

Krzysztof Rybiński*

GLOBALIZACJA A POLITYKA PIENIĘŻNA**

Tytuł artykułu może sugerować, że porusza on problemy istotne dla globalnej gospodarki, a nie dla powiatu, miasta, regionu czy uczelni. Tak jednak nie jest, ponieważ w najbliższych latach proces globalizacji produkcji, usług, inwestycji, finansów, rynku pracy i wiedzy będzie postępował, niezależnie od skali narodowych protekcjonizmów. Efekty globalizacji będą więc odczuwalne przez wszystkich: kraje, regiony, społeczności lokalne i jednostki. Jeżeli chcemy odnieść sukces, czy jako kraj, czy jako każdy z nas, musimy być do globalizacji dobrze przygotowani.

Globalizacja jest pojęciem, które pojawia się dziś bardzo często w debacie ekonomicznej i właściwie trudno znaleźć obszar badań gospodarczych, który byłby od niej wolny. Jest to jednak termin na tyle szeroki, że każdy uczestnik dyskusji o globalizacji może mieć na myśli całkowicie różne zjawiska. Dlatego dyskusję na temat globalizacji i polityki pieniężnej warto zacząć od jej zdefiniowania. Jedną z definicji podaje Międzynarodowy Fundusz Walutowy¹, według którego globalizacja to „rosnąca współzależność (integracja) gospodarek krajowych, szczególnie wskutek zwiększającego się handlu międzynarodowego i przepływów finansowych”. Ponadto wartym podkreślenia elementem globalizacji jest szybki przepływ informacji i wiedzy, który jest siłą napędową procesów globalizacyjnych. Trzeba też pamiętać, że globalizacja nie jest zjawiskiem zupełnie nowym (zob. np. Mussa 2000). Z punktu widzenia istnienia politycznych barier wymiany międzynarodowej, 100 lat temu przepływy kapitału i towarów były również możliwe, tak jak dziś. Nie ulega jednak wątpliwości, że na skutek gwałtownego rozwoju technologii, szczególnie informacyjnych, które radykalnie obniżyły koszty tej wymiany, międzynarodowa integracja handlu, inwestycji, usług finansowych i innych jest dziś znacznie bardziej zaawansowana niż wówczas.

Komitet Polityki Ekonomicznej Unii Europejskiej (Economic... 2005) wskazuje cztery czynniki, które doprowadziły do radykalnego postępu globalizacji w ostatnich latach:

* Autor jest wiceprezesem Narodowego Banku Polskiego. Artykuł przedstawia prywatne poglądy autora, a nie instytucji, z którą jest związany.

** Wystąpienie na seminarium Centrum Europejskich Studiów Regionalnych i Lokalnych oraz Katedry UNESCO, Uniwersytet Warszawski, 6 kwietnia 2006 r.

¹ „Economic globalization is a historical process, the result of human innovation and technological progress. It refers to the increasing integration of economies around the world, particularly through trade and financial flows. The term sometimes also refers to the movement of people (labor) and knowledge (technology) across international borders”, za: *Globalization...* 2000.

- wielostronna liberalizacja handlu, obniżka cel przeciętnie o około 30%,
- udane reformy gospodarcze w wielu krajach rozwijających się, szczególnie w Chinach i Indiach,
- postęp technologiczny, szczególnie w sektorze ICT (ang. *information and communication technology*) i transporcie, który znacznie obniżył koszty handlu, np. opłaty za transport morski, lądowy i powietrzny, rozmowy telefoniczne i satelitarne spadły odpowiednio o 21%, 30%, 95% i 88%,
- rozszerzenie handlu międzynarodowego także na te kategorie produktów, które dotąd nie mogły być przedmiotem obrotu.

Być może globalizacja doprowadzi do powstania nowych zależności makroekonomicznych w miejsce tych, które znamy z tradycyjnych podręczników ekonomii. Być może większość ekonomistów, polityków i inwestorów nie rozumie jeszcze „sejsmicznych zmian”, które zachodzą w gospodarce (Roach 2005). Jeśli jednak rzeczywiście jesteśmy świadkami „sejsmicznych zmian” w gospodarce, to warto się im przyjrzeć i zastanowić nad ich znaczeniem.

Globalizacji i jej znaczeniu dla gospodarki można się przyglądać z wielu punktów widzenia. Dziś chciałbym zaproponować jej analizę z punktu widzenia banku centralnego – biorąc pod uwagę cel banku centralnego, możliwości wpływu na gospodarkę oraz instrumentarium, jakim bank dysponuje. Na początku zastanówmy się, jakie są kanały wpływu globalizacji na politykę pieniężną i bank centralny.

Po **pierwsze**, globalizacja – poprzez kształtowanie realnych procesów gospodarczych za granicą, wpływ na przebieg globalnego cyklu koniunkturalnego i ceny surowców na rynkach światowych – wpływa na otoczenie zewnętrzne gospodarki krajowej, które obserwuje i w którym działa bank centralny. Obecnie bank centralny w małej otwartej gospodarce, który nie zwracając uwagi na to, co się dzieje w otoczeniu zewnętrznym tej gospodarki, był skupiony wyłącznie na sytuacji w gospodarce krajowej, jest skazany na porażkę.

Po **drugie**, globalizacja zmienia mechanizmy ustalania płac i cen w ramach gospodarki krajowej, od których zależy inflacja w kraju. Globalizacja (coraz szersza otwartość gospodarek) – poprzez rosnący udział krajów o niskich kosztach wytwarzania w globalnej produkcji – zwiększa presję na marże oraz płace i w efekcie obniża inflację. Jednocześnie podwyższa ceny surowców, czym przyczynia się – przynajmniej przejściowo – do wzrostu inflacji.

Po **trzecie**, zwiększona międzynarodowa migracja siły roboczej zmienia sytuację na lokalnych rynkach pracy. Jej odpływ zwiększa bowiem presję płacową, a przyływ – zmniejsza ją.

