

Marcin Brycz
Uniwersytet Gdański

PERSPEKTYWY ZRÓWNOWAŻONEGO ROZWOJU W POLITYCE MONETARNEJ BANKU CENTRALNEGO SZWECJI W LATACH 2008-2011¹

Streszczenie

Polityka monetarna do czasu kryzysu utożsamiana była przede wszystkim z kontrolą inflacji, a prowadzona głównie przez regulację krótkoterminowej stopy procentowej. W większości krajów świata od początku lat dziewięćdziesiątych nadrzędnym celem banków centralnych był cel inflacyjny ustalany na podstawie indeksu CPI.

Gdy nadszedł największy kryzys finansowy od przeszło siedemdziesięciu lat, banki centralne sięgnęły po nowe instrumenty polityki monetarnej oraz zwrócono uwagę na problem rozwoju zrównoważonego. Celem rozważań jest przedstawienie aspektów zrównoważonego rozwoju w poglądach Rady Polityki Pieniężnej Banku Centralnego Szwecji (Riksbank). Perspektywę zrównoważonego rozwoju można omawiać w aspektach: zrównoważonej długookresowej stopy bezrobocia, wprowadzenia ujemnej stopy depozytowej czy zwrócenia uwagi na długookresowe skutki podejmowanych decyzji.

Słowa kluczowe: Szwecja, polityka monetarna, rozwój zrównoważony.

Kody JEL: Q01, E50

Wstęp

Pojęcie zrównoważonego rozwoju, nakreślone przez Komisję Brutland (ONZ 1987) sprowadza się do wyboru pomiędzy zaspokojeniem bieżących potrzeb społeczeństwa i potrzeb przyszłych pokoleń. Pakulska i Poniatowska-Jaksch (2007) argumentują, że celem trwałego wzrostu jest nie tyle wzrost jego poziomu, ile wzrost jakości życia oraz że za najszerszą definicję angielskiego odpowiednika *sustainable development* można przyjąć polski odpowiednik: rozwój samopodtrzymujący (suspensywny). Najszerze pojęcie zawiera takie aspekty, jak trwałość, zrównoważony i samopodtrzymujący się rozwój, a więc właściwe kształtowanie proporcji między kapitałem ekonomicznym, ludzkim i przyrodniczym (Pakulska i Poniatowska-Jaksch 2007).

Koncepcja neutralności pieniądza, która zakłada, że zmiana podaży pieniądza nie wpływa na zmienne realne, wyklucza związek między polityką kontroli podaży pieniądza a rozwojem zrównoważonym. Brak neutralności pieniądza przynajmniej w krótkim okresie potwierdzają m.in. badania w nurcie nowokeynesowskim (modele DSGE). Humphrey (1991) z kolei podaje źródła nie-neutralności pieniądza obecne już w pracach Huma, Attwooda, Benthama, Malthusa: sztywne nominalne koszty, sztywne dochody niektórych grup społecznych, wpływ struktury rynku pracy na podział pracy w gospodarce, oczekiwania przedsiębiorców co do przyszłej koniunktury. Evans (1996, s. 187-202) postuluje,

¹ W ramach grantu NCN: DEC-2011/01/B/HS4/05502.

że nie-neutralność pieniądza w krótkim okresie implikuje także brak takiej neutralności w długim okresie.

Szwecja wraz z innymi krajami nordyckimi należą do krajów, w których dbałość o rozwój zrównoważony jest niemal wzorem do naśladowania, a perspektywa zrównoważonego rozwoju jest także widoczna w dyskusji Rady Polityki Pieniężnej Banku Centralnego Szwecji (*Riksbank*). Lars O. Svenson podczas posiedzenia Rady Polityki Pieniężnej Banku Centralnego Szwecji w dniu 16 kwietnia 2013 r. zaznaczył, że „bez uszczerbku dla stabilności cen Bank Centralny powinien wspierać gospodarkę tak, aby osiągnąć zrównoważony rozwój i wysoką stopę zatrudnienia” (*Riksbank*, 2013, s. 8).

