Globalizacja i inflacja: granice kontroli banków centralnych

AUTOR

Fundacja Dobre Państwo

STRESZCZENIE / ABSTRACT

Artykuł podejmuje polemikę z popularną tezą, jakoby procesy globalizacyjne trwale ograniczały skuteczność krajowej polityki pieniężnej. Autor, opierając się na dorobku Michaela Woodforda oraz zaawansowanym modelowaniu ekonometrycznym (FAVAR, DSGE), wykazuje, że banki centralne wciąż dysponują narzędziami pozwalającymi na realizację celu inflacyjnego. Tekst szczegółowo analizuje mechanizmy transmisji szoków zewnętrznych, rolę oczekiwań inflacyjnych oraz specyficzne wyzwania stojące przed gospodarkami wschodzącymi, takimi jak Indie. W opracowaniu zestawiono różne modele kapitalizmu – od technologicznego po dyryżystowski – wskazując na kluczowe znaczenie wiarygodności instytucjonalnej w utrzymaniu stabilności cen. To kompleksowe spojrzenie na ewolucję polityki monetarnej w obliczu globalnej płynności i zmieniającej się dynamiki rynków światowych w perspektywie 2025 roku.

This article challenges the popular notion that globalization processes permanently limit the effectiveness of domestic monetary policy. Drawing on the work of Michael Woodford and advanced econometric modeling (FAVAR, DSGE), the author demonstrates that central banks still possess the tools to achieve inflation targeting. The text provides a detailed analysis of the mechanisms of transmission of external shocks, the role of inflation expectations, and the specific challenges facing emerging economies such as India. The study compares various models of capitalism—from technological to dictatorship—emphasizing the crucial importance of institutional credibility in maintaining price stability. This is a comprehensive look at the evolution of monetary policy in the face of global liquidity and the changing dynamics of world markets out to 2025.

Wbrew powszechnej narracji o bezsilności banków centralnych w dobie globalizacji, analiza autorstwa Woodforda, Boivina, Giannoniego i Ercega dowodzi, że polityka monetarna zachowuje kluczową rolę w kształtowaniu krajowej inflacji i PKB. Artykuł

dekonstruuje mit globalnego dyktatu w trzech wymiarach: wpływu globalnej stopy procentowej, płynności i „luzu" produkcyjnego. Empiryczne badania wskazują, że czynniki krajowe wciąż dominują w determinowaniu fluktuacji makroekonomicznych, a reakcja gospodarki na szok monetarny pozostaje stabilna. Praca analizuje także strategie polityki pieniężnej w gospodarkach wschodzących, takich jak Indie, gdzie stabilność finansowa staje się celem równorzędnym wobec stabilności cen. Na przykładzie Izraela i Francji tekst pokazuje, jak różne modele kapitalizmu filtrują wpływ globalizacji na krajową politykę pieniężną. Ostatecznie, artykuł argumentuje za adaptacją reguł polityki monetarnej do globalnych uwarunkowań, zachowując jednocześnie krajową autonomię i odpowiedzialność za stabilność makroekonomiczną.

SŁOWA KLUCZOWE

Globalizacja i inflacja | Banki centralne | Reguła polityki monetarnej | Oczekiwania inflacyjne | Globalna płynność | Krzywa Phillipsa | Modele FAVAR | Modele DSGE | Szoki naftowe | Cel inflacyjny | Gospodarki wschodzące | Niemożliwa triada | Stabilność finansowa | Start-up Nation | Dyryżyzm

Globalizacja: banki centralne zachowują kontrolę cen

W literaturze ekonomicznej, której oś wyznaczają analizy Woodforda, Boivina i Giannoniego oraz Ercega, pojawia się najpierw diagnoza pewnej narracji. Banki centralne, stając w obliczu odchyleń od celu inflacyjnego, zaczęły tłumaczyć je rzekomym przejęciem sterów przez siły zewnętrzne: globalną płynność, globalny luz gospodarczy i globalne stopy realne. Michael Woodford metodycznie rozmontowuje tę retorykę na trzech fundamentalnych poziomach, demaskując jej analityczną słabość.