Po **czwarte**, globalizacja zmienia funkcjonowanie rynków finansowych i zwiększa niepewność co do wpływu decyzji banku centralnego na te rynki oraz na zmienne makroekonomiczne.

Po **piąte**, globalizacja wpływa na sposób widzenia otoczenia gospodarczego przez bank centralny i stosowaną przez niego strategię polityki pieniężnej. Szybki transfer ekonomicznego *know how* (w postaci przepływu wiedzy ekonomicznej i metod analitycznych) zmienia sposób analizowania gospodarki przez ekono-

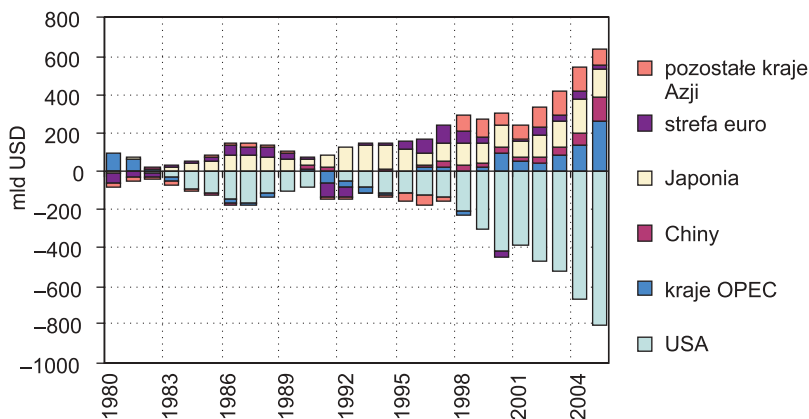
mistów banku centralnego, jak również sposób podejmowania decyzji w polityce pieniężnej.

Wreszcie po **szóste**, globalizacja zwiększa ryzyko wystąpienia „bąbli spekulacyjnych” na rynkach aktywów.

Przyjrzyjmy się drogom oddziaływania globalizacji na politykę pieniężną po kolei.

Ad 1

Rosnący udział handlu międzynarodowego w globalnym produkcie oraz zwiększające się międzynarodowe przepływy kapitałowe sprawiają, iż w coraz większym stopniu tempo wzrostu krajowej gospodarki zależy od rozwoju gospodarki światowej. Jako ilustrację wpływu globalizacji na perspektywy gospodarki światowej należy przywołać najbardziej obecnie dyskutowaną kwestię w polityce makroekonomicznej, a mianowicie problem globalnych nierównowag (ang. *global imbalances*).



Ryc. 1. Deficyt obrotów bieżących oraz struktura geograficzna finansującego ten deficyt napływu kapitału w latach 1980–2005

Źródło: MFW, *World Economic Outlook*.

W ciągu ostatnich lat deficyt obrotów bieżących Stanów Zjednoczonych stopniowo rósł, tak by w zeszłym roku przekroczył 800 mld USD, czyli 6,5% amerykańskiego PKB. Ten deficyt, oznaczający import oszczędności z reszty świata do USA, jest finansowany przez banki centralne krajów azjatyckich, np. Chin, oraz przez kraje eksportujące ropę naftową. Dostępne prognozy wskazują, że deficyt ten będzie się nadal pogłębiał. Obecnie toczy się gorąca debata, czy jest to sytuacja stabilna, która po prostu odzwierciedla nowe reguły gry w globalnej gospodarce², czy też musi dojść – prędzej czy później – do zatrzymania i odwrócenia tej tendencji, co może być związane ze znacznym wzrostem długoterminowych stóp procentowych w USA, z silną deprecjacja

² Taką tezę postawiono między innymi w często cytowanej pracy: Dooley et al. 2003.

dolara oraz poważnym spowolnieniem globalnego wzrostu gospodarczego. Większość prac empirycznych i teoretycznych wskazuje na rosnące prawdopodobieństwo tego drugiego scenariusza, zwłaszcza jeżeli nie zostaną podjęte odpowiednie kroki w wielu krajach. Wśród tych kroków wymienia się konieczność przyspieszenia wzrostu potencjalnego PKB w Unii Europejskiej i Japonii poprzez reformy rynku pracy i rynku produktów, zwiększenie oszczędności w Stanach Zjednoczonych poprzez ograniczenie deficytu budżetowego oraz reformy sektora finansowego w Chinach i następujące po nich stopniowe upłynnienie kursu renminbi.

Bank centralny musi uwzględniać możliwe scenariusze rozwoju sytuacji w gospodarce światowej i ewentualne dostosowania globalnych nierównowag, od nich bowiem w istotnej mierze zależą perspektywy krajowej gospodarki, a więc i prowadzona polityka pieniężna. Ponadto jako instytucja zarządzająca rezerwami walutowymi – musi śledzić zmiany sytuacji na globalnym rynku finansowym, gdyż zmiany i decyzje inwestycyjne banku centralnego wpływają na dochód osiągany z rezerw walutowych.

Ad 2 i 3

Globalizacja zmienia mechanizmy ustalania płac i cen w ramach krajowej gospodarki. Wynika to ze zwiększonej konkurencji międzynarodowej i rosnącej roli *outsourcingu* i *offshoringu*. *Offshoring* oznacza przeniesienie produkcji, usług lub zamówień poza granicę kraju, przy czym może to być przeniesienie w ramach tej samej firmy lub do innej firmy. *Outsourcing* oznacza rezygnację z produkcji lub usług w danej firmie i otrzymywanie tych towarów lub usług od innej firmy, która może być położona w tym samym lub w innym kraju.

