



Jarosław Wąsowicz

Uniwersytet Ekonomiczny w Katowicach
Wydział Ekonomii
Katedra Analiz i Prognozowania Rynku Pracy
e-mail: jaroslaw.wasowicz@ue.katowice.pl

POLITYKA PIENIĘŻNA W WARUNKACH DEFLACJI

Streszczenie: w artykule uwagę skoncentrowano na założeniach polityki pieniężnej realizowanej w warunkach deflacji. Celem artykułu jest wyjaśnienie polityki pieniężnej w strefie euro w nadzwyczajnej sytuacji zerowej granicy nominalnych stóp procentowych. Kiedy bank centralny staje w obliczu tendencji deflacyjnych, może podjąć realizację tzw. polityki zerowych nominalnych stóp procentowych. Istnieją co najmniej dwa istotne komponenty ram takiej polityki pieniężnej, warunkujące jej skuteczność: sprowadzenie jednodniowej stopy rynku pieniężnego do poziomu zero (innymi słowy chodzi o rozluźnienie ilościowe), a także czas trwania polityki (kontynuacja), który wpływa na oczekiwania rynku co do przyszłego kursu krótkoterminowych stóp procentowych. Zapobieganie deflacji jest celem polityki pieniężnej tak samo ważnym jak realizacja średniookresowego celu inflacyjnego.

Słowa kluczowe: polityka pieniężna, deflacja, zerowa granica nominalnych stóp procentowych, pułapka płynności.

Wprowadzenie

Realizacja polityki pieniężnej w warunkach ujemnej dynamiki zmian cen w gospodarce nie jest zagadnieniem nowym. Pojawiające się po kryzysie tendencje deflacyjne stawiają przed bankami centralnymi poszczególnych krajów europejskich nowe problemy związane z realizacją celów ciągłych polityki pieniężnej. Istniejący dorobek teoretyczny i doświadczenia co najmniej kilku krajów na świecie wskazują, że ukształtowanie się w gospodarce narodowej długookresowej tendencji deflacyjnej jest istotnym zaburzeniem makroekonomicznym w tym sensie, że zakłóca politykę realizacji ciągłego celu inflacyjnego. Jeśli ramy polityki pieniężnej przyjęte w danym kraju operacjonalizują cel średniookresowy jako dopuszczalny przedział wahań tempa inflacji, wówczas zapobieganie

tendencjom deflacyjnym staje się takim samym celem jak zapobieganie nadmiernej inflacji. W rezultacie, bank centralny jako podmiot odpowiedzialny za realizację polityki pieniężnej, zmierza do sytuacji, w której nastąpi powrót bieżącej, rocznej stopy inflacji do określonego przedziału jej wahań.

Jedną z implikacji tendencji deflacyjnych w gospodarce jest konieczność stosowania przez bank centralny niestandardowych zmian w instrumentach polityki pieniężnej. Sposoby realizacji celów polityki pieniężnej w warunkach deflacji są uzależnione od ukonstytuowanych ram działalności banku centralnego w danym kraju (w tym głównie dotychczasowej strategii polityki pieniężnej), stopnia otwartości gospodarki i realizowanej przez rząd polityki fiskalnej.

Uwzględniając powyższe ustalenia teoretyczne, dokonano analizy materiału empirycznego, egzemplifikując wybrane przypadki krajów, w których ukształtowała się trwała tendencja deflacyjna lub takie, w których może się ona ukształtować. Celem artykułu jest wskazanie ograniczenia w realizacji antyrecesyjnej polityki pieniężnej, którym jest zagadnienie zerowej granicy stóp procentowych, a także wyjaśnienie tendencji w zakresie kształtowania się podstawowych instrumentów polityki pieniężnej w strefie euro.

