

Paweł Kawa
Andrzej Wojtyna
Jakub Janus
Marek A. Dąbrowski

**Współzależności
finansowe**
między krajami
na różnym poziomie
rozwoju po światowym
kryzysie finansowym

 PWN

Projekt okładki i stron tytułowych
Anna Gogolewska

Ilustracja na okładce
Roman Amanov/123RF

Wydawca
Katarzyna Rosińska

Redakcja
Anna Marecka

Korekta
Małgorzata Nowak

Redakcja techniczna
Maryla Broda

Produkcja
Monika Dąbrowska

Skład i łamanie
Marcin Szcześniak

Recenzenci
dr hab. Baha Kalinowska-Sufinowicz, prof. UEP
dr hab. Jan Acedański

Publikacja została dofinansowana ze środków przyznanych Uniwersytetowi Ekonomicznemu w Krakowie w ramach dotacji na utrzymanie potencjału badawczego.

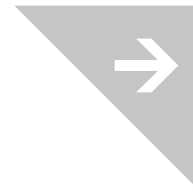
Copyright © by Wydawnictwo Naukowe PWN
Warszawa 2020

ISBN 978-83-01-21472-2

Wydanie I

Wydawnictwo Naukowe PWN SA
02-460 Warszawa, ul. Gottlieba Daimlera 2
tel. 22 69 54 321, faks 22 69 54 280
e-mail: pwn@pwn.com.pl, www.pwn.pl

Druk i oprawa
OSDW Azymut Sp. z o.o.



Spis treści

Wstęp	7
<i>Marek A. Dąbrowski</i>	
 Rozdział I	
Powiązania rynków finansowych w kontekście renesansu badań nad liberalizacją finansową	9
<i>Paweł Kawa</i>	
 Rozdział II	
Nowe kierunki badań nad międzynarodowymi przepływami kapitału ..	24
<i>Andrzej Wojtyna</i>	
 Rozdział III	
Współzależności długoterminowych stóp procentowych	41
<i>Jakub Janus</i>	
 Rozdział IV	
Globalny cykl finansowy jako ograniczenie niezależności w prowadzeniu polityki pieniężnej	66
<i>Marek A. Dąbrowski</i>	

Marek A. Dąbrowski



Wstęp

Wahania cen aktywów, fluktuacje wolumenu kredytu, zmiany skali i kierunku międzynarodowych przepływów kapitału wywierają silny wpływ na sytuację gospodarstw domowych, przedsiębiorstw i państw. Tego rodzaju zmiany w sferze finansowej jednego kraju, zwłaszcza jeżeli jest on zlokalizowany w centrum światowego systemu finansowego, rozprzestrzeniają się na inne kraje. Skala i dynamika tego procesu są pochodną współzależności finansowych między krajami: im są one mocniejsze i im gęstsza jest sieć powiązań, tym większe znaczenie dla funkcjonowania gospodarki krajowej mają zmiany aktywności w sferze finansowej w innych krajach. W efekcie czynniki finansowe wpływają na ogólny poziom aktywności w gospodarce światowej, kształtując relacje między oszczędnościami a inwestycjami oraz oddziałując na cechującą ją rodzaje ryzyka i podatność na zjawiska kryzysowe.

Obserwowane wzmocnienie współzależności finansowych między krajami na różnym poziomie rozwoju skłania do postawienia ważnych pytań badawczych: w jakich warunkach liberalizacja finansowa przyczynia się do silniejszego wzrostu gospodarczego, nie stwarzając zagrożenia dla stabilności finansowej i makroekonomicznej; jakie są przyczyny zwiększonych międzynarodowych przepływów kapitału; jak silne są zależności między długoterminowymi stopami procentowymi w różnych krajach i jak zmieniają się w czasie; czy zasadne jest opisywanie zmian w sferze finansowej różnych krajów za pomocą koncepcji światowego cyklu finansowego, a jeśli tak, to jak tego rodzaju cykl oddziałuje na krajową politykę makroekonomiczną. W książce podjęto próbę udzielenia odpowiedzi na wymienione pytania.