Kiedyś większa część łańcucha produkcji i usług była zlokalizowana w danym kraju, co oznaczało, że z punktu widzenia polityki pieniężnej wyjątkowo duże znaczenie miał popyt krajowy, a w szczególności poziom produkcji w odniesieniu do jej poziomu potencjalnego – czyli tzw. luka PKB, zwana również często luką popytową. Wpływ globalnej gospodarki na inflację był natomiast odczuwalny głównie na skutek zmian *terms-of-trade*, czyli relacji cen eksportowych i importowych, na który z kolei oddziaływały między innymi ceny surowców oraz zmiany popytu zewnętrznego. Obecnie, między innymi na skutek globalizacji procesu produkcji, rola krajowej luki popytowej w wyjaśnianiu przyczyn inflacji znacznie zmalała, na co wskazują badania Banku Rozliczeń Międzynarodowych (BIS 2005). Podobnie jest w modelu stosowanym do prognozowania inflacji przez NBP – rola luki popytowej jako czynnika determinującego inflację jest obecnie znacznie mniejsza niż poprzednio.

W tradycyjnych podręcznikach makroekonomii inflacja traktowana jest jako zjawisko lokalne, tzn. zależące w głównej mierze od czynników krajowych (takich jak krajowa luka popytowa, oczekiwania inflacyjne). Dziś staje się w coraz mniejszym stopniu zjawiskiem lokalnym, a w coraz większym wynika z czynników globalnych, tj. relacji globalnego popytu do globalnej podaży. W badaniu, w którym przeanalizowano przebieg inflacji w 22 krajach OECD w okresie 1960–2003, wykazano, że 70% jej zmienności daje się wyjaśnić czynnikiem

wspólnym (Ciccarelli 2005). Ten globalny czynnik wspólny tłumaczy nie tylko zmiany trendu inflacji (rosnącą inflację w latach 1960–1980 oraz jej późniejsze obniżenie), ale również jej wahania w trakcie cyklu koniunkturalnego. Wykazano także, że jeśli krajowa inflacja odchyła się od „globalnej”, to ma tendencję do powracania do niej. W konsekwencji modelowanie i prognozowanie inflacji krajowej można znacznie poprawić, jeśli się uwzględni „inflację globalną”.

Tab. 1. Udziały poszczególnych regionów w światowym handlu

% ogółem	1990	1995	2002
Kraje uprzemysłowione	72	67	63
Stany Zjednoczone	12	12	11
UE 15	44	39	38
Kraje rozwijające się	28	33	37
Azja	13	19	20

Źródło: IMF Direction of Trade Statistics.

Szybko postępujący proces globalizacji jest nieodłącznie związany z *offshoringiem* i *outsourcingiem*, którego skala przybiera na sile. Nie ma, niestety, zbyt wielu pewnych danych, które pozwoliłyby ocenić skalę tego zjawiska. Do tej pory są dostępne jedynie szacunki i wyniki cząstkowych badań na ten temat, i to tylko dla niektórych krajów. O nasileniu się zjawiska świadczą jednak dane dotyczące globalnego handlu towarami i usługami oraz inwestycji zagranicznych. W ostatnich 15 latach znacząco zmieniły się udziały poszczególnych regionów w światowym handlu, znaczącemu spadkowi udziału UE w handlu towarzyszy wzrost udziału krajów rozwijających się, w tym krajów azjatyckich. Globalnie handel zagraniczny jako procent PKB wzrósł z 19% PKB średnio w latach 1980–1989 do 25% w latach 2000–2004.

Tab. 2. *Offshoring* w krajach Unii Europejskiej

Kraj, do którego przeniesiono miejsca pracy	Liczba miejsc pracy zlikwidowanych w UE w latach 2002–2003 z powodu przeniesienia miejsca pracy	Liczba miejsc pracy zlikwidowanych w UE okresie styczeń–listopad 2005 r. z powodu przeniesienia miejsca pracy
Chiny	3 361	3 077
Indie	9 458	5 470
Kraje Azji	3 786	3 271
Czechy	780	3 890
Węgry	1 110	772
Polska	120	2 676
Łącznie	33 151	31 942

Źródło: European Restructuring Monitor³, obliczenia własne.

³ European Restructuring Monitor jest serwisem Komisji Europejskiej. Zbiera informacje o wszystkich publicznie ogłoszonych przypadkach restrukturyzacji firm w krajach Unii Europejskiej, Bułgarii i Rumunii, jeżeli spełniają następujące warunki: ograniczenie zatrudnienia o co najmniej 100 osób w skali roku, firma zatrudnia co najmniej 250 osób, a redukcja dotyczy co najmniej 10% zatrudnienia, lub jeżeli w wyniku restrukturyzacji powstanie co najmniej 100 miejsc pracy.

Jeszcze bardziej dynamicznie rosną globalne przepływy kapitałowe. Udział globalnych bezpośrednich inwestycji zagranicznych (FDI) w globalnym PKB wzrósł z 8% w 1989 roku do 22,1% w 2003 roku, aktywa zagraniczne zaś jako procent PKB wzrosły odpowiednio z 62,6% PKB do 186,1% PKB.

Jak widać, w ostatnich latach znacznie wzrosła rola powiązań handlowych i kapitałowych pomiędzy przedsiębiorstwami w różnych krajach. Kiedyś w odpowiedzi na rosnące ceny paliw lub zwiększone koszty utrzymania związku zawodowe żądały podwyżek płac od pracodawców, pojawiały się tzw. efekty drugiej rundy i banki centralne musiały podwyższać stopy procentowe w celu ograniczenia inflacji. Teraz związki zawodowe muszą brać pod uwagę zagrożenie, że w przypadku wzrostu płac produkcja może zostać przeniesiona do krajów o niższych kosztach wytwarzania.

W krajach Unii Europejskiej w okresie od 2002 r. do listopada 2005 r. ogłoszono 202 przypadki restrukturyzacji firm związanych z *offshoringiem*, w wyniku tej restrukturyzacji zlikwidowano prawie 100 tys. miejsc pracy. W tym okresie *offshoring* był przyczyną niecałych 6% wszystkich przypadków publicznie ogłoszonych restrukturyzacji firm w Unii Europejskiej. Na razie skala zjawiska nie jest bardzo duża, ale *offshoring* jako strategia zwiększenia konkurencyjności firm staje się coraz bardziej powszechny, obejmuje nie tylko produkcję towarów, lecz także w coraz większym zakresie usługi.