Stefan Ingves (2013), prezes Banku Centralnego Szwecji, omawia konflikt między celami banków centralnych – równoczesnego zwracania uwagi na: rozwój zrównoważony, stabilność cen i stabilność systemu finansowego:

- rozwój zrównoważony na poziomie makroekonomicznym jest postrzegany przez banki centralne jako pełne i zrównoważone wykorzystanie zasobów w gospodarce. Konflikt pojawia się, gdy inflacja i wykorzystanie zasobów podążają w przeciwnych kierunkach, np. wzrost produktywności prowadzi do spadku inflacji oraz do wzrostu wykorzystania zasobów;
- konflikt celów ze względu na horyzont czasowy cyklu kredytowego i cyklu koniunkturalnego. W Szwecji inflacja i wykorzystanie zasobów mają ten sam znak, jednak zadłużenie gospodarki wzrosło znacznie w ostatnich dziesięciu latach. Z tego powodu ekspansywna polityka monetarna może podwyższyć inflację (zbliżyć ją do celu), poprawić wykorzystanie zasobów, ale w dłuższej perspektywie zdestabilizować system finansowy;
- ocena stabilności finansowej, inflacji i wykorzystania zasobów jest trudna z makroekonomicznej perspektywy – Bank Centralny Szwecji sporządza cykliczne raporty o stabilności finansowej. Kontrola cen i wykorzystanie zasobów w gospodarce opiera się na analizie wielu indeksów cen inflacji bazowej, co komplikuje prowadzenie polityki monetarnej, gdy jedynym jej narzędziem są stopy procentowe;
- system bankowy nie jest wolny od efektów zewnętrznych. Stopa procentowa, po której podmioty gospodarcze pożyczają środki finansowe składa się ze stopy rynkowej (międzybankowej) oraz marży kredytu. W tradycyjnym podejściu do polityki monetarnej bank centralny kontroluje jedynie krótkookresową stopę procentową na rynku międzybankowym, która według teorii wywodzących się z nurtu monetarystycznego przekłada się na pozostałe stopy procentowe i koszt kredytu dla ostatecznych odbiorców. W tym punkcie pojawia się jeden z efektów zewnętrznych przez kształtowanie się marż banków i tym samym silne oddziaływanie na gospodarkę realną. Ścisła kontrola polityki kredytowej oraz marż przez państwo jest również niekorzystna, ponieważ tworzy to zachętę do powstania czarnego rynku kredytów, co miało miejsce w latach siedemdziesiątych i osiemdziesiątych w Szwecji. Nagła liberalizacja systemu finansowego w połowie lat osiemdziesiątych była bezpośrednią przyczyną kryzysu gospodarczego w Szwecji, w latach dziewięćdziesiątych, a jego negatywne skutki były odczuwalne przez następną dekadę.

Celem opracowania stanowi zatem wykazanie związku między polityką monetarną w Szwecji a rozwojem zrównoważonym.

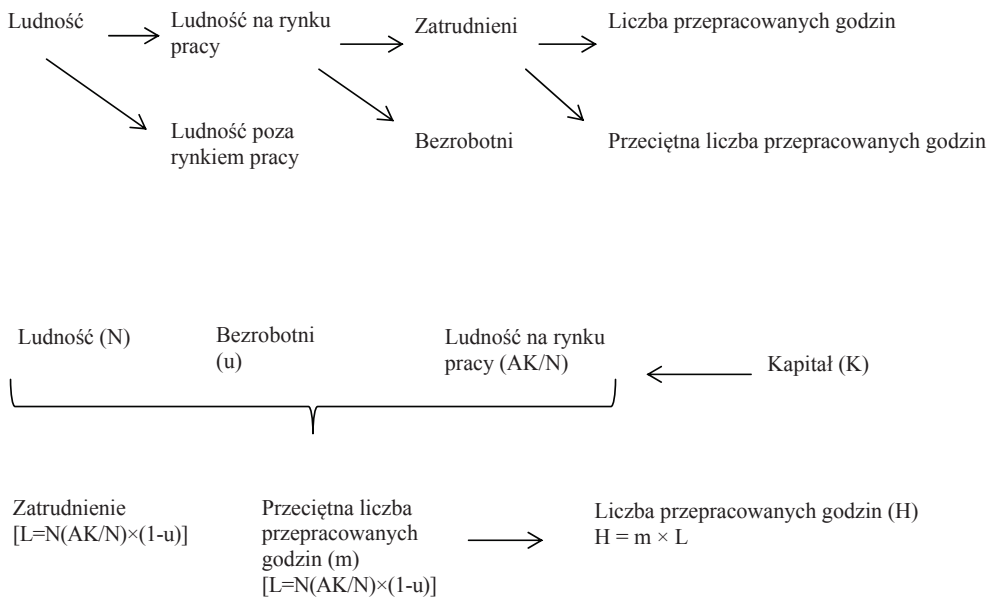
Długookresowa zrównoważona stopa zatrudnienia jako perspektywa zrównoważonego rozwoju w polityce monetarnej Szwecji