Po pierwsze, podważa tezę o bezradności w świecie zintegrowanych rynków kapitałowych. Nawet jeśli przyjmiemy, że realna stopa procentowa – determinowana przez globalną równowagę oszczędności i inwestycji – staje się dla małej otwartej gospodarki daną zewnętrzną, bank centralny wciąż dysponuje kluczowym instrumentem. Jest nim reguła polityki monetarnej, która kształtuje oczekiwania inflacyjne. Dopóki popyt zagregowany reaguje na te oczekiwania oraz na nominalną

stopę procentową, zmienia się jedynie punkt odniesienia, czyli położenie naturalnej stopy realnej. Nie znika jednak zdolność polityki do determinowania ścieżki krajowych cen.

Po drugie, rozprawia się z mitem, jakoby globalna płynność unieważniała kontrolę nad krajową stopą procentową. Argument ten upada, gdy tylko uświadomimy sobie, że bank centralny zachowuje monopol na kreację pieniądza rezerwowego lub na kształtowanie oprocentowania rezerw banków komercyjnych. To właśnie ten monopol gwarantuje mu władzę nad krótkoterminową stopą procentową we własnej walucie. Obecność alternatywnych aktywów w walutach obcych może co najwyżej wpłynąć na premię za płynność, lecz nie odbiera bankowi możliwości narzucenia warunków kredytu w jednostce pieniądza, którą suwerennie kontroluje.

Po trzecie wreszcie, Woodford dekomponuje popularną ideę, że inflacja stała się funkcją „globalnego luzu" w mocach produkcyjnych. Pokazuje, że szok zagranicznego popytu, poprawiając relację cen eksportu do importu (terms of trade), może obniżać krajowe koszty krańcowe i tym samym działać dezinflacyjnie. Jest to efekt dokładnie przeciwny do tego, co sugerowałaby naiwna wersja tej koncepcji. Globalizacja nie tyle więc spłaszcza krzywą Phillipsa z definicji, ile raczej czyni jej parametry bardziej złożonymi funkcjami powiązań handlowych i dynamiki kursów walutowych.

Argumentację analityczną wspierają twarde dane. Boivin i Giannoni, przenosząc dyskusję na grunt empiryczny, wykorzystują modele FAVAR, czyli metody statystyczne syntetyzujące informacje z setek szeregów czasowych. Ich wniosek jest zaskakująco powściągliwy: czynniki globalne wyjaśniają istotną część zmienności cen w handlu zagranicznym i długoterminowych stóp procentowych, lecz większość fluktuacji realnego PKB i inflacji w USA pozostaje zdeterminowana przez czynniki krajowe. Co więcej, reakcja gospodarki na szok monetarny Fedu w pierwszych kwartałach po zmianie stóp praktycznie nie uległa zmianie między erą przedglobalizacyjną a współczesną.

Do podobnych konkluzji, tym razem od strony wielkich modeli symulacyjnych, dochodzą Erceg, Gust i López-Salido. Ich modele DSGE, czyli dynamiczne stochastyczne modele równowagi ogólnej, pokazują, że otwartość handlowa zmienia strukturę odpowiedzi gospodarki na szoki – korekta w większym stopniu przebiega przez eksport netto niż przez inwestycje. Nie zmienia to jednak w istotny sposób ogólnej wrażliwości popytu na zmiany stóp procentowych, a tym samym nie odbiera polityce monetarnej jej podstawowych narzędzi do kontroli inflacji i luki popytowej.