Książka składa się z czterech rozdziałów. W rozdziale pierwszym przedstawiono zarys ewolucji poglądów na liberalizację krajowych i międzynarodowych rynków finansowych. Analizie poddano relacje między korzyściami a kosztami wynikającymi z silniejszych współzależności finansowych między krajami na różnym poziomie rozwoju będących następstwem procesu liberalizacji finansowej.

Rozdział drugi został poświęcony przedstawieniu kierunków badań teoretycznych i empirycznych nad optymalną wielkością przepływów kapitału między krajami na różnym poziomie rozwoju oraz czynnikami, które sprawiają, że rzeczywiste przepływy odchylają się od poziomu optymalnego. Scharakteryzowano kontrowersje na temat długo- i średniookresowych przyczyn zmian poziomu, struktury i dynamiki przepływów kapitału.

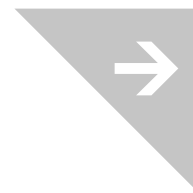
Długookresowe stopy procentowe są ważną determinantą popytu zagregowanego, stanowiąc zarazem istotny punkt odniesienia dla polityki makroekonomicznej i finansowej. W rozdziale trzecim badano wielostronne zależności między tymi stopami w krajach na różnym poziomie rozwoju przez pryzmat roli, jaką odgrywają one w międzynarodowym przenoszeniu impulsów finansowych. Zidentyfikowane zależności oceniono pod kątem ich siły oraz czynników, które pozwoliłyby wyjaśnić zachodzące w nich zmiany.

Obserwowane współzależności finansowe między krajami są wiązane w literaturze ekonomicznej z występowaniem światowego cyklu finansowego. W rozdziale czwartym omówiono koncepcję światowego cyklu finansowego oraz przedstawiono wyniki badań ukierunkowanych na ustalenie, czy ten cykl wywiera silny wpływ na sferę finansową pojedynczej gospodarki, ograniczając zarazem niezależność w prowadzeniu krajowej polityki pieniężnej. Nawiązując do hipotezy nierozwiązywalnego dylematu, badano również, czy analizowane ograniczenie jest niezależne od stosowanego systemu kursu walutowego.

Badania nad współzależnościami finansowymi, których wyniki przedstawiono w tej książce, wpisują się w linię długofalowych badań nad zjawiskami i procesami gospodarczymi w krajach na średnim poziomie rozwoju prowadzonych w Katedrze Makroekonomii Uniwersytetu Ekonomicznego w Krakowie. Opracowania opublikowane w minionych latach dotyczyły m.in. czynników zagrażających trwałości wzrostu gospodarczego w krajach na średnim poziomie rozwoju, podatności tych krajów na kryzysy finansowe, a także ich relacji z krajami na wysokim poziomie rozwoju w sferze handlu, produkcji i zatrudnienia (zob. Dąbrowski i Wojtyna 2018, 2017; Wajda-Lichy i in. 2020).

Bibliografia

- Dąbrowski M.A., Wojtyna A. (red.) (2018), *Czy krajom na średnim poziomie rozwoju zagraża sekularna stagnacja?*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
- Dąbrowski M.A., Wojtyna A. (red.) (2017), *Otwartość gospodarki a podatność na kryzysy w krajach na średnim poziomie rozwoju*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
- Wajda-Lichy M., Glinka K., Tarnowska J., Sordyl M. (2020), *Koniec globalnego kryzysu finansowego. Zmiany we współzależnościach między krajami na różnym poziomie rozwoju*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.



ROZDZIAŁ I

Powiązania rynków finansowych w kontekście renesansu badań nad liberalizacją finansową

1. Uwagi wstępne

W okresie poprzedzającym wybuch światowego kryzysu zapoczątkowanego w 2007 r. rynki finansowe doświadczyły głębokich zmian strukturalnych, u podstaw których legł postępujący proces liberalizacji i globalizacji tych rynków. Liberalizacja krajowych rynków finansowych polegała na zmniejszeniu ograniczeń w funkcjonowaniu rodzimych instytucji finansowych. W jej ramach nastąpiło zniesienie lub ograniczenie administracyjnych barier wejścia, ograniczenie wymogów działania, złagodzenie regulacji dotyczących świadczenia usług finansowych, jak też dopuszczenie do większej aktywności ze strony niebankowych instytucji finansowych. W szerokim ujęciu liberalizacja finansowa obejmowała trzy elementy: (i) deregulację poziomu stóp procentowych, (ii) wprowadzenie konkurencji między różnymi metodami finansowania, (iii) „zewnątrzne” otwarcie rynków finansowych, czyli zmniejszenie ograniczeń w dostępie zagranicznych instytucji finansowych do rynków krajowych (Allegret i in. 2003).