Zamierzeniem badawczym autora jest odpowiedź na pytanie, czy ujemne stopy procentowe są skutecznym instrumentem w realizacji antycyklicznej polityki pieniężnej. W kontekście problemu badawczego, antycykliczna polityka pieniężna rozumiana jest jako polityka banku centralnego, zmierzająca *de facto* do kontrolowanego pobudzenia wzrostu cen poprzez odpowiednie kształtowanie dostępnych instrumentów o charakterze rynkowym. W zależności od przyjętych w danym kraju ram instytucjonalnych polityki pieniężnej (realizowanej strategii, w tym także istniejącego reżimu kursowego), uporczywości tendencji deflacyjnych, stopnia otwartości gospodarki (mierzonego udziałem salda handlu gospodarczego w PKB) a także kondycji finansów publicznych (deficyt budżetowy i dług publiczny), w realizacji tak sformułowanego celu średniookresowego mogą być wykorzystane m.in. ujemne stopy procentowe, akcje zwiększające płynność sektora bankowego (przykład EBC), interwencje banku centralnego na rynku walutowym (w skrajnych przypadkach – usztywnienie kursu waluty narodowej względem innej, wiodącej waluty).

Zakres przedmiotowy analizy obejmuje instrumenty polityki pieniężnej i rynku pieniężnego stosowane w strefie euro, a także rynek kredytów i depozytów dla podmiotów gospodarujących. Źródłami danych statystycznych są w szczególności serwisy internetowe NBP, GUS, Eurostatu. W analizie wykorzystano dane statystyczne o częstotliwości miesięcznej z lat 2000-2015.

1. Zerowa granica nominalnych stóp procentowych

Zagadnienie zerowej granicy stóp procentowych w ujęciu nominalnym ma szczególne znaczenie teoretyczne i praktyczne w kontekście tendencji deflacyjnych w gospodarce. Zerowa granica stóp procentowych może być celowo wykorzystana w procesie kształtowania przez bank centralny ujemnych stóp procentowych w ujęciu realnym. Inną formą stóp procentowych mniejszych bądź równych zeru są stopy ukształtowane jedynie w wyniku działania sił rynkowych (ustalenia stron operacji finansowych).

W literaturze ekonomicznej wskazuje się, że zerowe stopy procentowe można rozumieć jako współczesny wymiar tzw. pułapki płynności wśród gospodarstw domowych, przedsiębiorstw oraz banków komercyjnych [Jung, Teranishi, Watanabe, 2005, s. 813-835; Koronowski, 2005, s. 29-37]. Z keynesowskiej koncepcji pułapki płynności wynika, że podmioty gospodarujące wykazują absolutną preferencję płynności i są skłonne w sposób nieograniczony powiększać własne zasoby pieniądza zamiast lokować je w aktywa przynoszące ujemny nominalny dochód. Przedsiębiorstwa i gospodarstwa domowe unikają ujemnych stóp procentowych poprzez utrzymywanie zasobów gotówki. Implikacją takiego stanu jest nieskończona elastyczność popytu na pieniądź względem stopy procentowej [Koronowski, 2005, s. 29-37]. Uczestnicy rynku uważają, że bieżący poziom stopy procentowej jest niski i w najbliższej przyszłości może jedynie wzrosnąć. Konsumenci, zakładając spadek cen, ograniczają zakupy w oczekiwaniu na dalsze obniżki.

W literaturze ekonomicznej uznaje się, że momentem, w którym pułapka płynności przestała być zjawiskiem rozważanym jedynie na gruncie teoretycznym, bez możliwości odwołania się do jej rzeczywistych implikacji, jest koniec XX w. w japońskiej gospodarce i wydany przez bank centralny Japonii (BOJ) komunikat o procesie obniżania stóp procentowych O/N do poziomu „tak niskiego, jak to tylko możliwe” [Okina, 2000, s. 1-18]. W okresie deflacji banki komercyjne Japonii lokowały nadwyżki płynności w bankach zagranicznych po ujemnych nominalnych stopach procentowych, płacąc swoisty podatek od zdeponowanych środków pieniężnych i chcąc uniknąć tym samym ryzyka na rynku krajowym.

