez bank centralny w celu dojścia do niskiej inflacji będzie bardziej kosztowne zarówno ze względu na ograniczenie liczby miejsc pracy, jak i zahamowanie wzrostu gospodarczego.

Nie trzeba szukać daleko, by dostrzec praktyczne znaczenie wiarygodności polityki monetarnej. W ciągu ostatnich dwóch lat cena ropy naftowej niemal podwoiła się. W latach 70-tych XX w. podobne podwyżki wywołały gwałtowny wzrost inflacji na świecie. Obecnie, dla odmiany, inflacja bazowa netto zarówno w Stanach Zjednoczonych, jak i za granicą, mimo że wzrosła nieznacznie, to pozostaje pod kontrolą. W dużej mierze dzieje się tak dlatego, że od lat 70-tych banki centralne, w tym Bank Rezerw Federalnych, znacząco zwiększyły swoje zaangażowanie w utrzymywanie stabilnych cen. Tak więc teraz rynki są znacznie bardziej pewne, że władze monetarne nie dopuszczą do odbicia się inflacji. Co więcej, rosnące ceny ropy naftowej nie spowodowały gwałtownego wzrostu długoterminowych oczekiwań inflacyjnych i nie zaobserwowano poprzednich wzrostów cen i płac, które były tak destabilizujące przed kilkoma dekadami. W istocie, wiarygodność polityki monetarnej pomaga bankowi centralnemu w wypełnianiu jego misji, poprzez stymulowanie sektora prywatnego do podjęcia działań, które pomagają osiągnąć niski cel inflacyjny banku centralnego. Oczywiście, w obliczu uporczywości wysokich cen energii, z którymi gospodarka światowa musi się ostatnio zmagać, osoby odpowiedzialne za politykę monetarną nie mogą być z siebie zadowolone. Aby wzmocnić swoją wiarygodność i zwiększyć zaufanie podmiotów rynkowych banki centralne muszą aktywnie opierać się presji inflacyjnej, na długo zanim pojawi się sama inflacja.

Także pod tym względem FOMC podolał wyzwaniu dzięki swemu zaangażowaniu się w dostosowanie polityki monetarnej tak, by utrzymać inflację w ryzach.

Oprócz tego intuicyjnego dowodu istnieje również wiele formalnych badań naukowych, które wspierają pogląd, że silne zaangażowanie w utrzymanie stabilności cen pomaga ograniczyć i ustabilizować inflację. Na przykład ekonomiści Banku Rezerw Federalnych Gagnon i Ihrig (2004) zbadali wpływ polityki monetarnej na wzrost inflacji wywołany deprecjacją waluty. Pokazali oni, że w przeciągu ostatnich kilku dekad wrażliwość inflacji na deprecjację waluty w krajach uprzemysłowionych generalnie spadła. Autorzy ci odkryli, że w 18 z 20 zbadanych krajów stopień wpływu deprecjacji waluty na inflację spadał wraz ze spadkiem inflacji w latach 1971-2000, przy czym w drugiej połowie tego okresu przeciętny stopień takiego wpływu był około trzykrotnie niższy niż w pierwszej połowie tego okresu. Co więcej, zauważyli oni, że te spadki są z reguły większe w krajach, w których banki centralne zaczęły przykładać większą wagę do walki z inflacją. Mimo że Gagnon i Ihrig dostarczają dowodów na to, że silne zaangażowanie się w utrzymywanie stabilności cen może prowadzić do ich większej stabilności, pozostawiają otwartym to, w jakim stopniu jest to zasługa wiarygodności banku centralnego, a w jakim prowadzonych działań.

Inne badania, przeprowadzone przez Laxtona i N'Diaye'a (2000) w MFW, pokazują że model inflacji i bezrobocia lepiej oddaje rzeczywistość, jeśli oczekiwania inflacyjne są włączone do tego modelu jako funkcja długoterminowych zysków z obligacji, niż gdy zakłada się, że oczekiwania te zależą tylko od historycznej inflacji. Tak więc badania te potwierdzają wpływ oczekiwań inflacyjnych na bieżącą inflację. To czy oczekiwania te odzwierciedlają wiarygodność polityki monetarnej, jak twierdzą naukowcy, pozostaje niejasne.