Aspektem liberalizacji finansowej, często analizowanym w literaturze jako odrębne zjawisko, była liberalizacja przepływów kapitałowych obejmująca przede wszystkim likwidowanie ograniczeń w swobodnym przepływie kapitału pomiędzy krajami i stanowiąca naturalne następstwo liberalizacji wymiany handlowej oraz inwestycji bezpośrednich (Quirk, Evans 1995). Znoszenie restrykcji i reguł administracyjnych w transakcjach finansowych pomiędzy rezydentami a nierezydentami miało skutkować ułatwieniem przepływów kapitału między poszczególnymi rynkami i poszerzeniem grona podmiotów uczestniczących w transakcjach międzynarodowych.

Postępująca liberalizacja rynków finansowych, zarówno w wymiarze krajowym, jak i międzynarodowym, miała swoje uzasadnienie w dość powszechnym przekonaniu, że swobodny dostęp do rynków finansowych prowadzi do obniżenia kosztu pozyskania kapitału, zwiększenia możliwości inwestycyjnych, rozwoju handlu międzynarodowego, zacieśnienia powiązań gospodarczych pomiędzy krajami, a w ostatecznym rozrachunku do przyspieszenia wzrostu gospodarczego. Deregulacji rynków finansowych towarzyszyło wprowadzanie innowacji finansowych, co umożliwiało obchodzenie istniejących jeszcze restrykcji na rynkach finansowych, prowadząc jednocześnie do alienacji sfery finansowej od sfery realnej.

Kształt współczesnych rynków finansowych jest również pochodną procesu globalizacji polegającej na funkcjonalnym powiązaniu i zespoleniu krajowych rynków walutowych, pieniężnych i kredytowych w jeden, globalny rynek finansowy. Czynnikiem umożliwiającym globalizację stał się rozwój nowoczesnych technologii informatycznych i telekomunikacyjnych, który obniżył koszty zawierania transakcji, zagwarantował niemal natychmiastowy przepływ informacji i ułatwił zarządzanie aktywami finansowymi¹.

Skutkiem ubocznym zarysowanych wyżej tendencji było pojawienie się nowych rodzajów zagrożeń. Narastające współzależności w ramach rynków oraz między krajami zwiększyły ryzyko globalnych zaburzeń wiążących się z nierównomiernością tempa wzrostu gospodarczego, nierównowagami globalnymi oraz zmianami w strukturze gospodarek i rynków finansowych poszczególnych krajów. Przebieg „wielkich kryzysów” końca XX w. (Kenç i in. 2016) zdawał się potwierdzać te obawy. Wraz z zacieśnianiem powiązań między gospodarkami zwiększył się zasięg kryzysów: wzrastała liczba krajów objętych kryzysem i zwiększało się tempo ich rozprzestrzeniania. Nasuwa się zatem pytanie, ważne dla polityki gospodarczej, czy i w jaki sposób kraje mogą uczestniczyć w globalizacji finansowej, aby osiągnąć jak największe korzyści z punktu widzenia wzrostu gospodarczego, a jednocześnie uniknąć zagrożenia dla stabilności finansowej.

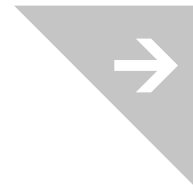
W kontekście zarysowanych powyżej uwarunkowań oraz wyzwań celem niniejszego rozdziału jest określenie konsekwencji liberalizacji krajowych i międzynarodowych rynków finansowych dla kształtowania się stabilności finansowej. Zgodnie z przyjętym w książce podejściem badawczym prowadzona analiza będzie zogniskowana na tych nurtach badań teoretycznych i empirycznych, które dotyczą zależności finansowych krajów na średnim poziomie rozwoju oraz krajów wysoko rozwiniętych. Punktem wyjścia rozważań jest przedstawienie głównych argumentów teoretycznych odnoszących się do liberalizacji rynków finansowych (podrozdział 2). W podrozdziale 3 naświetlono przyczyny renesansu zainteresowania liberalizacją po globalnym kryzysie finansowym. Przedstawiono nowe nurty badań odnoszących się do powiązań finansowych między krajami w kontekście nowego spojrzenia na liberalizację. Rozdział zamykają uwagi końcowe.