We wczesnej fazie realizacji polityki zerowych stóp procentowych (wrzesień 1999 r.), Bank Japonii zadeklarował, że jeśli pojawi się konieczność stabilizowania sytuacji na rynkach finansowych, jest on gotów zasilić rynek dużymi zastrzykami środków pieniężnych. Po niespełna miesiącu od tej deklaracji, BOJ wycofał się z niej. Diagnoza sytuacji makroekonomicznej Japonii pokazała, że

decyzje firm i gospodarstw domowych były ostrożne, a działalność sektora prywatnego pogrążyła się w stagnacji. Ponadto długoterminowe stopy procentowe znacznie wzrosły, a jen uległ istotnej aprecjacji w stosunku do dolara amerykańskiego [Okina, 2000, s. 1-18].

Doświadczenia Japonii związane z wystąpieniem i chronicznym utrzymywaniem się w tym kraju silnych tendencji deflacyjnych spowodowały uznanie przez ekonomistów poglądu, że „...w ogólnym bilansie, trudności związane z przewyciężeniem deflacji są znacznie większe niż w przypadku inflacji...” [Wojtyna, 1999, s. 5]. Deflacja stanowi szczególne zagrożenie dla gospodarki wtedy, gdy istnieje duża grupa przedsiębiorstw i gospodarstw domowych posiadających zadłużenie. Spadek cen może spowodować wzrost stóp procentowych w ujęciu realnym i w rezultacie problemy z bieżącą spłatą zobowiązań.

W jednej z prac empirycznych konstatuje się, że optymalną ścieżkę polityki w warunkach deflacji powinna charakteryzować inercja w tym sensie, że politykę zerowej stopy procentowej należy kontynuować przez pewien czas, nawet wtedy gdy naturalna stopa procentowa powróci do poziomu dodatniego [Jung, Teranishi, Watanabe, 2005, s. 813-835]. Składając takie zobowiązanie uczestnikom rynku, bank centralny może osiągnąć wzrost oczekiwanej stopy inflacji, obniżenie długoterminowych nominalnych stóp procentowych oraz wywołać deprecjację waluty krajowej w niekorzystnych z tego punktu widzenia okresach, kiedy naturalna stopa procentowa znacznie odbiega od poziomu w stanie ustalonym.

Jeśli uwzględnić rolę zerowej i/lub ujemnej stopy procentowej (zarówno w ujęciu nominalnym, jak i realnym) jako instrumentu polityki pieniężnej stosowanej w warunkach deflacji, można wyróżnić co najmniej dwie podstawowe sytuacje. Pierwsza dotyczy przypadku, gdy tempo spadku cen w gospodarce jest większe niż poziom nominalnej stopy procentowej (wyrażone w wartościach bezwzględnych). W takim przypadku, ukształtowanie przez bank centralny nominalnej stopy procentowej poniżej wartości zerowej powoduje, że stopa procentowa w ujęciu realnym będzie przyjmować wartości dodatnie. W drugim przypadku, gdy tempo spadku cen w gospodarce jest mniejsze niż poziom nominalnej stopy procentowej (wyrażone w wartościach bezwzględnych), wówczas realny poziom stopy procentowej może przyjąć wartości ujemne. W rezultacie, możliwość ukształtowania przez bank centralny ujemnego poziomu realnych stóp procentowych jest ściśle uwarunkowana pewnym, nieszkodliwym dla gospodarki, optymalnym (niskim) tempem inflacji.

Istnieje wiele prac badawczych, których zakres przedmiotowy koncentruje się wokół zagadnienia optymalnego poziomu inflacji i związanych z nim kosztów dezinflacji w gospodarce [Gosh, Phillips, 1998, s. 674 i nast.; Khan, Sen-

hadji, 2001, s. 19 i nast.; Clifton, 1999, s. 8 i nast.]. Znane autorowi wyniki badań ekonometrycznych pokazują, że związek pomiędzy inflacją a wzrostem gospodarczym ma charakter nieliniowy [Khan, Senhadji, 2001, s. 19 i nast.]. Oznacza to, że niska inflacja nie ma ani negatywnego, ani pozytywnego wpływu na wzrost. Jednak po przekroczeniu pewnego progu, inflacja ma negatywny wpływ na długookresowy wzrost gospodarczy. Według cytowanych badań przeprowadzonych na próbie stu czterdziestu krajów, w latach 1960-1998, optymalna z punktu widzenia wzrostu gospodarczego stopa inflacji dla krajów rozwijających się nie powinna przekraczać 7-11%, a dla krajów rozwiniętych 1-3% [Khan, Senhadji, 2001, s. 19 i nast.].