Wreszcie, istnieje bogata literatura na temat wpływu niezależności banku centralnego na inflację (patrz m.in. Cukierman 1992). Według standardowego poglądu polityczne zakusy by pobudzać gospodarkę, utrzymywać deficyt budżetowy lub dokonywać redystrybucji dochodu na rzecz takiej czy innej grupy społecznej, są ważnym źródłem presji inflacyjnej. Twórcy Banku Rezerw Federalnych usiłowali odizolować Fed od takich nacisków politycznych (patrz Faust 1996).

To że niezależność banku centralnego pozwala władzom monetarnym lepiej dążyć do stabilności cen co skutkuje niższą i mniej zmienną inflacją potwierdza szereg badań naukowych (np. Alesina i Summers 1993; Eijffinger, Schaling i Hoerberichts 1998 oraz Posen 1998). Inflacja jest z reguły niższa w krajach, w których istnieje prawna i inna instytucjonalna ochrona niezależności banku centralnego. Oczywiście takie wyniki nie mówią nam nic o tym, czy niezależność banku centralnego jest ważna bo pozwala na prowadzenie lepszej polityki monetarnej, czy dlatego, że zwiększa wiarygodność banku centralnego.

Pomimo istnienia wielu dowodów naukowych na temat roli rozsądnej polityki monetarnej i niezależności banku centralnego w osiągnięciu stabilności cen, musimy zmierzyć się z faktem, że szczególny wkład wiarygodności polityki monetarnej w osiągnięciu niskiej inflacji, w przeciwieństwie do wkładu samej polityki monetarnej, jest trudny do zmierzenia. Efektywna polityka banku centralnego wiedzie nie tylko do niskiej inflacji, ale jest też głównym czynnikiem przyczyniającym się do wiarygodności polityki monetarnej. Rozsądna polityka pieniężna i jej wiarygodność są ściśle i zapewne nierozzerwalnie powiązane ze sobą i nie dają się zmierzyć oddzielnie przy pomocy współczesnych technik statystycznych.

Czy niepokoi mnie niedostatek jednoznacznych naukowych dowodów dotyczących specyficznej roli wiarygodności polityki monetarnej? Wcale. Badania, które krótko opisałem jednoznacznie pokazują, że wszystkie czynniki takie jak zaangażowanie w walkę z inflacją, niskie oczekiwania inflacyjne oraz niezależność banku centralnego przyczyniają się do ograniczania inflacji. Dlatego też byłoby zaskakujące, gdyby wiarygodność polityki monetarnej nie odgrywała żadnej roli, nawet jeśli nie można jej dokładnie zmierzyć a jej konkretny udział jest trudny do określenia. Co więcej, teoria i intuicja mówią nam, że wiarygodność polityki monetarnej jest większa, gdy bank centralny robi to, czego się od niego oczekuje, tzn. łagodzi wstrząsy gospodarcze aby nie dopuszczać do narastania presji inflacyjnej i aby w ten sposób utrzymywać samą inflację na niskim i stabilnym poziomie. Skuteczny bank centralny będzie prowadził taką politykę niezależnie od tego, za jak istotną uważa on rolę wiarygodności polityki monetarnej.

Inflacja a wzrost gospodarczy

Zakładając, że wiarygodność polityki monetarnej pomaga bankowi centralnemu w dążeniu do stabilności cen, to co można powiedzieć o wpływie stabilnych cen na wyniki końcowe – aktywność i wzrost gospodarczy? Badania empiryczne próbujące dowieść istnienia silnej zależności pomiędzy niską inflacją a zrównoważonym wzrostem gospodarczym nie odniosły wielkiego sukcesu, co po części wynika ze skomplikowanej struktury czynników wpływających zarówno na inflację, jak i na wzrost.

Po przełomowej pracy Stanleya Fischera (1993) naukowcy wydają się być zgodni w tym, że ekstremalnie wysoka inflacja, powiedzmy powyżej 40% rocznie, jest powiązana z niższym wzrostem gospodarczym (Bruno i Easterly 1996). Tak wysoka wartość wskaźnika inflacji jest często oznaką, że gospodarka już jest lub wchodzi w fazę kryzysu. Jeśli inflacja przekroczy próg 40% to zaczyna ona być bardziej niestabilna i najpewniej jeszcze będzie rosła. W takich warunkach firmy mają duży problem z ustaleniem cen a klienci z ich oceną. Generalnie wzrost gospodarczy zwalnia podczas takich kryzysów, czego dowodzi przykład załamania się gospodarki Argentyny w trakcie hiperinflacji pod koniec lat 80-tych czy spustoszenia, jakie w Europie spowodowała hiperinflacja w latach 20-tych XX w.