Monetarystyczna koncepcja roli banku centralnego w gospodarce sprowadza się jedynie do kontroli inflacji, która jest nadrzędnym celem, a cel ten powinien być realizowany

nawet, gdy działania te sprzyjają pogorszeniu koniunktury w krótkim okresie. Riksbank jest zobligowany do osiągnięcia kontroli inflacji oraz stabilności finansowej. Molin (2009) przedstawia znaczenie stabilności finansowej – jest ona niezbędna dla transferu kapitału, płatności, natomiast jej brak niesie za sobą wiele rodzajów ryzyk gospodarczych oraz nabiera szczególnego znaczenia w czasie kryzysów finansowych. Narzędzia używane przez Bank Centralny Szwecji można podzielić na dwie kategorie. Pierwszą z nich stanowi „tradycyjne” narzędzie kontroli stóp procentowych, które to ma na celu stabilizowanie cen przez tradycyjny kanał monetarny. Druga kategoria to narzędzia, które wspierają stabilność systemu finansowego a są one używane w czasie napięć na rynkach finansowych. Riksbank sporządza co pół roku raport o stabilności finansowej, który identyfikuje ryzyka dla stabilnego wzrostu gospodarczego. Omawiana kategoria narzędzi jest bezpośrednim wynikiem kryzysu walutowo-bankowego w latach dziewięćdziesiątych XX w. (Molin 2009).

Koncepcja długookresowej zrównoważonej stopy procentowej w polityce monetarnej banku centralnego została przedstawiona w raporcie (Riksbank, 2012).

Rysunek 1 Koncepcja pomiaru długookresowej zrównoważonej stopy bezrobocia



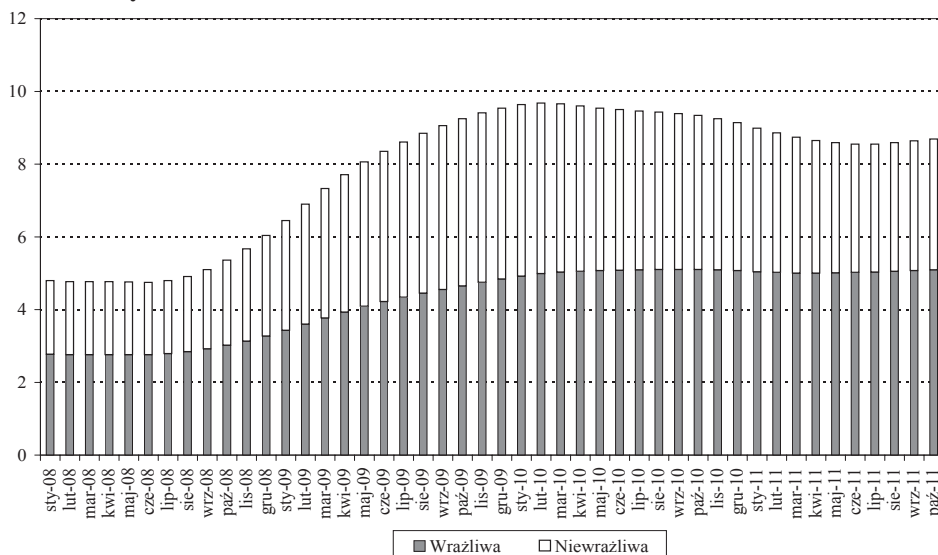
Źródło: Riksbank (2012 i 2010).