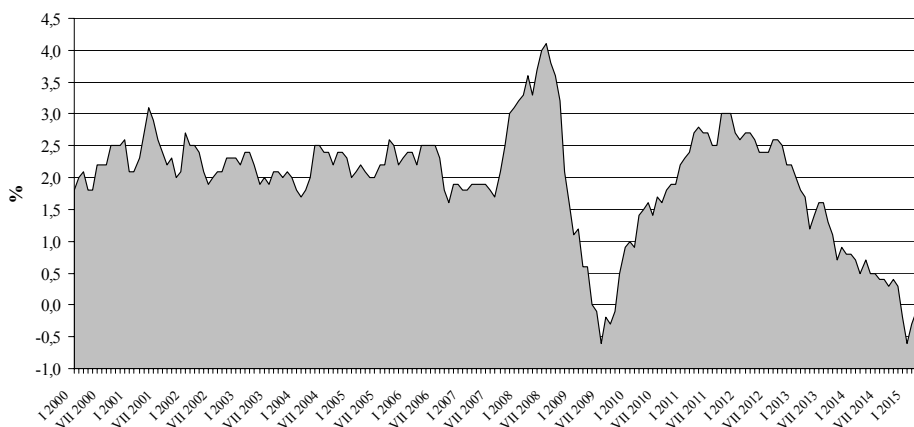
W warunkach niskiej oczekiwanej inflacji i dodatniej stopy nominalnej, ukształtowanie ujemnych realnie stóp procentowych jest niemożliwe. W skrajnej sytuacji deflacja endogenicznie podnosi poziom realnej stopy procentowej, podważając skuteczność antycyklicznej polityki pieniężnej [Wojtyna, 2001, s. 4-17]. A. Wojtyna wskazuje, że „...problem dolnej granicy nominalnych stóp procentowych byłby nieistotny w niestochastycznej gospodarce w stanie wzrostu zrównoważonego. Wówczas, przy równowadze z zerową inflacją, krótkookresowa nominalna stopa procentowa równałaby się zawsze realnej stopie równowagi...” [Wojtyna, 2001, s. 5]. Realizacja polityki pieniężnej w stochastycznym otoczeniu oznacza wahania krótkoterminowych stóp procentowych. Prawdopodobieństwo osiągnięcia dolnej granicy stopy procentowej w tych warunkach jest tym większe, im mniejsze jest tempo inflacji i im większa jest zmienność nominalnej stopy procentowej [Orphanides, Wieland, 1998, s. 1-2].

2. Standardowe i nadzwyczajne instrumenty polityki pieniężnej a realizacja celu inflacyjnego w strefie euro

Wydaje się, że globalny kryzys finansowy w latach 2008-2009 przyczynił się do wyhamowania tempa wzrostu cen w większości gospodarek europejskich, a w niektórych wywołał tendencje deflacyjne (strefa euro, Szwajcaria). Po upadku banku Lehman Brothers istotnie wzrosło ryzyko upadłości instytucji finansowych w Europie. Transakcje na międzybankowym rynku pieniężnym strefy euro ograniczono drastycznie, co przyczyniło się do skokowego spadku płynności i jednocześnie niekontrolowanego wzrostu stóp procentowych rynku pieniężnego (2. poł. 2007 r.).

Dane statystyczne wskazują, że w krajach należących do strefy euro, spadek cen pojawił się w połowie 2009 r. i trwał do października 2009 r. Po tym okresie nastąpiła faza przyspieszenia inflacji, a jego maksimum wystąpiło na

przełomie 2011 i 2012 r. (patrz rys. 1). Spadek cen w strefie euro powrócił w grudniu 2014 r. Podstawowym celem polityki pieniężnej Europejskiego Banku Centralnego jest utrzymanie stabilności cen (HICP niewiele poniżej 2%). Od 1999 r. EBC realizuje eklektyczną strategię polityki pieniężnej, łączącą elementy strategii bezpośredniego celu inflacyjnego z elementami strategii kontroli agregatów pieniężnych (nawiązanie do ilościowej teorii pieniądza). Wartość referencyjną wzrostu agregatu M3 określono na poziomie 4,5%.