Wiele analiz wskazuje na to, że proces *offshoringu* będzie przybierał na sile i będzie dotyczył w coraz większym stopniu usług (McKinsey... 2005b). Na przykład w latach 1980–2002 handel towarami i usługami rósł średniorocznie w tempie 6,9%. Według prognoz McKinsey Global Institute w latach 2003–2008 *offshoring* usług do krajów o niskich kosztach wytwarzania będzie rósł w tempie 30% rocznie. W 2003 roku wartość globalnego handlu usługami wyniosła około 1,7 biliona USD, z czego tylko 3% wynikało z *offshoringu* do krajów o niskich kosztach wytwarzania. Oczekuje się, że w 2008 roku wartość ta osiągnie około 2,4 biliona USD, z czego 10% będzie reprezentowało *offshoring* procesów biznesowych i ICT do krajów o niskich kosztach wytwarzania. Dla porównania podróże reprezentują około 30% handlu usługami w danych OECD, a transport 20%. Na podstawie analizy ośmiu reprezentatywnych sektorów McKinsey Global Institute oszacował, że w 2003 roku 18,3 mln miejsc pracy w usługach mogło być przesuniętych do innych lokalizacji (dotyczy to głównie takich sektorów jak IT – 2,8 mln, bankowości – 3,3 mln, ubezpieczeń – 2,3 mln, ochrony zdrowia – 4,6 mln, handlu detalicznego – 4,3 mln). Ekstrapolując te wyniki dla globalnej gospodarki, można oszacować, że w 2008 roku około 160 mln miejsc pracy w usługach, czyli 11% z szacowanego na 1,46 mld globalnego zatrudnienia w tym sektorze, w teorii będzie się znajdować w oddaleniu od usługobiorcy.

Z punktu widzenia polityki pieniężnej istotne jest właściwe zrozumienie wpływu *offshoringu* na funkcjonowanie lokalnych rynków pracy, które na skutek coraz większego otwarcia gospodarek połączyły się w jeden globalny rynek pracy. Przed upadkiem socjalizmu w krajach europejskich globalny rynek pracy obejmował około miliarda osób. Obecnie, tj. po włączeniu do globalnej

gospodarki Chin i Indii, rynek ten liczy około czterech miliardów osób. To powoduje, że miejsca pracy przenoszą się w nowe, bardziej atrakcyjne lokalizacje, a za nimi wędrują pracownicy, poszukując lepiej płatnej pracy. Największa migracja, nazwana „wielką”, zachodzi w Chinach (HSBC 2005). Szacuje się, że w ciągu najbliższych 10 lat około 200 mln Chińczyków przeniesie się ze wsi do miast i podejmie pracę w przemyśle – w tym w znacznej części w sektorach zorientowanych na eksport – oraz w usługach. To oznacza, że przez następne 10 lat co miesiąc przeciętnie 1–2 mln obywateli tego kraju porzuci nisko wydajną i słabo płatną pracę w rolnictwie i podejmie lepiej płatną i bardziej wydajną – w innych sektorach. Polityka pieniężna musi uwzględniać wpływ, jaki ten proces będzie miał na gospodarkę Chin i na gospodarki innych krajów.

W odróżnieniu od handlu i kapitału, przepływ osób w krajach Unii Europejskiej był stabilny. Roczna migracja netto do krajów UE-15 pozostała na poziomie poniżej 5 osób na 1000 mieszkańców przez ostatnie 40 lat. Około 9% populacji UE urodziło się w innych krajach, podczas gdy w USA proporcja ta wyniosła 12%, a około 20% w Kanadzie i Australii. Po rozszerzeniu Unii Europejskiej o dziesięć nowych krajów również w naszej części świata proces migracji przybrał na sile, co ilustruje tabela 3 poniżej. W niektórych przypadkach znaczna część krajowej siły roboczej podjęła pracę w innych krajach. Szacuje się, że np. około 5% Litwinów podjęło zatrudnienie w krajach, które otworzyły swoje rynki pracy dla nowych członków UE po 1 maja 2004 roku.

Tab. 3. Liczba pozwoleń na pracę w Wielkiej Brytanii, Irlandii i Szwecji wydanych obywatelom nowych państw członkowskich w okresie poakcesyjnym (w tys.)

	Wielka Brytania*	Irlandia**	Szwecja***	Razem	Jako % siły roboczej****
Litwa	44,72	26,37	0,37	71,46	4,4
Łotwa	23,03	12,94	0,16	36,14	3,2
Estonia	4,68	3,39	0,36	8,43	1,3
Polska	204,90	70,14	2,16	277,20	1,6
Czechy	20,01	6,39	0,07	26,47	0,5
Węgry	10,35	3,83	0,20	14,37	0,3
Słowacja	36,36	10,93	0,09	47,38	1,8

* Źródło: Accession Monitoring Reports, <http://www.ind.homeoffice.gov.uk>. Dane obejmują okres maj 2004–grudzień 2005. Obliczenia NBP.

** Źródło: *Skills needs in the Irish economy: The role of migration, A submission by the Expert Group on Future Skills Needs and Forás to the Minister for Enterprise, Trade & Employment*, <http://www.skillsireland.ie>. Dane obejmują okres maj 2004–sierpień 2005.

*** Źródło: *Migracje specjalistów wysokiej klasy w kontekście członkostwa Polski w Unii Europejskiej*, Ośrodek Badań nad Migracjami UW. Dane obejmują okres maj 2004–grudzień 2004.