2. Kontrowersje wokół zasadności i skutków liberalizacji

Patrząc z perspektywy historycznej, w poglądach ekonomistów na kwestię celowości, zakresu i skutków liberalizacji rynków finansowych trudno doszukać się wyraźnego konsensusu (Kose i in. 2006; Mishkin 2007; Obstfeld 2009). Pierwowзору teoretycznego uzasadnienia dla liberalizacji systemu finansowego można upatrywać w pracach McKinnona (1973) i Shawa (1973)². Czerpiąc inspirację z ich prac, zwolennicy

¹ Schinasi (2005) oraz Trichet (2017) uważają liberalizację i towarzyszącą jej deregulację, postęp technologiczny oraz procesy integracyjne i globalizację za trzy główne determinanty współczesnego systemu finansowego.

² Autorzy argumentowali, że restrykcje finansowe, utożsamiane z występowaniem niskich stóp procentowych, hamują wzrost gospodarczy przez obniżanie poziomu oszczędności i powodowanie nieefektywnej alokacji zasobów oraz przez spadek wolumenu i „jakości” inwestycji.



ROZDZIAŁ II

Nowe kierunki badań nad międzynarodowymi przepływami kapitału

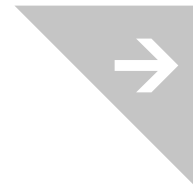
1. Uwagi wstępne

Od wybuchu światowego kryzysu finansowego w 2007 r. stopniowo narastał sceptycyzm wobec korzyści płynących z liberalizacji międzynarodowych przepływów kapitału. Pojawiało się coraz więcej argumentów teoretycznych i empirycznych przemawiających za tezą, że liberalizacja poszła zbyt daleko, przekroczyła optymalny poziom i dlatego należy przywrócić pewne formy kontroli kapitału lub zastosować nowe (zob. szerzej Wojtyna 2017). Obawiano się, że wraz z umacnianiem się ożywienia nasilające się przepływy kapitału będą wpływać destabilizująco nie tylko na gospodarkę niektórych krajów, ale poprzez tzw. efekty zarażania także na cały system gospodarki światowej. Inaczej mówiąc, ciągle żywe doświadczenia ostatniego kryzysu i wynikający z nich silny wzrost nastrojów antyglobalistycznych przemawiały za ograniczaniem zjawisk, które mogłyby doprowadzić do przegrzania koniunktury i nasilenia się stanów nierównowagi finansowej oraz makroekonomicznej grożących kolejnym kryzysem światowym i dalszymi napięciami społecznymi. Koniec minionej dekady nie przyniósł jednak wyraźnego, trwałego ożywienia, więc główne banki centralne nie zdecydowały się na podwyżki stóp procentowych lub – jak System Rezerwy Federalnej – najpierw podniosły stopy, lecz następnie je obniżyły. Pojawiało się coraz więcej sygnałów, że być może gospodarka światowa wchodzi po kryzysie w fazę „nowej normalności” lub „sekularnej stagnacji”, co wymaga nowej, pogłębionej diagnozy mechanizmów gospodarki rynkowej i nowych narzędzi polityki ekonomicznej. Jednym z najważniejszych czynników niepewności i jednocześnie najbardziej sumarycznym jej wskaźnikiem jest poziom przyszłych stóp procentowych. Jeśli obecny, historycznie niski poziom stóp procentowych miałby okazać się zjawiskiem trwałym, to nawet ich bardzo niewielkie różnice w skali międzynarodowej mogą uruchamiać duże przepływy kapitału, wywołując poważne skutki makroekonomiczne i makrofinansowe. Stąd też tak duży wpływ zmian w polityce pieniężnej głównych banków centralnych na stabilność rynków w krajach na niższym poziomie rozwoju. Wydawałoby się to przemawiać za ograniczeniem przepływów. Z drugiej strony, w świecie jest ciągle wiele krajów, w których dążenie do zmniejszenia luki rozwojowej napotyka barierę zbyt niskich krajowych oszczędności.