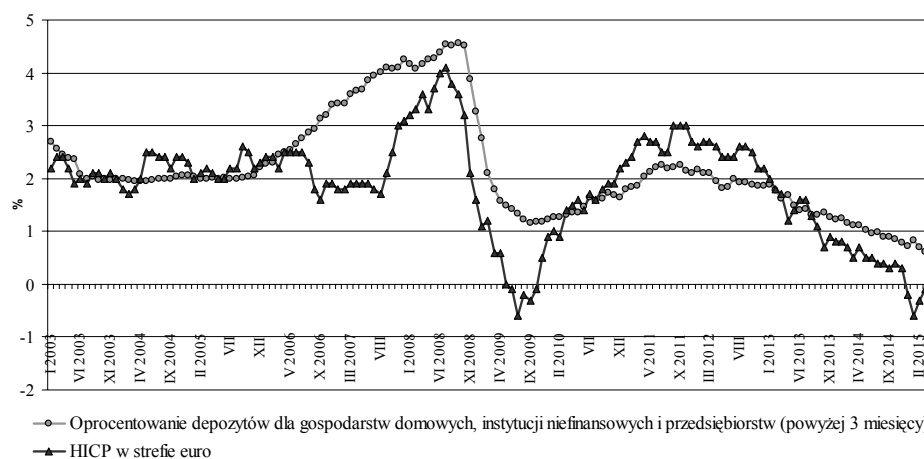
Rys. 1. HICP w strefie euro

Źródło: <http://www.bankier.pl/gospodarka/wskazniki-makroekonomiczne/hicp-r-r-eu> (dostęp: 10.06.2015).

Pierwszą reakcją EBC na powyższe zagrożenia było zapewnienie bankom strefy euro nieograniczonego dostępu do płynności (O/N), po bieżącej głównej stopie refinansowania. Ponadto EBC uruchomił dodatkowe, długoterminowe operacje otwartego rynku (LTRO trzy- i sześciomiesięczne). W wyniku spadku podaży kredytów, w lutym 2009 r. EBC doprowadził do obniżki referencyjnej stopy międzybankowych operacji depozytowych typu *overnight* (EONIA) do poziomu bliskiego zeru. Celem tych czynności była poprawa działania mechanizmu transmisji monetarnej w strefie euro.

W ramach dalszych decyzji EBC, zmianie uległy zasady operacji otwartego rynku (zagwarantowano bankom nieograniczony ilościowo dostęp do płynności przy stałej stopie procentowej). Wprowadzono skup długu emitowanego przez banki (CBPP – *Covered Bond Purchase Programme*), zabezpieczonego np. wierzytelnościami hipotecznymi, a także roczne operacje otwartego rynku (LTRO). Wdrożone zmiany w instrumentach polityki pieniężnej przyczyniły się do wzrostu skali lokowania przez banki komercyjne nadwyżek płynności w EBC.

Interesujące są dane dotyczące stóp procentowych w systemie bankowym strefy euro, przedstawione w postaci rysunków 2 i 3. Wskazują one, że w 2. poł. 2008 r. nastąpiło istotne ograniczenie oprocentowania depozytów i kredytów dla gospodarstw domowych, instytucji niefinansowych i przedsiębiorstw. Wydaje się, że było to spowodowane zahamowaniem operacji na międzybankowym rynku pieniężnym, zmniejszeniem akcji kredytowej oraz lokowaniem nadwyżek płynności banków komercyjnych w EBC. W przypadku depozytów, w 2010 r. nastąpił spadek realnego oprocentowania (stopa inflacji zaczęła wyraźnie przekraczać poziom nominalnej stopy procentowej depozytów). Sytuacja taka utrzymała się do połowy 2013 r. Realne oprocentowanie depozytów bankowych w 2008 r. nie obniżyło się do poziomu ujemnego ze względu na powstanie spadkowej tendencji zmian cen, co uchroniło deponentów przed potencjalną utratą dochodów z lokat.