Wyłania się stąd pierwsza, fundamentalna

Michael Woodford: prymat polityki krajowej nad globalną

Woodford dekonstruuje tę narrację na trzech precyzyjnie oddzielonych płaszczyznach. Po pierwsze, podważa tezę o bezradności wobec globalnej stopy procentowej. Nawet jeśli realna stopa, kształtowana przez globalną grę oszczędności i inwestycji, staje się dla kraju parametrem zewnętrznym, bank centralny nie traci kluczowego instrumentu: reguły reakcji, która kotwiczy oczekiwania inflacyjne. Skoro popyt zagregowany zależy zarówno od oczekiwanej inflacji, jak i nominalnej stopy procentowej, to zmienia się jedynie punkt odniesienia dla polityki pieniężnej, lecz nie jej fundamentalna zdolność do sterowania ścieżką krajowych cen.

Po drugie, rozprawia się z mitem, jakoby globalna płynność unieważniała kontrolę nad nominalną stopą procentową. Argument ten upada, gdy tylko uświadomimy sobie, że bank centralny zachowuje monopol na kreację bazy monetarnej lub na kształtowanie oprocentowania rezerw. Dopóki tak jest, krótkoterminowa stopa w walucie krajowej pozostaje jego narzędziem. Obecność alternatywnych aktywów w walutach obcych co najwyżej modyfikuje premię za płynność; nie odbiera jednak władzy narzucania warunków kredytu w jednostce pieniądza, nad którą bank sprawuje wyłączną kontrolę.

Wreszcie po trzecie, Woodford rozbija na czynniki pierwsze uproszczoną ideę, że inflacja jest jedynie funkcją „globalnego luzu" produkcyjnego. Pokazuje, że szok zagranicznego popytu, poprawiając terms of trade, czyli relację cen eksportu do importu, może w istocie obniżać krajowe koszty krańcowe. Taki mechanizm działa więc dezinflacyjnie, a nie proinflacyjnie, jak sugerowałaby naiwna wersja tej koncepcji. Oznacza to, że globalizacja nie tyle spłaszcza krzywą Phillipsa z definicji, ile czyni jej parametry złożoną funkcją powiązań handlowych i dynamiki kursów walutowych.

Boivin i Giannoni: stabilność transmisji monetarnej

Boivin i Giannoni, przechodząc z poziomu analitycznej spekulacji na grunt empirii, uruchamiają potężną machinę badawczą. Wykorzystują model FAVAR, czyli metodę pozwalającą syntetyzować setki szeregów czasowych z USA i krajów partnerskich, by odnaleźć w nich globalny puls. Wniosek jest jednak zaskakująco skromny: czynniki światowe wyjaśniają co prawda część wahań cen i długoterminowych stóp procentowych, lecz większość fluktuacji realnego PKB i inflacji w USA pozostaje funkcją sił krajowych. Co więcej, reakcja gospodarki na szok monetarny Fedu w

pierwszych kwartałach po decyzji o stopach procentowych praktycznie nie zmieniła się między erą przedglobalizacyjną a erą globalizacji.

Szoki naftowe: spadek energochłonności chroni gospodarkę

Blanchard i Galí traktują szoki naftowe jako rodzaj eksperymentu naturalnego, pozwalającego zderzyć ze sobą dwa odmienne reżimy instytucjonalne i dwie konfiguracje rynku pracy. Ich fundamentalne odkrycie jest bowiem paradoksalne: identyczny procentowy wzrost cen ropy w latach siedemdziesiątych oraz w pierwszych dekadach XXI wieku wygenerował zupełnie odmienne ścieżki inflacji i produktu krajowego brutto w gospodarkach rozwiniętych.

Tam, gdzie w latach siedemdziesiątych szok naftowy nieuchronnie prowadził do stagflacji, czyli toksycznej mieszanki inflacji i recesji, współcześnie jego efekty są nieporównywalnie łagodniejsze. W rekonstrukcji autorów o tej fundamentalnej zmianie decydują trzy sprzężone ze sobą procesy: spadek udziału ropy w strukturze kosztów produkcji i konsumpcji, wzrost elastyczności płac realnych oraz, co kluczowe, poprawa wiarygodności polityki pieniężnej. W warunkach niemal automatycznej indeksacji płac i potężnej pozycji związków zawodowych, które blokowały dostosowania realnych wynagrodzeń, bank centralny stawał przed twardym dylematem między inflacją a bezrobociem. Dziś, przy znacznie słabszej sztywności płac, ten kompromis jest o wiele łagodniejszy.