**** Siła robocza – osoby w wieku 15 lat i powyżej w I kwartale 2004 roku.

Można więc powiedzieć, że otwieranie się gospodarek o niskich kosztach wytwarzania, szczególnie Chin, i związana z tym nasilająca się konkurencja międzynarodowa na rynku towarów i usług zmieniają sposób ustalania cen przez przedsiębiorstwa oraz sposób ustalania płac na rynku pracy. W coraz większym stopniu przedsiębiorstwa stają się cenobiorcami, dlatego nawet w sytuacji wzrostu kosztów produkcji nie są w stanie podnosić cen i przerzucać

wzrostu kosztów na odbiorcę. Podobnie dzieje się z płacami, których poziom ustalany jest na coraz bardziej globalnym rynku pracy. W badaniu dotyczącym przemysłu przetwórczego w krajach UE (w latach 1988–2000) stwierdzono, że wzrost otwartości tego sektora (wzrost importu) spowodował obniżenie jego cen o 2,3%, wzrost wydajności o 11% i spadek marż o 1,6%. W sumie może to wyjaśniać spadek inflacji o 0,14% rocznie w tym okresie (Chen et al. 2004). Patrząc na procesy cenowe z perspektywy mikroekonomii, można zauważyć więc istotne zmiany strukturalne, których efektem jest niższa inflacja.

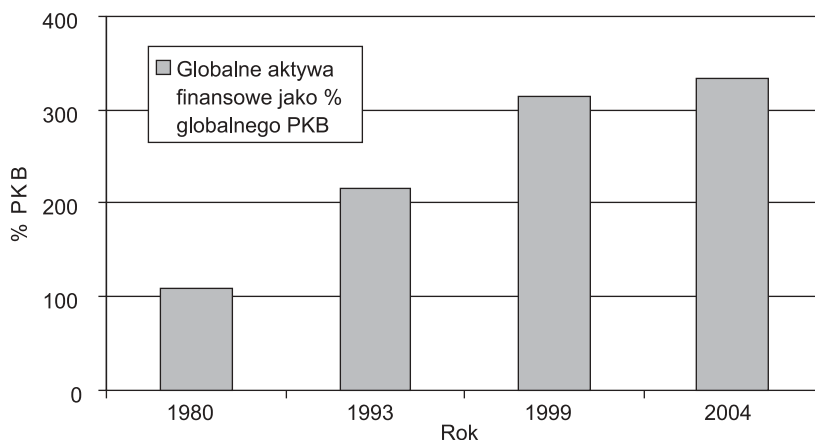
Wskazuje się także, że dynamiczny rozwój gospodarki chińskiej, zużywającej coraz większe ilości surowców, prowadzi do znacznego wzrostu cen tych surowców i może przyczynić się do wzrostu inflacji. Jednak ze względu na zwiększoną presję konkurencyjną możliwość przeniesienia wyższych kosztów surowców (np. ropy naftowej) na ceny finalne jest ograniczona (Melick, Galati 2006). Dodatkowo, ze względu na silną konkurencję na rynku pracy i zmiany, o których była mowa wcześniej, ograniczone jest ryzyko wzrostu żądań płacowych i tzw. efektów drugiej rundy.

Ad 4

W ciągu ostatnich trzech dekad nastąpiło ogromne umiędzynarodowienie sektora finansowego. Usługi finansowe, które niegdyś świadczone były w ramach ściśle regulowanych, krajowych i oddzielnych systemów finansowych, dziś funkcjonują w ramach coraz bardziej otwartego, konkurencyjnego i globalnego systemu. Jednym z mierników globalizacji w sektorze usług finansowych jest rosnący wolumen transgranicznych przepływów kapitału. Transakcje transgraniczne w segmencie obligacji i akcji przekraczają obecnie 90 bilionów (tysięcy miliardów) USD rocznie, czyli blisko 250 mld USD dziennie (Hannoun 2006). Ponadto zwiększa się rozmiar rynków finansowych i ich znaczenie dla gospodarki. Całkowita wartość światowych aktywów finansowych wynosi obecnie 118 bilionów USD, podczas gdy jeszcze w 1980 r. było to tylko 12 bilionów (McKinsey... 2005a). Wzrost wielkości aktywów finansowych postępuje szybciej niż wzrost produkcji i obecnie stanowi on trzykrotność globalnego PKB, podczas gdy w 1980 r. był mu mniej więcej równy.

Ponadto najszybciej rosnącym segmentem rynku finansowego jest segment prywatnych papierów dłużnych. Co więcej, szybciej niż krajowe emisje rosną emisje międzynarodowe tych papierów, co oznacza, że firmy w coraz większym stopniu finansują swoją działalność za granicą. Dodatkowo istotną cechą rozwoju rynku finansowego jest stopniowe zmniejszanie znaczenia pośrednictwa sektora bankowego przy jednoczesnym wroście roli pośrednictwa rynkowego⁴. W konsekwencji zmieniają się zatem kanały wpływu banku centralnego na gospodarkę, gdyż w przeszłości pośrednictwo kredytu bankowego było uważane za bardziej istotne, a obecnie traci na znaczeniu.

⁴ W 1980 r. depozyty bankowe stanowiły 45% całkowitych aktywów finansowych, obecnie ich udział spadł do 30% (McKinsey... 2005a).



Ryc. 2. Rozmiary globalnego rynku finansowego w relacji do PKB

Źródło: McKinsey Global Institute Global Financial Stock Database.