Dodatkowym komplikującym czynnikiem jest silny wzrost tendencji protekcjonistycznych w handlu międzynarodowym. W tym wypadku zmiana podejścia nie następuje jednak pod wpływem nowych wyników badań teoretycznych i empirycznych, jak dzieje się to w odniesieniu do przepływów kapitału. Ekonomisci pozostają nadal zgodni co do korzyści wolnego handlu, nawet jeśli coraz częściej przyznają, że zbyt mało czasu poświęcali na szukanie środków zaradczych przeciw niekorzystnym efektom redystrybucyjnym, jakie on wywołuje. Współcześnie tylko niewielka część przepływów kapitału jest bezpośrednio powiązana z wolumenem obrotów handlowych. Niemniej jednak dla ekonomistów opowiadanie się wobec szerszej publiczności zdecydowanie bardziej za wolnym handlem niż za wolnym przepływem kapitału powoduje pewien „dyskomfort komunikacyjny”, zwłaszcza że w okresie dominacji tzw. konsensu waszyngtońskiego przekaz w tym zakresie był znacznie bardziej jednorodny. Ekonomisci zdali sobie sprawę, że przy obecnym poziomie niepewności i wobec wynikających stąd dylematów, muszą dużo ostrożniej odnosić się do uniwersalności swoich ustaleń i zaleceń również w kwestii przepływów kapitału. Oznacza to przywiązywanie jeszcze większej wagi do specyficznych uwarunkowań w zakresie poziomu rozwoju, stopnia otwartości gospodarki, dojrzałości instytucjonalnej, historii stabilności makroekonomicznej i makrofinansowej (podatności na kryzysy), systemu kursowego czy struktury przepływów handlu i kapitału. Akcenty nie są przy tym równo rozłożone. Dużo mówi się o potencjalnych skutkach wojen handlowych i wzrostu nastrojów protekcjonistycznych, ale już wyraźnie mniej o ryzyku silnego zamknięcia się krajów na przepływy kapitału i o wtórnych jego skutkach dla handlu międzynarodowego.

W pierwszym kwartale 2020 r. zaczął szybko rozprzestrzeniać się w gospodarce światowej nowy kryzys w postaci pandemii wywołanej wirusem SARS-CoV-2. Mimo że jego skutki gospodarcze dla poszczególnych krajów i dla systemu gospodarki światowej są na razie niezwykle trudne do oszacowania, coraz częściej pojawiają się opinie, że będą one poważniejsze niż w przypadku globalnego kryzysu finansowego. Chociaż w przeciwieństwie do poprzedniego, obecny kryzys dotknął najpierw sektor realny, niekorzystne impulsy będą stopniowo przenikać do sektora finansowego, wywołując kolejne negatywne sprzężenia zwrotne. Ponieważ ze względu na specyfikę obecnego kryzysu poziom niepewności jest szczególnie wysoki, należy oczekiwać również bardzo poważnych skutków dla przepływów kapitału, który będzie poszukiwał „bezpiecznych przystani” i „bezpiecznych aktywów”. Stawia to kraje na średnim poziomie rozwoju w zdecydowanie mniej korzystnym położeniu niż w czasie poprzedniego kryzysu.

Celem rozdziału jest próba pokazania, w jakim kierunku rozwijały się w ostatnich latach badania teoretyczne i empiryczne poszukujące przynajmniej częściowych odpowiedzi na pytanie o optymalny poziom przepływów kapitału i o czynniki powodujące, że rzeczywiste przepływy od niego odbiegają. W podrozdziale 2 wprowadzone zostaną pojęcia i klasyfikacje przydatne w uchwyceniu zmian akcentów w najnowszych badaniach. W podrozdziale 3 zostaną przedstawione kontrowersje dotyczące długo- i średniookresowych przyczyn zmian w wielkości i strukturze przepływów kapitału, a także zmian ich dynamiki. Rozdział zamknie wnioski oraz omówienie wskazywanych w literaturze dalszych kierunków badań.