Na rysunku 1 przedstawiono metodologiczną koncepcję długookresowej zrównoważonej stopy bezrobocia. Liczba przepracowanych godzin jest uzależniona od takich zmiennych, jak: struktura wieku osób na rynku pracy (praca w niepełnym wymiarze godzin, zwolnienia lekarskie). Od 2006 roku rząd Szwecji wprowadził liczne reformy rynku pracy – jego liberalizacja oraz podniesienie wieku emerytalnego spowodowały istotną

zmianę długookresowej zrównoważonej stopy bezrobocia. Z powyższego powodu stopę tę obliczono dla okresu sprzed przyjętych reform oraz obecnie koryguje się ją ze względu na zmiany instytucjonalne na rynku pracy. Zwraca się także uwagę na takie aspekty, jak struktura wieku pracowników, czy grupy pracowników „wrażliwych” na pogorszenie się koniunktury gospodarczej.

Wykres 1

Stopa bezrobocia w grupach wrażliwych oraz niewrażliwych na pogorszenie koniunktury



Źródło: dane do raportu Riksbank (2012).

Na wykresie 1 przedstawiono stopę bezrobocia w Szwecji w czasie globalnego kryzysu finansowego (GFC) w 2008 r. Podczas poprawy koniunktury od połowy roku 2010 bezrobocie wśród wrażliwej grupy pracowników pozostawało na zbliżonym poziomie, natomiast stopa bezrobocia znacznie zmniejszyła się w grupie pracowników niewrażliwych. Zwrócenie uwagi przez Bank Centralny na strukturę bezrobocia ze względu na wiek czy wrażliwość względem cyklu koniunkturalnego można uznać za przejaw zwrócenia uwagi przez tę instytucję na aspekty zrównoważonego rozwoju.

Svensson (2012) uważa, że decyzje podejmowane przez Bank Szwecji powinny stabilizować ceny oraz pełne zatrudnienie wokół ich długookresowych zrównoważonych wartości. Bank Centralny Szwecji monitoruje długookresową zrównoważoną stopę bezrobocia, a wskaźnik ten wyznaczany jest na podstawie funkcji produkcji. Słabym punktem tego podejścia jest jednak trudność w oszacowaniu rozwoju technologii i jej wpływu na długookresową zrównoważoną stopę bezrobocia (Riskbank 2010). Svensson (2012) zaznacza, że wskaźnik ten wynosi 5,5% dla Szwecji, a właściwe jego oszacowanie powinno uwzględniać oczekiwania inflacji oraz postuluje, że długookresowa krzywa Phillipsa w Szwecji nie jest pionowa. Fakt ten wynika z prowadzonej od 1993 roku polityki celu inflacyjnego oraz trwałych oczekiwań inflacyjnych na poziomie 1,4%.

Długookresowa zrównoważona stopa zatrudnienia w dyskusji Rady Polityki Pieniężnej Banku Szwecji