W tych sytuacjach zależność między inflacją, a wzrostem jest jasna, mimo że przyczynowość może być trudna do wyodrębnienia. Ale co możemy powiedzieć w przypadku niższej stopy inflacji? Czy tempo rozwoju gospodarczego jest mniejsze gdy inflacja wynosi 15% niż gdy wynosi 5%? Ekonomisci MFW Khan i Senhadji (2001) zaobserwowali ujemną zależność pomiędzy inflacją a wzrostem gospodarczym. Przy pomocy nieliniowych technik estymacji zidentyfikowali progi, powyżej których inflacja istotnie spowalnia wzrost gospodarczy: od 1 do 3% dla krajów uprzemysłowionych i od 11 do 12% dla krajów rozwijających się.⁴

Żeby być zupełnie szczerym w stosunku do literatury naukowej to należy nadmienić, że pozostali naukowcy nie odkryli tak jasnej zależności. Levine i Renelt

⁴ We wcześniejszym artykule MFW (Ghosh i Phillips 1998) także wykryli nieliniową ujemną zależność.

(1992) w wyczerpującym i przekrojowym badaniu nie znaleźli silnej zależności, tak jak wielu innych naukowców używających innych technik badawczych nie zdołało wykryć istotnej zależności.

Problem może polegać na zidentyfikowaniu kierunku przyczynowego: w krótkim i średnim okresie związek ten może przebiegać od wyższego wzrostu do wyższej inflacji, gdy presja cyklu koniunkturalnego wzmacnia wydatki i aktywność gospodarczą ponad potencjał gospodarki. Ten kierunek związku przyczynowego może zaciemniać negatywną zależność, jaką zakłada się w długim okresie a przebiegającą od wyższej inflacji do niższego wzrostu gospodarczego.

Oczywiście dla mnie, jako bankiera centralnego, sensownym jest, że niższa i bardziej stabilna inflacja, poprzez bardziej przewidywalne zwroty z oszczędności i inwestycji oraz mniejsze ryzyko szoków na rynkach finansowych, powinna sprzyjać wzrostowi gospodarczemu. Dla przykładu, od połowy lat osiemdziesiątych wzrost gospodarczy w USA jest bardziej stabilny i wyższy. Wielu obserwatorów uważa, że ta „wielka stabilizacja” jest przypisywana, przynajmniej po części, lepszej polityce monetarnej, a co za tym idzie, niższej i bardziej stabilnej inflacji.⁵ Niska i stabilna inflacja przynosi także inne korzyści, które mogą wpływać na stopę wzrostu PKB w czasie. Obejmują one zmniejszenie arbitralnej redystrybucji bogactwa i dochodów związanej z wyższą i bardziej zmienną inflacją i ograniczenie wypaczonej alokacji zasobów, która jest spowodowana przez skomplikowaną ordynację podatkową (Feldstein 1999). Dlatego, i nie jestem oczywiście osamotniony w tym poglądzie, jest oczywiste, że banki centralne powinny dążyć do niskiej i stabilnej inflacji.

Oczywiście niska inflacja jest w najlepszym razie koniecznym, lecz nie wystarczającym, warunkiem dla rozwoju gospodarczego. W wielu biednych krajach dużo większymi problemami niż inflacja są: błędna polityka rządu, niedostateczna edukacja czy systemy prawne, które nie chronią praw własności lub nie egzekwują zawartych umów handlowych. Nie znaczy to, że kraje muszą wybierać pomiędzy

⁵ Zmienność produktu krajowego brutto Stanów Zjednoczonych spadła znacząco od połowy lat osiemdziesiątych w porównaniu do kilku poprzednich dziesięcioleci. Ta stabilizacja ma wiele możliwych wyjaśnień a lepsza polityka monetarna jest jednym z nich. Inne obejmują: łagodniejsze szoki gospodarcze, poprawę zarządzania zapasami czy też innowacje finansowe. Na temat tego ostatniego patrz: Dynan, Elmendorf i Sichel (2006).

walką z inflacją, a reformowaniem swoich instytucji. Wręcz przeciwnie, wysoka inflacja jest często oznaką załamania instytucjonalnego, tak więc tłumienie inflacji może pomóc w odbudowie gospodarczych i politycznych perspektyw takiego kraju.