Co jednak ważniejsze, w reżimie wiarygodnego celu inflacyjnego zmienia się sama logika formowania oczekiwań. Gdy roszczenia do prawdziwości twierdzeń o przyszłej inflacji są zakotwiczone w przedziale zgodnym z deklaracją banku centralnego, przełożenie pojedynczego szoku cenowego na ogólną dynamikę cen zostaje zdławione już na poziomie prognostycznym, zanim zdąży utrwalić się w kontraktach. Globalizacja w tym kontekście odgrywa rolę dwoistą: z jednej strony ułatwia substytucję droższych surowców i dóbr importowanych, z drugiej zaś wzmacnia dyscyplinę konkurencyjną. W połączeniu z bardziej elastycznymi instytucjami rynku pracy czyni to szoki naftowe zjawiskiem zbliżonym do „wydarzenia pobocznego” dla mechanizmu inflacyjnego, a nie jego głównym motorem.

Indie: niemożliwa triada wymusza kontrolę kapitału

Podczas gdy Stany Zjednoczone i strefa euro debatują nad tym, czy globalizacja w ogóle ograniczyła skuteczność ich banków centralnych, Rakesh Mohan zwraca uwagę na fundamentalną asymetrię. Gospodarki wschodzące są bowiem wplecione w globalny system finansowy w sposób dalece bardziej ryzykowny. Ich waluty nie pełnią funkcji globalnych aktywów rezerwowych, a bilanse przedsiębiorstw i banków obciąża wysoki udział zobowiązań w walutach obcych, co czyni je strukturalnie wrażliwymi na szoki zewnętrzne.

Indie stanowią tu przykład niemal podręcznikowy. Z jednej strony od lat notują jedne z najwyższych stóp wzrostu na świecie, a po instytucjonalnym wzmocnieniu Reserve Bank of India i wprowadzeniu celu inflacyjnego zdołały ustabilizować ceny. Z drugiej jednak strony, otwarty rachunek kapitałowy i rosnące zainteresowanie inwestorów portfelowych generują sytuację, w której klasyczna logika polityki monetarnej staje się częściowo sprzeczna z własnymi założeniami. Podwyżka stóp w reakcji na inflację, zamiast chłodzić gospodarkę, przyciąga dodatkowy kapitał, prowadząc do aprecjacji waluty, zalewu płynności w sektorze bankowym i poważnych trudności w sterylizacji nadwyżek rezerwowych.

W ostatnich latach, w tym w decyzjach z 2025 roku, RBI odpowiada na ten dylemat, łącząc obniżki stóp z zakrojonymi na szeroką skalę operacjami otwartego rynku oraz swapami walutowymi. Utrzymuje przy tym znaczne rezerwy dewizowe, by móc łagodzić epizody gwałtownej deprecjacji rupii. W ten sposób indyjski bank centralny porusza się w ramach słynnej „niemożliwej triady” – dylematu między swobodnym przepływem kapitału, autonomiczną polityką pieniężną a stałym kursem walutowym – nie wybierając żadnego z wierzchołków w stanie czystym. Stosuje pragmatyczną hybrydę: częściowo płynny kurs, częściowo kontrolowane przepływy, częściowo autonomiczną politykę stóp procentowych.

Mohan podkreśla, że dla Indii i innych gospodarek wschodzących stabilność finansowa jest celem współrzędnym wobec stabilności cen. Nie chodzi tu o abstrakcyjne pojęcie ryzyka systemowego, lecz o bardzo konkretną groźbę, że nagła dewaluacja przy wysokim niedopasowaniu walutowym w bilansach firm doprowadzi do załamania inwestycji i fali niewypłacalności. To zabójcza mieszanka akceleratora finansowego i dolaryzacji zobowiązań. Polityka monetarna, jeśli chce zachować skuteczność, musi więc w tych warunkach korzystać z instrumentarium wykraczającego poza czystą regułę Taylora, włączając w to kontrole przepływów kapitałowych, interwencje walutowe i narzędzia makroostrożnościowe.

