

---

# Problemy ze wzrostem gospodarczym krajów BRIC

## 1. Uwagi wstępne

Wśród mających coraz większe znaczenie dla gospodarki światowej tzw. rynków wschodzących szczególnie ważną rolę odgrywają gospodarki krajów określanych mianem BRIC (Brazylia, Rosja, Indie i Chiny)<sup>1</sup>. Z kolei wśród tej ostatniej czwórki najważniejsza jest gospodarka chińska, która według niektórych wyliczeń, przy zastosowaniu parytetu siły nabywczej, jest już największą gospodarką świata.

Analizy tendencji w krajach BRIC mają więc bardzo wielkie znaczenie dla wyciągania wniosków dotyczących przyszłości całego świata, w tym dla kształtu nowej światowej architektury finansowej i zmian geopolitycznych. Analizy takie mogą być też bardzo przydatne dla innych krajów o średnim lub niskim poziomie dochodu (np. dla krajów afrykańskich), gdyż mogą stanowić punkt odniesienia do tworzenia strategii rozwojowych i projektowania instytucji oraz polityki gospodarczej, które uczynią gospodarki tych krajów odporniejszymi na zjawiska kryzysowe. W dwóch pierwszych podrozdziałach wyjaśniono, co to są kraje BRIC, i zaprezentowano ogólną charakterystykę ich gospodarek. W kolejnych trzech podrozdziałach przedstawiono najważniejsze zmiany w gospodarkach BRIC w ostatnich latach oraz stojące przed nimi wyzwania. Opracowanie kończy się krótkim podsumowaniem.

---

<sup>1</sup> Według Banku Światowego 1 p. proc. spadku wzrostu w krajach BRIC jest związany ze zmniejszeniem wzrostu w gospodarce światowej w ciągu następnych dwóch lat o 0,4 p. proc. (*Global Economic Prospects Report*, 2016, s. 5).

# Znaczenie niekonwencjonalnej polityki pieniężnej głównych banków centralnych dla krajów grupy BRICS – analiza efektów przenoszenia zmienności

*(...) silniejszy wzrost każdej z gospodarek przynosi korzystne efekty zewnętrzne dla ich partnerów handlowych, a te działania [luzowanie ilościowe – J.J.] nie prowadzą do „zubażania sąsiada”, a raczej do jego „wzbogacania” i gry o sumie dodatniej.*

Ben Bernanke, były prezes Systemu Rezerwy Federalnej USA

*Lekceważenie międzynarodowego rozprzestrzeniania efektów niekonwencjonalnej polityki pieniężnej może wprowadzić gospodarkę światową na niebezpieczną ścieżkę monetarnych strategii wet za wet.*

Raghuram Rajan, były prezes Banku Rezerw Indii

## 1. Uwagi wstępne

Niekonwencjonalna polityka pieniężna państw wysoko rozwiniętych stanowiła odpowiedź na deficyt narzędzi służących ekspansji monetarnej w warunkach dolnego ograniczenia stóp procentowych, które większość głównych banków centralnych osiągnęła w latach 2008–2009. Obserwowane i potencjalne skutki tych działań, zwłaszcza bezpośredniego zakupu aktywów w ramach programów luzowania ilościowego, budziły kontrowersje od momentu ich rozpoczęcia (np. Woodford, 2012). Wraz z przedłużającym się stosowaniem polityki niekonwencjonalnej stało się jasne, że towarzyszą jej istotne międzynarodowe efekty rozprzestrzeniania się bodźców monetarnych, ujawniające się w państwach, które tej polityki nie stosowały, również w gospodarkach wschodzących. Charakter tych efektów budzi spory zarówno wśród polityków gospodarczych, próbujących oceniać, w jaki sposób wpływają one na realizację celów polityki makroekonomicznej, jak i ekonomistów zmierzających do jednoznacznego ustalenia ich zakresu i natężenia.