Do niedawna stopa inwestycji w gospodarce zależała w dużym stopniu od stopy krajowych oszczędności, co zresztą stało w sprzeczności z jednym z podstawowych założeń niektórych modeli ekonomicznych o całkowitej integracji rynków kapitałowych. W gospodarce można było zaobserwować tzw. *home bias*, czyli większą skłonność krajowych inwestorów do inwestowania w krajowe aktywa niż w aktywa zagraniczne⁵. Ostatnie badania (Feldstein 2005) sugerują jednak, że *home bias* na przestrzeni ostatnich lat mógł się istotnie obniżyć – przynajmniej w krajach OECD. Jego zmniejszenie można przypisać właśnie wzrostowi transgranicznych przepływów kapitałowych. Jakie to może mieć znaczenie dla polityki pieniężnej? Jeśli krajowe i zagraniczne aktywa finansowe są traktowane w coraz większym stopniu jak doskonale substytuty, to krajowe stopy procentowe, szczególnie średnio- i długoterminowe, determinowane są na globalnym rynku finansowym, a przez to wpływ pojedynczych banków centralnych na nie maleje. Zjawisko to już dziś obserwuje się w USA. Mimo że podstawowa stopa banku centralnego została podwyższona z poziomu 1,00% w 2004 roku do 4,75% obecnie (czyli o 3,75 punktu procentowego), poziom stóp długoterminowych, które są ważniejsze z punktu widzenia zagregowanego popytu, pozostał mniej więcej taki sam jak wcześniej⁶. W efekcie skutek zaostrzenia polityki pieniężnej dla zagregowanego popytu został istotnie ograniczony przez brak reakcji długoterminowych stóp procentowych.

W świecie globalnych rynków finansowych nikogo nie dziwi fakt, że gdy odbywa się posiedzenie Komitetu Otwartego Rynku (FOMC⁷) amerykańskiej Rezerwy Federalnej, oczy całej światowej finansjery zwrócone są w stronę

⁵ W międzynarodowej ekonomii nazwano to zagadką Feldsteina-Horioki, od nazwisk dwóch ekonomistów, którzy pierwsi empirycznie dowiedli jego istnienia (Feldstein 2005).

⁶ Nazwano to nawet zagadką Greenspana, od nazwiska byłego prezesa Rezerwy Federalnej USA.

⁷ FOMC (*Federal Open Market Committee*): ciało podejmujące decyzje o stopach procentowych w Zarządzie Rezerwy Federalnej USA.

jego przewodniczącego. Decyzje podejmowane przez FOMC w Waszyngtonie są bowiem ważne dla inwestorów zarówno w Nowym Jorku, jak i Londynie, Tokio, Rio de Janeiro, Szanghaju, czy nawet Warszawie. Wpływają one nie tylko na gospodarkę USA, lecz także – poprzez rynki finansowe – na całą globalną gospodarkę. Niespodziewany wzrost stóp procentowych w USA może spowodować nagły odpływ kapitału z rynków wschodzących i przez to prowadzić do osłabienia walut tych krajów oraz wzrostu rentowności tamtejszych obligacji.

Niektórzy ekonomiści (Hannoun 2006) przekonują, że ważnym aspektem rosnącego umiędzynarodowienia rynków finansowych jest zwiększona dyscyplina, jaką wymuszają inwestorzy na rządach i bankach centralnych w poszczególnych krajach. Zgodnie z tą hipotezą rynki finansowe poprzez ciągłą wycenę papierów wartościowych nagradzają dobrą politykę gospodarczą i karzą złą. Empiria nie daje jednak jednoznacznych dowodów na rzecz tezy o dyscyplinowaniu polityki fiskalnej. Można natomiast stwierdzić, że globalizacja finansowa mogła przyczynić się do dyscyplinowania banków centralnych i „zmuszenia” ich do prowadzenia polityki pieniężnej zorientowanej na utrzymanie niskiej inflacji (Tytell, Wei 2004).

Jednocześnie znaczącym ryzykiem związanym z integracją rynków finansowych jest większa niż wcześniej możliwość przenoszenia problemów gospodarczych jednego kraju na inne (efekt zarażenia). W latach 1997–1998 przekonały się o tym kraje Azji Południowo-Wschodniej; doświadczyły wówczas nagłego odpływu kapitału doprowadzającego kolejne gospodarki do kryzysu finansowego, któremu polityka pieniężna i kursowa nie była w stanie zapobiec.

Ad 5

Jednym z bardzo ważnych wymiarów globalizacji jest szybkie rozprzestrzenianie się wiedzy, technologii i *know how*. Przepływ *know how* dotyczy także sektora publicznego, w tym banku centralnego. Jedną z cech współczesnej bankowości centralnej jest stopniowa homogenizacja stosowanych strategii w polityce pieniężnej. Od 1990 roku, gdy po raz pierwszy bank centralny Nowej Zelandii zaczął realizować strategię bezpośredniego celu inflacyjnego (BCI), ponad 20 banków centralnych poszło w jego ślady i przyjęło tę strategię. W efekcie strategia BCI (stosowana od 1998 r. przez NBP) dominuje dziś w polityce pieniężnej, jest bowiem stosowana przez większość banków centralnych krajów rozwiniętych⁸ i coraz więcej banków centralnych krajów rozwijających się (np. Turcja, Filipiny, Ghana, Rumunia, Armenia). Bujny rozkwit strategii BCI potwierdza to, że banki centralne przejmują od siebie „technologie” zapewnienia niskiej i stabilnej inflacji.

Rozpowszechnieniu się strategii BCI towarzyszyło obniżenie przeciętnego poziomu inflacji, szczególnie w krajach rozwijających się, które obniżały ją

⁸ Strategia BCI stosowana jest w większości krajów rozwiniętych poza strefą euro i USA. Jednak w przypadku strefy euro można mówić o strategii *de facto* BCI, a w przypadku USA – obecny prezes Fed Ben Bernanke jest gorącym entuzjastą BCI, nie jest więc wykluczone, że zostanie ona tam niedługo wprowadzona.

z wysokiego poziomu. Może to dowodzić, że rozpowszechnianie BCI było jednym z czynników przyczyniających się do dezinflacji. Wprawdzie kwestia wpływu strategii BCI na obniżenie inflacji jest przedmiotem dyskusji (zob. np. Ball, Sheridan 2005), ale istnieją empiryczne dowody na to, że jej wprowadzenie poprawia wyniki makroekonomiczne (obniża koszt stabilizowania inflacji, zmniejsza wpływ wstrząsów cenowych i dotyczących produkcji na inflację, dzięki czemu ogranicza się wpływ przeszłej inflacji na bieżącą inflację, co obniża jej uporczywość) – zob. Corbo et al. 2002. Badania empiryczne sugerują również, że strategia BCI ułatwia stabilizowanie długookresowych oczekiwań inflacyjnych (Gürkaynak et al. 2006a, 2006b).