ROZDZIAŁ III

Współzależności długoterminowych stóp procentowych

1. Uwagi wstępne

Zmiany wysokości długoterminowych stóp procentowych w gospodarkach na różnym poziomie rozwoju stały się w ostatnich latach przedmiotem ożywionej dyskusji. Wynika to po części z faktu, że stopy zwrotu z długoterminowych papierów dłużnych są ważnym wskaźnikiem oczekiwań co do perspektyw wzrostu gospodarczego państw oraz stanowią istotny punkt odniesienia do podejmowanych decyzji inwestycyjnych i konsumpcyjnych. Są one równocześnie jedną z tych zmiennych, które leżą w obszarze zainteresowania dwóch najważniejszych domen polityki makroekonomicznej, polityki pieniężnej i polityki budżetowej, przesądzając często o skuteczności każdej z nich (Sobrun i Turner 2015). Przede wszystkim jednak uwagę przyciągały nieobserwowane wcześniej wydarzenia wpływające na międzynarodowe relacje pomiędzy długoterminowymi stopami procentowymi, nagłe przesunięcia w przepływach finansowych na rynkach obligacji i wysoka zmienność tych stóp w wielu państwach na średnim poziomie rozwoju.

Okres rozpoczynający się od kryzysu finansowego i gospodarczego lat 2007–2009 obfitował w zjawiska silnie oddziałujące na globalne stopy procentowe. Banki centralne państw zaawansowanych gospodarczo skierowały się w tym czasie w stronę niekonwencjonalnej polityki pieniężnej, zastępując standardową ekspansję monetarną alternatywnymi lub uzupełniającymi narzędziami. Ponadgraniczne efekty tej polityki wywołują wciąż liczne kontrowersje, a epizody gwałtownych skutków wycofywania się przez System Rezerwy Federalnej (SRF) z luzowania ilościowego dla państw na średnim poziomie rozwoju skłaniają nawet do namysłu nad funkcjonowaniem globalnego systemu monetarnego (zob. Janus 2017). Co więcej, naturalne stopy procentowe (stopy procentowe równowagi) w Stanach Zjednoczonych, Europie czy Japonii cechowały się widocznie malejącym trendem. Choć w przypadku największych gospodarek wschodzących, Brazylii, Rosji, Indii i Chin, trudno mówić o jednoznacznych dowodach świadczących o „zarażaniu” tym trendem i ryzykiem wystąpienia sekularnej stagnacji w tych krajach (Dąbrowski 2019), to rosnące znaczenie państw na średnim poziomie rozwoju w gospodarce światowej nie pozwala na pominięcie ich potencjalnego wpływu na światowe rynki papierów dłużnych. Wydaje się to dodatkowo uzasadniać

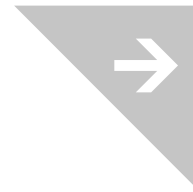
prorowadzenie badań empirycznych nad charakterem powiązań między wysokością stóp procentowych w różnych gospodarkach.

Celem rozdziału jest ocena współzależności długoterminowych stóp procentowych pomiędzy krajami na wysokim i średnim poziomie rozwoju w latach 2006–2019. Badaniem objęto największe gospodarki w obu grupach państw. W pracy wykorzystano metodę oceny międzynarodowych powiązań pomiędzy rynkami zaproponowaną przez Diebolda i Yilmaza (2009, 2012). Umożliwia ona nie tylko identyfikację wielostronnych zależności między długoterminowymi stopami procentowymi, ale także przybliżenie zmian siły tych zależności w czasie i próbę określenia ich przyczyn. Stanowiąca podstawę rozdziału analiza empiryczna jest najbardziej zbliżona do prac, które przedstawili Belke, Dubova i Volz (2018) oraz Albagli i in. (2019). Odróżnia się ona jednak od tych opracowań szczegółami przyjętej metody badawczej oraz zakresem czasowym i geograficznym. Nowym elementem jest także konstrukcja średnich ważonych stóp procentowych i przeprowadzenie oceny międzynarodowych połączeń dla całych grup państw na wysokim i średnim poziomie rozwoju.