Indie stają się w ten sposób laboratorium alternatywnej racjonalności monetarnej, w której klasyczna teoria, oparta na założeniu gospodarki „dużej i zamkniętej”, jest konieczna, ale dalece

niewystarczająca. Globalizacja w wersji indyjskiej nie polega na swobodnym przepływie dóbr i kapitału w neutralnej przestrzeni. Jest raczej nieustannym balansowaniem między korzystaniem z zewnętrznego finansowania wzrostu a obroną przed niestabilnością, którą ten sam napływ kapitału nieuchronnie generuje.

Izrael vs. Francja: dwie drogi adaptacji do globalizacji

Aby zrozumieć kulturowy wymiar tej problematyki, warto przyjrzeć się dwóm państwom, które symbolizują skrajne podejścia do relacji między państwem, rynkiem a innowacją: Izraelowi i Francji. Stanowią one niemal laboratoryjne przykłady odmiennych filozofii gospodarczych, osadzonych w głębokich uwarunkowaniach historycznych i społecznych.

Izrael, słusznie określany mianem „Start-up Nation", ukształtował model gospodarczy, w którym zbiegają się pozornie odległe elementy. Wysokie ryzyko, krótkie horyzonty inwestycyjne w sektorze venture capital, militarne technologie podwójnego zastosowania oraz imigracyjna, przedsiębiorcza struktura społeczeństwa tworzą unikatowy ekosystem. W tym systemie akceptacja porażki i gotowość do ponownego podjęcia ryzyka są normą, a nie wyjątkiem. Izraelskie korporacje technologiczne, operujące na rynkach globalnych, często działają według logiki „sprzedaży" innowacji: tworzą rozwiązanie, skalują je do poziomu atrakcyjnego dla globalnych gigantów, po czym dokonują strategicznego wyjścia poprzez przejęcie. W ostatnich latach obserwujemy jednak kolejny etap ewolucji, w którym Izrael staje się „Unicorn Nation", a część firm, zwłaszcza z obszaru sztucznej inteligencji, takich jak AI21, zaczyna odgrywać rolę globalnych dostawców cyfrowej infrastruktury.

Ten model kapitalizmu technologicznego charakteryzuje się wysoką elastycznością cen i płac w segmentach wysokich kwalifikacji, a także błyskawicznym przenoszeniem globalnych szoków przez kanał finansowania venture. Widoczna jest również wyraźna niechęć do sztywnych kursów walutowych. Bank Izraela świadomie utrzymuje reżim płynnego kursu szekla, reagując głównie na inflację i aktywność krajową. Zmienność kursu realnego jest traktowana nie jako anomalia, lecz jako naturalny koszt wbudowany w model otwartej gospodarki o wysokiej ekspozycji na eksport technologii.

Na drugim biegunie znajduje się Francja, reprezentująca historycznie odmienny typ kapitalizmu: dyrygistowski, z silną, interwencyjną rolą państwa, długą tradycją planowania indykatywnego i istotnym udziałem przedsiębiorstw państwowych w sektorach strategicznych. Choć od lat osiemdziesiątych następuje stopniowa liberalizacja, a francuskie przedsiębiorstwa są notowane na globalnych giełdach, to system ładu korporacyjnego pozostaje odmienny od anglosaskiego.

Definiują go silna pozycja administracji państwowej, sieci absolwentów grandes écoles w zarządach, mniejszy nacisk na krótkoterminowy zwrot z kapitału i znacznie większy na ochronę zatrudnienia.