Dodatkowym skutkiem upowszechniania się strategii BCI jest wypracowywanie standardów komunikacji w polityce pieniężnej (komunikatów ciał decyzyjnych, raportów o inflacji, publikowanych projekcji inflacji), które ułatwiają komunikowanie się banku centralnego z otoczeniem (rynkami finansowym i opinią publiczną). Można przypuszczać, że standardy te umożliwiają zagranicznym inwestorom łatwiejszą interpretację decyzji podejmowanych przez bank centralny, co powinno – w warunkach ogromnych transgranicznych przepływów kapitału – zwiększać skuteczność polityki pieniężnej w stabilizowaniu inflacji.

Ad 6

Jak wspomniano wcześniej, proces globalizacji jest poważnym wyzwaniem dla banków centralnych. W ślad za wzrostem zasobu siły roboczej relatywnie do zasobu kapitału spadły koszty siły roboczej i wytwarzania wielu towarów i usług. Po odjęciu cen paliw, których wzrost jest również efektem procesu globalizacji, inflacja w wielu krajach pozostaje na bardzo niskim poziomie, silny wzrost globalnej podaży pracy ogranicza zaś możliwość wystąpienia efektów drugiego rzędu, czyli wzrostu płac w odpowiedzi na wzrost bieżącej inflacji. Z kolei globalna nadwyżka oszczędności nad inwestycjami powoduje, że kapitał lokuje się na różnych rynkach aktywów, dzięki czemu rosną ich ceny. Przykładem są wzrosty indeksów giełdowych, cen obligacji czy cen na rynkach nieruchomości w krajach anglosaskich i np. w Hiszpanii. W naturalny sposób pojawia się pytanie o to, jak w takich warunkach powinna być prowadzona polityka pieniężna, w szczególności czy powinna reagować na wzrost cen aktywów, mimo że inflacja cen towarów i usług konsumpcyjnych pozostaje niska lub bardzo niska. Inne ważne pytanie dotyczy poziomu stóp banku centralnego, gdy na skutek globalizacji stopy długoterminowe utrzymują się na niskich poziomach. Na ten temat toczy się bardzo poważna debata, zarówno wśród szefów banków centralnych⁹, jak i wśród teoretyków polityki pieniężnej (np. Roubini 2006; Posen 2006).

⁹ Część konferencji zorganizowanej przez Europejski Bank Centralny dla uczczenia zakończenia sprawowania funkcji głównego ekonomisty i członka Rady Zarządzającej EBC przez Otmara Issinga, 16–17 marca 2006 r., była poświęcona temu zagadnieniu.

Prezes Zarządu Rezerwy Federalnej Ben Bernanke w swoim wystąpieniu (Bernanke 2006) przedstawił możliwe diagnozy dotyczące źródeł utrzymywania się niskich stóp procentowych na rynku obligacji mimo czternastu podwyżek stopy referencyjnej banku centralnego. Wy tłumaczenia takiej sytuacji są co najmniej dwa. Jeżeli stopy długoterminowe utrzymują się bez zmian, a stopy krótkoterminowe rosną, to znaczy, że albo rynki pesymistycznie oceniają perspektywy wzrostu gospodarczego, albo obniża się premia za ryzyko związana ze stopami terminowymi; w tym przypadku może to być premia za ryzyko inflacyjne lub za ryzyko zmienności stóp realnych. Innym wytłumaczeniem jest właśnie efekt globalnych nierównowag, czyli wynik dużych zakupów obligacji rządowych przez banki centralne Azji i kraje eksportujące ropę naftową. W zależności od tego, która hipoteza jest prawdziwa, różne są implikacje dla polityki pieniężnej. Jeżeli stopy długoterminowe się obniżają z powodu słabych perspektyw wzrostu, to należy obniżyć również obecne stopy krótkoterminowe, aby przeciwdziałać np. możliwej deflacji. Jeżeli jednak specyficzne czynniki związane z globalizacją lub spadkiem premii za ryzyko są przyczyną utrzymania się długoterminowych stóp procentowych na niskim poziomie, wówczas stopa krótkoterminowa powinna być wyższa, żeby osiągać odpowiednią restrykcyjność polityki pieniężnej wynikającą z całej krzywej dochodowości. Trudno jest ocenić, która hipoteza jest właściwa, banki centralne więc, podobnie jak dawniej żeglarze, powinny stosować dwie żelazne zasady: po pierwsze często określać swoją pozycję, po drugie używać możliwie największej punktów orientacyjnych. To oznacza, że szczególnie w sytuacji, gdy pojawiają się nowe zjawiska czy silne zmiany strukturalne, polityka pieniężna nie może być opisana za pomocą kilku prostych wskaźników, takich jak np. inflacja i luka popytowa w regule Taylora. Decyzje w polityce pieniężnej powinny być raczej wypadkową kompleksowej analizy bardzo wielu wskaźników i danych.

Z kolei inny gubernator Rezerwy Federalnej Donald Kohn (Kohn 2006) poświęcił całe swoje niedawne wystąpienie na analizę tego, kiedy i pod jakimi warunkami banki centralne powinny reagować na szybko zmieniające się ceny aktywów. Według Kohna możliwe są dwa podejścia. W pierwszym, określanym jako konwencjonalna polityka pieniężna, bank centralny skupia się na stabilizowaniu inflacji, traktuje zmiany cen aktywów jako proces egzogeniczny i nie stara się w żaden sposób wpłynąć na ceny aktywów. Druga opcja, którą Kohn określił jako politykę dodatkowego działania¹⁰, pozwala na odchylenie się bieżącej inflacji od poziomu określanego jako stabilny w zamian za poprawę perspektyw osiągnięcia stabilności cen w przyszłości. Polityka dodatkowego działania nie oznacza jednak przebijania „bąbli spekulacyjnych” przez banki centralne, raczej „wykupienie” dodatkowego ubezpieczenia od możliwych negatywnych wstrząsów, które mogą nadejść w przyszłości. Według Kohna polityka dodatkowego działania może być prowadzona bardzo rzadko i tylko jeśli spełnione są trzy warunki:

¹⁰ Ang. *extra action policy*.