Głównym celem rozdziału jest ocena transgranicznych skutków niekonwencjonalnej polityki pieniężnej Systemu Rezerwy Federalnej (SRF) oraz Europejskiego Banku Centralnego (EBC) dla gospodarek krajów grupy BRICS: Brazylii, Rosji, Indii, Chin oraz Republiki Południowej Afryki (RPA). Uwagę skupiono na tzw. efektach przenoszenia zmienności (*volatility spillovers*) impulsów monetarnych dla stóp procentowych,

kursu walutowego, rezerw dewizowych oraz stóp inflacji w krajach BRICS. Analizą objęto dwa najważniejsze – z globalnego punktu widzenia – banki centralne nie tylko ze względu na wielkość gospodarek Stanów Zjednoczonych i strefy euro, lecz także z powodu wiodącej międzynarodowej roli dolara amerykańskiego i euro. Zestawienie SRF i EBC wydaje się również pożądane ze względu na cechujący je odmienny sposób prowadzenia niekonwencjonalnej polityki pieniężnej i zróżnicowany wpływ na globalny cykl finansowy. Kraje BRICS stanowią zaś grupę największych gospodarek wschodzących i stale rosnącą część gospodarki światowej, decydującą coraz silniej o jej dynamice.

Przyjęta w pracy metoda badawcza, polegająca na modelowaniu zmienności szeregów czasowych, była dotąd rzadko wykorzystywana do szacunków efektów rozprzestrzeniania się bodźców monetarnych. Nie pozwala ona bowiem na ustalenie wpływu decyzji banków centralnych na poziomy zmiennych w innych krajach czy określenie znaku tych efektów. Ma jednak tę zaletę, że pozwala w prosty sposób uchwycić nieliniowe efekty niekonwencjonalnej polityki pieniężnej oraz lepiej przybliżyć skalę zaburzeń i niepewność, które ta polityka wywołuje w gospodarkach wschodzących. Opracowanie różni się od dotychczasowych prób oceny efektów przenoszenia zmienności do krajów na średnim poziomie rozwoju z wykorzystaniem szacunków sztucznego miernika stopnia ekspansywności polityki pieniężnej, które zaproponowały J. Wu i F. Xia (2016). Daje to szansę na ocenę, w jakim stopniu zmienność wybranych wielkości finansowych i gospodarczych w krajach BRICS może zostać wyjaśniona za pomocą działań polityki pieniężnej wykraczających poza zmiany głównych stóp procentowych, a także na ustalenie, czy istnieje strukturalna różnica między efektami przenoszenia zmienności w okresach standardowej i niestandardowej polityki pieniężnej.

Rozdział składa się z pięciu podrozdziałów. W drugim podrozdziale przeprowadzono przegląd literatury. W trzecim zawarto opis wykorzystanej metody badawczej – syntetycznego miernika niekonwencjonalnej polityki pieniężnej oraz jej międzynarodowych efektów przenoszenia zmienności. W czwartym podrozdziale zaprezentowano i omówiono otrzymane wyniki, najpierw w ujęciu przekrojowym, a następnie dla każdego z krajów grupy BRICS. Rozdział zamykają uwagi końcowe, uzupełnione o sugestie dalszych kierunków badań w tym obszarze.

---

# Polityka antykryzysowa w azjatyckich krajach stosujących strategię bezpośredniego celu inflacyjnego

## 1. Uwagi wstępne

Globalnemu kryzysowi finansowemu towarzyszył w piśmiennictwie ekonomicznym znaczny wzrost zainteresowania kwestiami teoretycznymi, dotyczącymi zarówno przyczyn samego kryzysu, jak i koncepcji, na których oparto działania podjęte przez rządy i banki centralne i za pomocą których je uzasadniano. Tak charakter kryzysu (którego epicentrum był sektor finansowy w gospodarkach rozwiniętych i który różnymi kanałami – wbrew sformułowanej początkowo tzw. hipotezie *decoupling* – przelał się do gospodarek na średnim poziomie rozwoju), jak również znaczna rola banków centralnych we wprowadzaniu antykryzysowych działań spowodowały, że szczególnie mocną krytykę sformułowano pod adresem strategii polityki pieniężnej.