W efekcie francuskie korporacje, działając na innych kontynentach, niosą ze sobą model, w którym relacja między państwem a biznesem jest bardziej symbiotyczna, a oczekiwanie stabilności instytucjonalnej – silniejsze niż w modelu izraelskim. W obszarze polityki monetarnej Francja, jako członek strefy euro, scedowała suwerenność na rzecz Europejskiego Banku Centralnego, wpisując się w reżim celu inflacyjnego. Jednak w debacie wewnętrznej tradycja społecznego protekcjonizmu i niechęci do liberalizacji – od strajków przeciw reformom rynku pracy po sceptycyzm wobec głębszej integracji fiskalnej – sprawia, że globalizacja bywa postrzegana jako zagrożenie dla spójności społecznej w stopniu nieporównywalnie większym niż w dynamicznym, imigracyjnym Izraelu.

Te dwa modele kapitalizmu demaskują iluzję, jakoby globalizacja była procesem jednolitym. W Izraelu funkcjonuje ona jako akcelerator innowacji, gdzie wahania kursu, napływy kapitału i zmienność wycen są akceptowane jako naturalne środowisko wzrostu. We Francji natomiast globalizacja jest filtrowana przez

Inflacja krajowa: stabilniejszy cel niż wskaźnik CPI

Standardowa reguła Taylora, ślepa na wpływ nierównowagi zewnętrznej na naturalną stopę procentową, w takich warunkach staje się receptą na uporczywą inflację. Okazuje się bowiem zbyt ekspansywna. Optymalna strategia, jak dowodzą autorzy, polega na czymś zgoła innym: na celowaniu w inflację cen producenta dóbr krajowych, przy świadomym zignorowaniu wahań cen importu i kursu walutowego. W scenariuszu gwałtownego dostosowania, znanym jako „fast burn", ortodoksyjna obrona celu inflacyjnego CPI prowadziłaby do brutalnego zacieśnienia monetarnego, deflacji cen krajowych i głębokiej depresji sektora dóbr niehandlowych. Natomiast skupienie na inflacji krajowej pozwala „przepuścić" szok deprecjacyjny przez ceny importu, bez konieczności łamania kręgosłupa gospodarce realnej.

Z perspektywy gospodarek wschodzących płynące stąd wnioski są wręcz radykalne. Po pierwsze, zamiast klasycznego „strachu przed płynnym kursem" walutowym, pojawia się postulat odwrotny: należy bać się jego usztywniania – fear to fix, not to float. Po drugie, w realiach, gdzie dominuje zabójcza mieszanka akceleratora finansowego i dolaryzacji zobowiązań, obrona nominalnego celu inflacyjnego CPI przestaje być cnotą odpowiedzialności. Staje się formą gospodarczej

autodestrukcji. Polityka pieniężna, która za wszelką cenę próbuje zdusić inflację importowaną, ryzykuje bowiem unicestwieniem krajowego sektora produkcyjnego.

Dolaryzacja długu destabilizuje rynki wschodzące

W tym miejscu do gry wkracza analiza Corsettiego, Dedoli i Leduca, wprowadzając pęknięcie w dotychczasowej logice. O ile bowiem Batini i Ferrero operują w modelu, w którym przenoszenie wahań kursu na ceny importu jest niemal natychmiastowe i silne, o tyle Corsetti i jego współautorzy zanurzają się w rzeczywistość wyceny w walucie lokalnej (Local Currency Pricing) oraz nominalnych sztywności, czyli opóźnionych reakcji cenowych, modelowanych w duchu Calvo.

Gdy ceny importu stają się lepkie w walucie krajowej – to znaczy, gdy zagraniczni eksporterzy ustalają je w rupiach, szeklach czy złotych, a nie w dolarach – nominalny kurs walutowy traci swą fundamentalną rolę arbitra terms of trade. W takim świecie standardowy wniosek literatury makroekonomii gospodarki otwartej, wedle którego optymalna polityka polega na stabilizowaniu inflacji cen dóbr krajowych przy jednoczesnym pozwoleniu na swobodne fluktuacje cen importu, po prostu traci rację bytu. Jego roszczenie do prawdziwości twierdzenia zostaje unieważnione.