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

Podsumowując ten wątek, Kohn wyraził swój sceptycyzm co do tego, czy w wystarczający sposób można spełnić wszystkie trzy warunki, choć nie wykluczył, iż w przyszłości rozumienie procesów gospodarczych poprawi się na tyle, że polityka dodatkowego działania będzie w uzasadnionych przypadkach możliwa. W wielu wypowiedziach po tej prezentacji wskazywano, że znacznie lepszym sposobem reagowania na „bąble” na rynkach aktywów jest polityka nadzorcza i wielu specjalistów podkreślało, że właśnie dlatego nadzór nad rynkami finansowymi powinien być niezależny od polityków, bo podjęcie działań mających na celu ograniczenie tempa narastania „bąbla spekulacyjnego” może być konieczne wtedy, gdy nie odpowiada politykom ze względu na cykl wyborczy.

Artykuł ten przedstawia najważniejsze wątki debaty poświęconej prowadzeniu polityki pieniężnej w globalnej gospodarce. Debata ta cały czas się toczy i na wiele pytań postawionych w tekście nie ma jeszcze jednoznacznych odpowiedzi. Jedno jest pewne, polityka pieniężna w globalnej gospodarce XXI w. będzie się istotnie różniła od polityki pieniężnej XX w.

Literatura

- Ball L., Sheridan N., 2005, „Does inflation targeting matter?” (w:) B.S. Bernanke, M. Woodford, *The Inflation-Targeting Debate*.
- Bernanke B., 2006, *Reflections on the Yield Curve and Monetary Policy*, Economic Club of New York, 20 marca.
- BIS, 2005, *75th Annual Report*, Bank for International Settlements.
- Chen N., Imbs J., Scott A., 2004, „Competition, globalization and the decline of inflation”, *CEPR Discussion Paper* nr 4695.
- Ciccarelli M., 2005, *Global Inflation*, Central Bank of Chile Working Papers, nr 357, grudzień.
- Corbo V., Landerretche O., Schmidt-Hebbel K., 2002, „Does inflation targeting make a difference” (w:) N. Loayza, R. Soto (red.), *Inflation Targeting: Design, Performance, Challenges*, Santiago: Central Bank of Chile.
- Dooley M., Folkerts-Landau D., Garber P., 2003, „An essay on the revived Bretton Woods system”, *NBER Working Paper*, nr 9971, wrzesień.
- Economic Policy Committee, 2005, *Responding to the Challenges of Globalisation*, listopad.

- Feldstein M., 2005, „Monetary policy in a changing international environment: The role of capital flows”, *NBER Working Paper*, nr 11856.
- Globalization: Threat or Opportunity?*, 2000, IMF Staff, 12 kwietnia (uaktualnione w styczniu 2002 r.).
- Gürkaynak R.S., Levin A.T., Marder A.N., Swanson E.T., 2006a, „Inflation targeting and the anchoring of inflation expectations in the western hemisphere” (w:) F. Mishkin, K. Schmidt-Hebbel (red.), *Series on Central Banking, Analysis and Economic Policies X: Monetary Policy under Inflation Targeting* Santiago, Chile: Banco Central de Chile, publikacja w przygotowaniu.
- Gürkaynak R.S., Levin A.T., Swanson E.T., 2006b, „Does inflation targeting anchor long-run inflation expectations? Evidence from long-term bond yields in the U.S., U.K., and Sweden”, *Federal Reserve Bank of San Francisco Working Paper*, nr 2006–09, marzec.
- Hannoun H., 2006, *Internationalisation of financial services: implications and challenges for central banks*, Conference of the SEACEN Governors Bandar Seri Begawan, Brunei Darussalam, 4 marca.
- HSBC, 2005, „The Great Migration. How China’s 200 million new workers will change the economy forever”, *HSBC Global Research*, październik.
- Kohn D., 2006, *Remarks by Donald Kohn at Monetary Policy: A Journey from Theory to Practice*, An ECB Colloquium held in honor of Otmar Issing, 16 marca.
- McKinsey Global Institute, 2005a, *\$118 Trillion and Counting: Taking Stock of the World’s Capital Markets*, luty.
- McKinsey Global Institute, 2005b, *The Emerging Global Labour Market*, czerwiec.
- Melick W., Galati G., 2006, „The evolving inflation process: an overview”, *BIS Working Paper*, nr 196.
- Mussa M., 2000, *Factors Driving Global Economic Integration*, wystąpienie w Jackson Hole, Wyoming na symposium „Global Opportunities and Challenges”, 25 sierpnia.
- Posen A., 2006, „Why central banks should not burst bubbles”, *Institute for International Economics Working Paper*, nr WP 06–1, styczeń.
- Roach S., 2005, *The New Macro of Globalization*, Morgan Stanley Global Economic Forum, 6 czerwca.
- Roubini N., 2006, *Why central banks should burst bubbles*, mimeo, Stern School of Business and Roubini Global Economics, styczeń.
- Tytell I., Wei S.-J., 2004, „Does financial globalization induce better macroeconomic policies?”, *IMF Working Paper*, nr 04/84, maj.

GLOBALISATION AND MONETARY POLICY

The title of this article might suggest that it refers only to the global economy, discussing problems that are not important for particular localities, regions or universities. Such reasoning is however wrong. In the near future the globalisation of industries, services, investments, finance, labour markets and knowledge will expand, regardless the protectionism of nations. The effects of globalisation will touch everybody: countries, regions, local societies and individuals. If we want to be successful, both as a country and as individuals, we have to be well prepared for this process.