Rozdział składa się z pięciu podrozdziałów. W drugim z nich omówiono przyczyny zmian w relacjach między długookresowymi stopami procentowymi w gospodarkach na różnym poziomie rozwoju oraz podsumowano wyniki najnowszych badań w tym obszarze. Następnie przedstawiono wykorzystane w rozdziale dane oraz metodę badawczą. Czwarty, najobszerniejszy podrozdział, zawiera omówienie uzyskanych wyników, w podziale na szacunki międzynarodowych współzależności długoterminowych stóp procentowych dla całej próby oraz zmiany tych efektów w czasie. Uzupełniono je o sprawdzenie odporności wyników na modyfikację założeń zastosowanego modelu empirycznego. Rozdział zamykają uwagi końcowe, w których wskazano wnioski płynące z rozdziału, ograniczenia przyjętego podejścia badawczego i możliwe kierunki dalszych prac.

2. Procesy wpływające na zmiany międzynarodowych zależności długoterminowych stóp procentowych

Wraz z przyspieszeniem wzrostu gospodarczego państw na średnim poziomie rozwoju w latach 90. XX wieku oraz stopniową integracją tych krajów z gospodarką światową ich potrzeby pożyczkowe ulegały stałemu zwiększeniu. Z tego powodu wiele z nich świadomie popierało wtedy umiędzynarodowienie swoich rynków papierów dłużnych, w tym obligacji długoterminowych, upatrując w nich istotnego źródła pozyskiwania zagranicznych środków, a także uznając ich rolę dla rozwoju krajowych systemów finansowych (Csonto i Ivaschenko 2013). Specyficzne cechy gospodarek wschodzących, zwłaszcza podatność na kryzysy finansowe, a także koncentracja portfeli międzynarodowych inwestorów na papierach dłużnych denominowanych w walutach krajów zaawansowanych gospodarczo oraz ograniczona skłonność do rozszerzania ich o aktywa państw na średnim poziomie rozwoju, sprawiły jednak, że funkcjonowanie rynków obligacji długoterminowych w obu grupach państw było odmienne. Próba wyjaśnienia tych różnic doprowadziła do sformułowania dwóch ważnych hipotez.



ROZDZIAŁ IV

Globalny cykl finansowy jako ograniczenie niezależności w prowadzeniu polityki pieniężnej

1. Uwagi wstępne

Rosnące współzależności finansowe między gospodarką krajową a światową wywierają obok pozytywnych skutków, takich jak efektywniejsza alokacja zasobów i dywersyfikacja ryzyka, także negatywne skutki, do których zalicza się zwiększoną ekspozycję na kryzysy finansowe oraz ograniczenie niezależności w prowadzeniu polityki pieniężnej¹. Do niedawna w literaturze przedmiotu panował konsensus co do tego, że ten ostatni skutek da się wytłumaczyć hipotezą trylematu makroekonomicznego: im silniej polityka pieniężna jest ukierunkowana na realizację celów krajowych, takich jak stabilność cen, tym bardziej elastyczny musi być kurs walutowy. Innymi słowy, warunkiem koniecznym do zachowania niezależnej polityki pieniężnej w gospodarce otwartej na międzynarodowe przepływy kapitału jest rezygnacja ze stosowania systemu stałego kursu walutowego. W ostatnich latach konsensus został poważnie osłabiony. Wysznięto hipotezę nierozwiązywalnego dylematu, zgodnie z którą współzależności finansowe między krajami są tak silne, że nie pozwalają na prowadzenie niezależnej polityki pieniężnej bez względu na stosowany system kursu walutowego. Polityka pieniężna i sfera finansowa pozostają bowiem pod wpływem światowego cyklu finansowego.