Wnioski

Podsumowując nie możemy zapomnieć o tym, że spadek inflacji w ciągu ostatnich dwóch dekad, a co za tym idzie wzrost wiarygodności polityki monetarnej, z którego teraz korzystamy nie został osiągnięty bezboleśnie, jako że aktywność gospodarcza była spowalniana, nieraz dotkliwie, aby sprowadzić inflację do niskiego poziomu. Długookresowe oczekiwania inflacyjne są obecnie lepiej zakotwiczone na całym świecie, w związku z tym wierzę, że wzrost gospodarczy będzie wyższy i stabilniejszy. Nawet jeśli dowody naukowe nie popierają tych wniosków jednoznacznie, to prawdopodobnie dzieje się tak dlatego, że dopiero zaczynamy dostrzegać korzyści wynikające z poświęceń poczynionych w tym zakresie w przeszłości.

Zadaniem mojego pokolenia bankierów centralnych jest podtrzymywanie sukcesów poprzedniego pokolenia oraz używanie wszelkich dostępnych narzędzi, aby utrzymywać niskie oczekiwania inflacyjne, jak również niską i stabilną inflację. Jesteśmy to winni naszym poprzednikom i naszym obywatelom.

BIBLIOGRAFIA:

Alesina A., and Summers L. (1993), *Central Bank Independence and Macroeconomic Performance: Some Comparative Evidence*, "Journal of Money, Credit, and Banking" 25 (May): 151–62.

Bruno M., and Easterly W. (1996), *Inflation and Growth: In Search of a Stable Relationship*, Federal Reserve Bank of St. Louis "Review" 78 (May/June): 139–46.

Cukierman A. (1992), *Central Bank Strategy, Credibility, and Independence: Theory and Evidence*, Cambridge, Mass.: MIT Press.

Dynan K. E., Elmendorf D. W., and Sichel D. E. (2006), *Can Financial Innovation Help to Explain the Reduced Volatility of Economic Activity?* “Journal of Monetary Economics” 53 (1): 123–50.

Eijffinger S., Schaling E., and Hoeberichts M. (1998), *Central Bank Independence: A Sensitivity Analysis*, “European Journal of Political Economy” 14 (February): 73–88.

Faust J. (1996), *Whom Can We Trust to Run the Fed? Theoretical Support for the Founders’ Views*, “Journal of Monetary Economics” 37 (April): 267–83.

Federal Open Market Committee (2005), *Press Release*, November 1, (www.federalreserve.gov/boarddocs/press/monetary/2005/20051101).

Feldstein M., ed. (1999), *The Costs and Benefits of Price Stability*, Chicago: University of Chicago Press.

Fischer S. (1993), *The Role of Macroeconomic Factors in Growth*, “Journal of Monetary Economics” 32 (December): 458–512.

Gagnon J. E., and Ihrig, J. (2004), *Monetary Policy and Exchange Rate Pass-Through*, “International Journal of Finance and Economics” 9: 315–38.

Ghosh A., and Phillips, S. (1998), *Warning: Inflation May Be Harmful to Your Growth*, “IMF Staff Papers” 45: 672–710.

International Monetary Fund (2005), *World Economic Outlook: Building Institutions* (www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2005/02/index.htm).

Khan M. S., and Senhadji A. S. (2001), *Threshold Effects in the Relationship between Inflation and Growth*, “IMF Staff Papers” 48: 1–21.

Laxton D., and N’Diaye, P. (2002), *Monetary Policy Credibility and the Unemployment-Inflation Tradeoff: Some Evidence from 17 Industrial Countries*, “IMF Working Paper” 02/220 (December).

Levine R., and Renelt, D. (1992), *A Sensitivity Analysis of Cross-Country Growth Regressions*, “American Economic Review” 82 (September): 942–63.

Posen A. (1998), *Central Bank Independence and Disinflationary Credibility: A Missing Link?* “Oxford Economic Papers” 50 (July): 335–59.