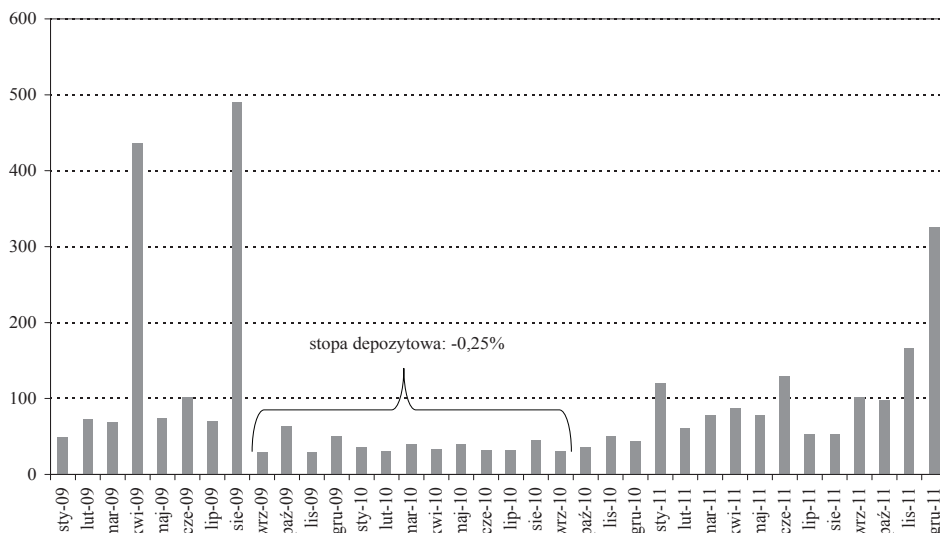
Podczas spotkania Rady Polityki Pieniężnej w dniu 14 lutego 2011 r. L. Svensson był przeciwny podniesieniu stóp procentowych ze względu na zbyt duże bezrobocie w stosunku do jego zrównoważonego długookresowego poziomu. Zaznaczył również, że gdy odchylenie bezrobocia oraz inflacji od ich celów ma ten sam znak, wtedy znacznie ułatwione staje się zrównoważone prowadzenie polityki monetarnej, a zwrócenie uwagi na zrównoważoną długookresową stopę bezrobocia ma przewagę nad tradycyjnym podejściem do mierzenia aktywności gospodarczej takich jak luka popytowa. L. Svensson uważa, że pojęcie zrównoważonej polityki monetarnej oddaje koncepcja J. Qvigstada (2006). Zrównoważona polityka monetarna w myśl tej koncepcji to: a) elastyczne osiąganie celu inflacyjnego – jednoznacznie można podjąć decyzję co do stóp procentowych, gdy luka inflacyjna (odchylenie inflacji od celu) oraz luka stopy bezrobocia (odchylenie od poziomu długookresowego) mają ten sam znak; b) w procesie decyzyjnym należy uwzględniać scenariusze alternatywnych decyzji; c) zmiany stóp procentowych powinny przebiegać stopniowo, aby kontrolować efekty podjętej decyzji; d) należy zwracać uwagę na rozwój sytuacji na rynku kredytowym i nieruchomości jako potencjalnych zagrożeń dla gospodarki; e) należy oceniać odchylenie podejmowanych decyzji od reguł jej prowadzenia (np. reguły Taylora). Karolina Ekholm zwróciła uwagę na wykorzystanie zasobów w gospodarce w długim i krótkim okresie, oraz na aspekt kryzysu finansowego, który wystąpił w tym samym czasie co reformy rynku pracy. Reformy te obniżyły długookresową zrównoważoną stopę bezrobocia, a kryzys gospodarczy podwyższył krótkookresową stopę bezrobocia i jednocześnie obniżył inflację. Zwróciła także uwagę na problem stopy bezrobocia krótkookresowego, która obliczana jest na podstawie liczby osób bez pracy, które aktywnie poszukują zatrudnienia. Jednak stopa ta nie odzwierciedla przymusowego przechodzenia na mniejszy wymiar godzin przez pracowników (szczególnie przez kobiety). Lepszym wskaźnikiem bezrobocia krótkookresowego byłaby liczba przepracowanych godzin w gospodarce, jednak oszacowanie zrównoważonej liczby godzin przepracowanych w gospodarce jest niezwykle trudne. Wickman-Parak zaznaczył także, że istnieje potrzeba zwrócenia uwagi na bardziej szczegółowe dane dotyczące bezrobocia krótkookresowego, przez co można by bardziej precyzyjnie informować, jak szybko krótkookresowa kondycja gospodarki zbliży się do stanu zrównoważonego.

Ujemne nominalne stopy procentowe w Szwecji jako przykład internalizacji kosztów kryzysu

Na posiedzeniu Rady Polityki Pieniężnej Banku Centralnego Szwecji, w dniu 1 lipca 2009 r. podjęto decyzję o obniżce stóp procentowych – stopy procentowej operacji repo do 0,25% oraz stopy depozytowej do -0,25%, a utrzymano ją do września 2010 roku. Riksbank umożliwia bankom komercyjnym uczestniczenie w systemie RIX, w którym mogą uzupełnić brakującą płynność na koniec dnia zastawiając papiery dłużne lub zdeponować środki, których nie pożyczły innym bankom komercyjnym (zazwyczaj banki pożyczają między sobą środki do następnego dnia w pierwszej kolejności; jednak, gdy na koniec dnia banki komercyjne nie są w stanie ulokować środków za pomocą pożyczek dla innych banków, mogą je zdeponować w banku centralnym po stopie depozytowej). Obniżenie depozytowej stopy banku centralnego poniżej zera oznaczało, że banki komercyjne musiały zapłacić za deponowanie środków w banku centralnym. W sytuacji kryzysu bankowego banki komercyjne nie są chętne do pożyczania środków nawzajem, ponieważ ryzyko niespłacenia pożyczek znacznie się zwiększa, dlatego są bardziej skłonne deponować środki w banku centralnym (Sellin i Somar 2012).