Celem rozdziału jest ustalenie, czy światowy cykl finansowy wywiera silny wpływ na niezależność polityki pieniężnej w krajach na średnim i wysokim poziomie rozwoju, oraz zbadanie, czy ten wpływ jest zróżnicowany w zależności od stosowanego systemu kursu walutowego. Do zbadania wskazanych relacji zastosowano podejście analogiczne do wykorzystanego przez Ceruttiego, Claessensa i Rose'a (2019), którzy badali znaczenie światowego cyklu finansowego w kształtowaniu międzynarodowych przepływów kapitału. Jednocześnie zauważyli, że oddziaływanie tego cyklu może być widoczne w innych zmiennych, takich jak ceny aktywów oraz wolumen kredytu. Właśnie ta ostatnia zmienna została wykorzystana w tym rozdziale w części empirycznej z dwóch względów². Po pierwsze, stanowi element mechanizmu transmisji impulsów pieniężnych do gospodarki, w którym odzwierciedlenie znajdują zmiany dokonujące

¹ Szerzej była o tym mowa w rozdziale 1.

² W rozdziale 3 była mowa o współzależnościach długoterminowych stóp procentowych.

się różnymi kanałami tego mechanizmu (Chmielewski i in. 2017; Beyer i in. 2017). Po drugie, wolumen kredytu jest „naturalnym agregatem” w analizach cykli finansowych, ponieważ stanowi „pojedyncze najważniejsze ogniwo między oszczędnościami a inwestycjami” (Claessens i in. 2011).

Rozdział został podzielony na siedem podrozdziałów. W drugim syntetycznie przedstawiono dwie główne hipotezy dotyczące relacji między niezależną polityką pieniężną a otwarciem na przepływy kapitału. Pojęcie cyklu finansowego oraz sposoby jego pomiaru omówiono w podrozdziale trzecim, natomiast czwarty poświęcono wyjaśnieniu koncepcji światowego cyklu finansowego. W podrozdziale piątym przedstawiono metodologię badania oraz wykorzystane dane. Wyniki analizy empirycznej opisano w podrozdziale szóstym, a w ostatnim zawarto uwagi końcowe.

2. Relacje między niezależnością w prowadzeniu polityki pieniężnej a otwarciem na przepływy kapitału

Przez niezależną (autonomiczną) politykę pieniężną rozumie się taką politykę, która jest ukierunkowana na cele krajowe, np. stabilność cen, pełne zatrudnienie. Ujmując nieco inaczej, polityka pieniężna jest niezależna, gdy władze monetarne posiadają zdolność do takiego określenia wartości instrumentów polityki, aby osiągnąć założone cele (Disyatat i Rungcharoenkitkul 2016). Zgodnie z hipotezą trylematu makroekonomicznego niezależna polityka pieniężna nie może być prowadzona w warunkach stałego kursu walutowego i otwarcia na przepływy kapitału. Relacje między tymi trzema celami są wyjaśniane na gruncie modelu Mundella-Fleminga. Otwarcie na przepływy kapitału i związana z tym ekspozycja na arbitraż na międzynarodowych rynkach finansowych w połączeniu z utrzymywaniem stałego kursu walutowego sprawiają, że niezależna polityka pieniężna przestaje być możliwa.

Dowody empiryczne potwierdzające trylemat makroekonomiczny przedstawili m.in. Obstfeld, Shambaugh i Taylor (2005). Ustalili, że w okresie stosowania systemu waluty złotej banki centralne miały ograniczone możliwości prowadzenia niezależnej polityki pieniężnej, natomiast w okresie funkcjonowania systemu z Bretton Woods krajowe stopy procentowe zmieniały się niezależnie od zagranicznych, co wyjaśniono występowaniem barier ograniczających przepływy kapitału. Wyniki dla okresu po rozpadzie systemu z Bretton Woods były podobne do tych dla okresu obowiązywania systemu waluty złotej, ale zaobserwowano, że stopy procentowe w krajach niestosujących przez długi czas stałego kursu walutowego znacznie słabiej reagowały na zagraniczne stopy procentowe.

Dowody empiryczne przemawiające za hipotezą trylematu przedstawiono także w innych opracowaniach. Aizenman, Chinn i Ito (2013) wykazali, że między celami wchodzącymi do trylematu zachodzą wymienności, które można opisać za pomocą „liniowości trylematu”. Z kolei Steiner (2017) wykazał, że większe rezerwy dewizowe pozwalają rozluźnić ograniczenia, które nakłada trylemat (zob. też Obstfeld i in. 2010). Klein i Shambaugh (2015) argumentowali, że ograniczenia wynikające z trylematu są wiążące i że pośrednie rozwiązania w formie celowanych, czasowych