Krytyka ta dotknęła, co nie może dziwić, szybko zdobywającą przed kryzysem popularność strategię bezpośredniego celu inflacyjnego (BCI<sup>1</sup>). W reprezentatywnej dla sporej części analiz definicji Mishkina (por. Mucha, 2014) BCI jest definiowana przez pięć elementów składowych strategii:

- określony i publicznie ogłoszony średniookresowy cel (ustalony punktowo lub przedziałowo) dotyczący wysokości inflacji;
- stabilność cen (rozumiana w kategoriach niskiej inflacji) traktowana jako najważniejszy cel polityki pieniężnej;
- oparcie procesu decyzyjnego na szerokim zbiorze informacji;
- dbanie o odpowiednio wysoki poziom przejrzystości podejmowanych działań za pomocą polityki komunikacyjnej;
- odpowiedzialność banku za stopień osiągnięcia celu wobec demokratycznie wybranych władz.

---

<sup>1</sup> Jak zauważają Poon i Lee (2013, s. 1), przyjęcie BCI jest uważane za najbardziej znaczącą rewolucję w polityce pieniężnej od czasów upadku systemu z Bretton Woods.

Obecny kryzys pokazał, że przy dosłownym odczytaniu strategii BCI nasuwają się problemy interpretacyjne z dwoma elementami wskazanymi wcześniej jako istotne zarówno w trakcie wybuchu, jak i po rozprzestrzenieniu się ostatniego kryzysu. Po pierwsze, choć sektor finansowy traktowany jest co prawda jako jedno ze źródeł informacji dotyczących kształtowania się cen, w samej definicji poziomu cen (mierzonej CPI lub podobnym wskaźnikiem) zmiany cen aktywów finansowych nie są najczęściej traktowane na równi z inflacją dóbr i usług konsumpcyjnych i, tym samym, nie są przedmiotem bezpośrednich działań antyinflacyjnych banku centralnego. Skupiony na określonym w celu inflacyjnym tempie wzrostu CPI bank centralny może „przeoczyć” spekulację na rynku aktywów finansowych, jeżeli ta bezpośrednio nie wpływa na miernik typu CPI<sup>2</sup>. Po drugie, zasadność stosowania BCI w warunkach sporej otwartości gospodarki jest kwestionowana przez krytyków. Zarzuty formułowane w tym punkcie dotyczą z jednej strony tzw. trylematu polityki pieniężnej (zgodnie z którym bank centralny zobowiązany do utrzymywania niskiej i stabilnej stopy inflacji nie będzie w stanie poradzić sobie z przepływami kapitału i wahaniami kursu walutowego), z drugiej zaś samej konstrukcji teoretycznej stojącej u podstaw BCI, która zdaje się znacząco ograniczać możliwość uwzględniania w polityce pieniężnej celów innych niż wąsko zdefiniowana inflacja. Silne (zdaniem krytyków zbyt silne) skoncentrowanie się na inflacji miałyby z jednej strony stać się czynnikiem zwiększającym wahania w sferze realnej gospodarki, z drugiej – ograniczającym antykryzysowe działania podejmowane przez bank centralny.

Krytyka strategii BCI nie ominęła również jej wykorzystania w krajach na średnim poziomie rozwoju. Choć liczba empirycznych prac poświęconych ocenom skuteczności BCI w tej grupie krajów jest wciąż zadziwiająco niska (por. Taguchi i Kato, 2011; Poon i Lee, 2013), zauważa się wzrost zainteresowania badaczy analizami poświęconymi możliwości prowadzenia w tych gospodarkach polityki pieniężnej opierającej się na BCI. Szczególnie interesujące, również z punktu widzenia Polski, wydają się prace uwzględniające takie czynniki, jak: słabo rozwinięty sektor finansowy, spora (i potencjalnie niebezpieczna) rola przepływów finansowych i wahań kursowych, gorzej niż w krajach rozwiniętych ukształtowane i zakorzenione instytucje, specyficzne dla krajów na średnim poziomie rozwoju wyzwania dla wiarygodności banku centralnego czy wreszcie uzależnienie stabilności finansowej w tej grupie krajów od sytuacji w krajach rozwiniętych (por. Agénor i da Silva, 2013, s. 4 i n.).