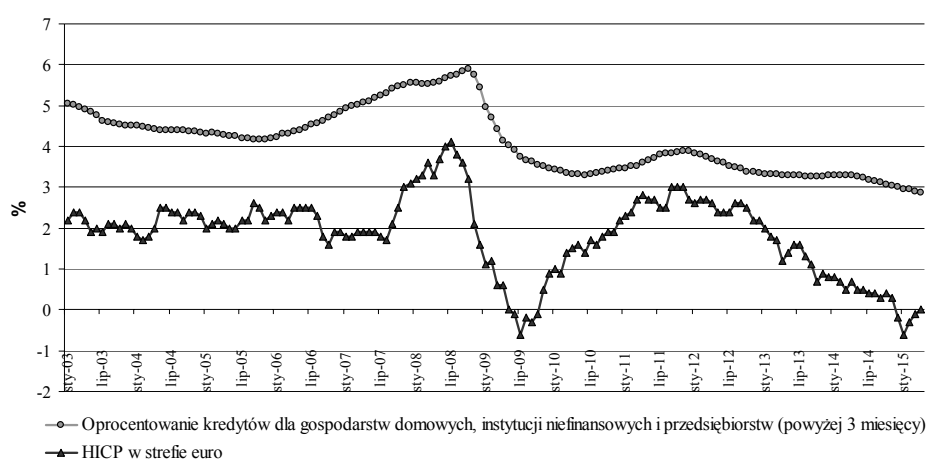


Rys. 2. Oprocentowanie depozytów w bankach w strefie euro (powyżej 3 m-cy)

Źródło: <https://www.ecb.europa.eu/home/html/index.en.html> (dostęp: 10.06.2015).

W latach 2008-2015 skala obniżek oprocentowania depozytów bankowych była nieco większa niż redukcje oprocentowania kredytów (por. rys. 2 i 3). W całym tym okresie banki komercyjne kształtowały stopy procentowe kredytów w taki sposób, aby utrzymać rozbieżność pomiędzy nominalną stopą procentową a stopą inflacji (stopy dodatnie w ujęciu realnym). Spadkowa tendencja cen w gospodarce strefy euro po 2011 r. spowodowała wyraźnie większy wzrost realnego oprocentowania kredytów komercyjnych.

W czerwcu 2014 r. EBC obniżył stopę depozytową do ujemnego poziomu -0,10% i ponownie we wrześniu 2014 r. do poziomu -0,20%. Z punktu widzenia poprawy działania mechanizmu transmisji monetarnej w strefie euro i zapobiegania tendencjom deflacyjnym, przedstawione wcześniej zmiany w polityce pieniężnej EBC (w szczególności istotna obniżka podstawowej stopy refinansowania banków do poziomu bliskiego zeru) nie przyczyniły się do obniżki oprocentowania kredytów dla gospodarstw domowych, instytucji niefinansowych i przedsiębiorstw. Efekty polityki pieniężnej EBC, z tego punktu widzenia, można uznać za połowiczne, ponieważ w obliczu zagrożenia deflacyjnego udało się jedynie zmniejszyć zachętę do oszczędzania.



Rys. 3. Oprocentowanie kredytów w bankach w strefie euro (powyżej 3 m-cy)

Źródło: <https://www.ecb.europa.eu/home/html/index.en.html> (dostęp: 10.06.2015).