Wykres 2

Jednodniowe depozyty instytucji finansowych w banku centralnym Szwecji (w mln SEK)



Średnie wartości w miesiącu na podstawie danych tygodniowych.

Źródło: dane Riksbank i Sellin i Somar (2012).

Wprowadzenie instrumentu ujemnej stopy procentowej dla depozytów banków komercyjnych w Szwecji pomogło zmniejszając lokowanie środków w banku centralnym po zakończeniu dnia rozliczeniowego. Jednak należy zaznaczyć, że banki mogły korzystać z mechanizmu *fine-tuning*, a system bankowy w stosunku do banku centralnego charakteryzował się nadpłynnością.

Polityka ujemnych stóp depozytowych mogła także wpłynąć na internalizację kosztów kredytu do systemu bankowego. Wzrost ryzyka systemowego przekłada się niekorzystnie na gospodarkę realną, a zgodnie z mechanizmem transmisji kredytowej (Bernanke 1983) szczególnie dotyka grup gospodarstw domowych i przedsiębiorstw o niższej zdolności kredytowej. Nadmierne lokowanie środków w banku centralnym powoduje, że pieniądź w systemie bankowym nie przekłada się na kredytowanie podmiotów gospodarczych.

Na powyżej opisane zjawisko należy spojrzeć jeszcze przez pryzmat podziału kosztów kryzysu bankowego. Wzrost ryzyka systemowego przekłada się na wzrost rynkowych stóp procentowych (m.in. na wzrost stopy procentowej w pożyczkach pomiędzy bankami), a to na załamanie gospodarki realnej przez gwałtowny wzrost cen kapitału (w tym zwiększenie kosztów obsługi już zaciągniętych długów). W tym momencie bank centralny obniża stopy procentowe oraz rozszerza klasy aktywów, które mogą być wykorzystane w operacjach repo. Wtedy banki komercyjne odzyskują płynność, a krótkoterminowa stopa procentowa spada. Jednak ze względu na słabe perspektywy co do rozwoju gospodarczego nie są skłonne udzielać kredytów podmiotom gospodarczym; kredyty otrzymują podmioty charakteryzujące się wysoką zdolnością kredytową oraz niskim ryzykiem kredytowym, a ponadto kredyty są udzielane ze znacznie wyższą marżą niż przed kryzysem. Tymczasem znaczne nadwyżki

płynności banków komercyjnych są przechowywane na rachunku banku centralnego – tradycyjna polityka monetarna ukierunkowana na doraźną poprawę płynności w bankach nie przynosi pozytywnych skutków w długim okresie oraz powoduje znaczny wzrost rentowności banków komercyjnych od nowych kredytów kosztem kredytobiorców.

Podsumowanie

Kryzys ekonomiczny zmienił diametralnie podejście do polityki monetarnej. Od początku lat dziewięćdziesiątych główną przesłanką prowadzenia polityki monetarnej w większości banków centralnych na świecie stanowiło utrzymanie inflacji blisko jego celu. Doświadczenia kryzysu lat dziewięćdziesiątych skierowały politykę monetarną Szwecji na dodatkowy cel – stabilność systemu finansowego. Sam cel inflacyjny nie odzwierciedla bowiem narastającej nierównowagi systemu finansowego. Kolejnym etapem rozwoju polityki monetarnej wydaje się być rozpatrzenie aspektu rozwoju zrównoważonego, czego pierwszym przejawem jest koncepcja zrównoważonej, długookresowej stopy bezrobocia.