Przedstawiona w tym rozdziale analiza jest kontynuacją wcześniejszych badań poświęconych strategii BCI w krajach na średnim poziomie rozwoju (Mucha, 2014;

---

<sup>2</sup> Wielu badaczy, między innymi Benlialper i Cömert (2016) określa pogląd głoszący, że stabilność cen pociąga za sobą stabilność finansową, mianem „boskiej koincydencji”. Ich zdaniem kryzys finansowy ukazał niesłuszność takiego podejścia, zaś jego zakwestionowanie oznacza, jeżeli nie wręcz zakwestionowanie BCI, to przynajmniej wzrost akceptowalności dla zmiany strategii polityki pieniężnej. Kryzys finansowy stał się więc wstrząsem umożliwiającym głównemu nurtowi wydobyć się ze stanu „zaniedbania” rynków finansowych. Pogląd ten jest szczególnie interesujący w kontekście niniejszego rozdziału, jako że – jak zauważa na przykład Debelle (2001) – w krajach Azji Południowo-Wschodniej kilka lat wcześniej wprowadzenie BCI było reakcją właśnie na kryzysy finansowe.

Mucha, 2016), z których wynikało, że zarówno sama strategia, jak i jej wykorzystanie różni się w tej grupie krajów od polityki pieniężnej prowadzonej w krajach rozwiniętych, lokalne banki centralne zaś starają się (przynajmniej na poziomie deklaracji) uwzględnić w prowadzonej polityce pieniężnej cele inne niż poziom cen.

Rozdział poświęcono krajom Azji Południowo-Wschodniej, stosującym strategię BCI (Korei Południowej, Filipinom, Tajlandii oraz Indonezji<sup>3</sup>). Jego celem jest, po pierwsze, przedstawienie doświadczeń związanych z prowadzeniem polityki pieniężnej w tych krajach (w szczególności w Korei Południowej i Indonezji) w czasie ostatniego kryzysu finansowego i jego kolejnych odsłonach, po drugie, próba wyciągnięcia wniosków dotyczących ograniczeń i trudności związanych ze stosowaniem BCI w tym regionie oraz, bardziej ogólnie, w grupie krajów na średnim poziomie rozwoju. W podrozdziale drugim przedstawiono skrótowo ogólne wnioski z badań empirycznych poświęconych BCI w krajach na średnim poziomie rozwoju. W podrozdziale trzecim scharakteryzowano omawiane azjatyckie gospodarki i przyjęte w nich rozwiązania instytucjonalne związane z polityką pieniężną opierającą się na BCI. Punkt czwarty objął (na przykładzie Banku Korei i Banku Indonezji) przegląd podjętych w czasie kryzysu działań oraz wyzwań dla strategii BCI, związanych ze specyfiką regionu Azji Południowo-Wschodniej. Ze względu na doświadczenia tego regionu szczególną uwagę poświęcono kwestiom związanym z otwartością omawianych gospodarek.

---

<sup>3</sup> W zależności od przyjętej klasyfikacji Korea Południowa bywa czasami traktowana jako kraj rozwinięty. Pominęto dyskusję nad właściwą kwalifikacją tego kraju i Koreę Południową w tym rozdziale omówiono wspólnie z pozostałymi krajami na średnim poziomie rozwoju ze względu na: (1) podobne uwarunkowania prowadzenia polityki pieniężnej oraz (2) wspólne doświadczenia związane z kryzysami lat 90. Przy wyborze analizowanych krajów kierowano się tym, że zarówno przyjęta oficjalnie strategia BCI, jak i szereg problemów związanych z jej wykorzystaniem w praktyce są podobne w przypadku NBP.