Podsumowanie

Analiza materiału teoretycznego i empirycznego umożliwiła sformułowanie kilku wniosków odnoszących się do podjętego problemu badawczego:

- zapobieganie deflacji jest celem polityki pieniężnej równie ważnym, co dbałość o realizację średniookresowego celu inflacyjnego,
- trylemat celów współczesnej polityki pieniężnej wyklucza możliwość jednoczesnego, skutecznego kształtowania stóp procentowych, kontroli podaży pieniądza i kontroli kursu walutowego. Potwierdza to m.in. polityka pieniężna realizowana przez Europejski Bank Centralny,

- kształtowanie ujemnych nominalnych stóp procentowych w gospodarce otwartej często nie przyczynia się do szybkiego wyjścia ze spirali deflacyjnej (Japonia, Szwajcaria),
- polski system bankowy ma problem z uwzględnieniem w umowach kredytowych ujemnych stóp procentowych, co przyczynia się do częściowego paraliżowania transmisji monetarnej. Polskie banki komercyjne w sposób dowolnie selektywny uwzględniają w umowach kredytowych zmiany oprocentowania kredytów na rynkach pieniężnych w Europie,
- konwergencja nominalna w polskiej gospodarce, niezbędna przed przystąpieniem do strefy euro, mogłaby przyczynić się do spadku bardzo wysokiego oprocentowania kredytów dla gospodarstw domowych i przedsiębiorstw.

Dalsze badania empiryczne powinny zmierzać do wyjaśnienia, w jaki sposób utrwalenie się tendencji deflacyjnej w polskiej gospodarce zdeterminowałoby zmiany w instrumentach polityki NBP i czy dotychczasowe praktyki banków komercyjnych stanowiłyby *de facto* istotne ograniczenie w przewyciężaniu deflacji.

Literatura

- Clifton E.V. (1999), *Inflation Targeting: What Is the Meaning of the Bottom of the Band?*, „IMF Policy Discussion Paper”, No. 99/8, International Monetary Fund, Washington (wersja elektroniczna na www.imf.org).
- Gosh A., Phillips S. (1998), *Warning: Inflation May Be Harmful to Your Growth*, „IMF Staff Papers”, No. 4, Vol. 45, International Monetary Fund, Washington (wersja elektroniczna na www.imf.org).
- Jung T., Teranishi Y., Watanabe T. (2005), *Optimal Monetary Policy at the Zero-Interest-Rate Bound*, „Journal of Money, Credit and Banking”, Vol. 37, No. 5.
- Khan M.S., Senhadji A.S. (2001), *Threshold Effects in the Relationship Between Inflation and Growth*, „IMF Staff Papers”, No. 1, Vol. 48, International Monetary Fund, Washington (wersja elektroniczna na www.imf.org).
- Koronowski A. (2005), *Skuteczność polityki pieniężnej w obliczu wstrząsów podaźowych i popytowych – nie tylko o pułapce płynności*, „Bank i Kredyt”, nr 3/2005.
- Okina K. (2000), *Monetary Policy under Zero Interest Rate: Current Situation and Future Perspective*, Institute for Monetary and Economic Studies, Bank of Japan (<http://www.imes.boj.or.jp>).
- Orphanides A., Wieland V. (1998), *Price Stability and Monetary Policy Effectiveness when Nominal Rates are Bounded Zero*, Board of Governors of the Federal Reserve System, Washington.
- Wojtyna A. (1999), *Koszty dezinflacji (część I)*, NBP, „Bank i Kredyt”, nr 12/1999.

Wojtyna A. (2001), *Skuteczność polityki pieniężnej w warunkach niskiej inflacji: problem zerowej granicy nominalnych stóp procentowych*, NBP, „Bank i Kredyt”, nr 7/2001.

[www 1] <http://www.bankier.pl>.

[www 2] <https://www.ecb.europa.eu>.

[www 3] <http://www.nbp.pl>.

[www 4] <http://www.snb.ch>.

MONETARY POLICY IN DEFLATION

Summary: the paper focuses on the monetary policy guidelines implemented in conditions of deflation. The purpose of this paper is to investigate of the monetary policy in eurozone in the extraordinary situation of a zero bound on the nominal interest rates. When the central bank faced with a deflationary tendencies it can adopt the so-called zero nominal interest rate policy. There are at least two important components for that monetary policy framework to be effective: guiding the overnight nominal interest rate to zero (in other words it is quantitative easing) and so-called policy duration, which affects the market expectations regarding the future course of short-term interest rates. Preventing deflation is as important objective of monetary policy as the pursuing of medium-term inflation target.

Keywords: monetary policy, deflation, zero bound on nominal interest rates, liquidity trap.