Globalny kryzys finansowy zmusił banki centralne do użycia narzędzi, które wcześniej nie były stosowane, a ich oddziaływanie na gospodarkę nie jest jeszcze poznane. Przykładem może być ujemna stopa procentowa. Obecnie, podążając za przykładem Szwecji, w Danii wprowadzono ujemne stopy procentowe CD. Władze Europejskiego Banku Centralnego również rozważają wprowadzenie takiego instrumentu.

Bibliografia

- Evans P. (1996), *Growth and the Neutrality of Money*, "Empirical Economics", No. 21.
- Humphrey T.M. (1991), *Nonneutrality of Money in Classical Monetary Thought*, "Economic Review", March/April, Federal Reserve Bank of Richmond.
- Ingves S. (2013), *The role of the central bank after the financial crisis – the challenges ahead*, wykład 12 czerwca.
- Molin T. (2010), *How has the Riksbank managed the financial crisis?*, "Economic Review", No. 1.
- ONZ (1987), *Our Common Future*, Report of the World Commission on Environment and Development.
- Pakulska T., Poniatowska-Jaksch M., *Rozwój zrównoważony – „szeroka i wąska” interpretacja, stan wiedzy*, http://www.sgh.waw.pl/katedry/kg/BADANIA_NAUKOWE/rozwoj%20zrownowazony-strona%20www_1.pdf
- Qvigstad J.F. (2006), *When Does An Interest Rate Path “Look Good”? Criteria For An Appropriate Future Interest Rate Path*, "CME Working Paper", No. 5.
- Riksbank (2010), *The Driving Forces behind Trends in the Economy Can Be Analysed Using a Production Function*, "Monetary Policy Report", No. 3.
- Riksbank (2012), "Monetary Policy Report", No. 2.
- Riskbank (2013), *Minutes of monetary policy meeting*, April.
- Sellin P., Sommar A. (2012), *Review of the Riksbank's operational framework for implementation of monetary policy*, "Sveriges Riksbank Economic Review", Vol. 2.
- Svensson L. (2012), *Differing views on monetary policy*, przemówienie, 8 czerwca.

Perspectives for Sustainable Development in the Monetary Policy of the Central Bank of Sweden in 2008-2011

Summary

The monetary policy since the crisis times had been identified, first of all, with control over inflation and carried out mainly by regulation of the short-term interest rate. In most countries of the world, since the beginning of the 1990s, the overarching objective of central banks had been the inflation target being fixed on the basis of CPI.

When the most severe for more than seventy years financial crisis arrived, central banks reached for new instruments of the monetary policy as well as there was paid attention to the problem of sustainable development. An aim of the author's considerations is to present the aspects of sustainable development in the views of the Monetary Policy Council of the Central Bank of Sweden (Riksbank). The perspective of sustainable development can be discussed in the following aspects: long-term sustainable unemployment rate, introduction of the negative deposit rate, or paying attention to long-term consequences of the decisions being made.

Key words: Sweden, monetary policy, sustainable development.

JEL codes: Q01, E50

Перспективы устойчивого развития в денежно-кредитной политике центрального банка Швеции в 2008-2011 гг.

Резюме

Денежно-кредитная политика ко временам кризиса отождествлялась прежде всего с контролем за инфляцией, а осуществляемая, в основном, путем регулирования краткосрочной процентной ставки. В большинстве стран мира с начала девяностых годов основной целью центральных банков была инфляционная цель, определяемая на основе индекса потребительских цен, ИПЦ (CPI).

Когда наступил самый серьезный в течение более семидесяти лет финансовый кризис, центральные банки обратились к новым инструментам денежно-кредитной политики, а также обратили внимание на проблему устойчивого развития. Цель рассуждений автора – представить аспекты устойчивого развития во взглядах Совета по денежно-кредитной политике центрального банка Швеции (Риксбанка). Перспективу устойчивого развития можно обсуждать в следующих аспектах: долгосрочного устойчивого уровня безработицы, ввода отрицательной депозитной ставки, или же обращения внимания на долгосрочные последствия принимаемых решений.

Ключевые слова: Швеция, денежно-кредитная политика, устойчивое развитие.

Коды JEL: Q01, E50

© All rights reserved