Optymalna polityka musi bowiem uwzględnić nowy problem: dyspersję cen importu, która zakłóca alokację zasobów i generuje dodatkowe nieefektywności. Corsetti dowodzi, że w warunkach LCP optymalna reguła nie sprowadza się ani do ślepej stabilizacji całego wskaźnika CPI, ani do całkowitego ignorowania jego importowanego komponentu. Bank centralny staje przed zadaniem minimalizacji zróżnicowania cen między dostawcami i sektorami, co prowadzi do polityki, w której poszczególne składowe inflacji otrzymują dodatnie, choć odmienne wagi. W rezultacie realny kurs walutowy może stać się paradoksalnie bardziej zmienny, gdyż polityka monetarna nie używa już kursu nominalnego jako głównego narzędzia dostosowawczego.

Z tej perspektywy powszechne w debacie publicznej zalecenie „ograniczania zmienności kursu" jawi się nie tylko jako uproszczenie, lecz bywa wręcz sprzeczne z logiką optymalności. Wysoka zmienność kursu realnego, jeśli towarzyszy jej ograniczona dyspersja cen importu w walucie lokalnej, może być oznaką precyzyjnie skalibrowanej polityki, a nie jej porażki.

Lokalna waluta cenowa: kotwica dla polityki pieniężnej

Na horyzoncie globalizacji majaczy fundamentalne pytanie: czy banki centralne powinny porzucić strategiczną grę w ramach równowagi Nasha, gdzie każdy optymalizuje własny interes, na rzecz

formalnej kooperacji w polityce monetarnej? Korzystając z zaawansowanego modelu NAWM, badacze Coenen, Lombardo, Smets i Straub podjęli próbę skwantyfikowania potencjalnych korzyści dobrobytowych płynących z takiej koordynacji między amerykańskim Fedem a Europejskim Bankiem Centralnym.

Odpowiedź, jaką uzyskali, jest uderzająca – właśnie przez swoją znikomą wartość. Zyski z przejścia do pełnej współpracy, wyrażone jako ekwiwalent stałego wzrostu konsumpcji, sięgają zaledwie ułamków jednej dziesiątej procenta. Dopiero w scenariuszu nierealistycznie wysokiej otwartości handlowej, gdzie import stanowiłby aż trzydzieści procent PKB, korzyści te urosłyby do poziomu, który można by uznać za makroekonomicznie zauważalny. To zimny prysznic dla entuzjastów globalnego zarządzania.

Główne źródło potencjalnych zysków z koordynacji tkwi w specyficznym rodzaju szoków marżowych. Stawiają one banki centralne przed trudnym dylematem między stabilizacją inflacji a stabilizacją produkcji, jednocześnie kusząc perspektywą strategii „zubożania sąsiada" poprzez aprecjację własnej waluty. Okazuje się jednak, że skala tych efektów zewnętrznych jest dalece ograniczona. Co więcej, proste reguły krajowe, skupione na stabilizacji inflacji i luki popytowej, odtwarzają wynik kooperacyjny z dokładnością sięgającą setnych części punktu procentowego.

Gdy połączymy te ustalenia z analizą Uhliga, który dowodzi, że rozbieżności w ścieżkach stóp procentowych USA i strefy euro wynikają głównie z odmiennych sekwencji szoków, a nie z fundamentalnych różnic w filozofii polityki, wyłania się spójny obraz. Formalna koordynacja polityki monetarnej jawi się w nim jako luksus o marginalnych korzyściach, a ciężar odpowiedzialności za stabilność cenową pozostaje niezmiennie lokalny.

Koordynacja banków centralnych: znikome zyski dla państw

Klasyczny punkt wyjścia stanowi reguła Taylora dla gospodarki zamkniętej, czyli swoisty archetyp funkcji reakcji banku centralnego. W najprostszym ujęciu wyznacza ona krótkoterminową stopę nominalną jako wypadkową trzech sił: poziomu naturalnej stopy procentowej, odchylenia inflacji od celu oraz skali luki popytowej. Bardziej realistyczne wersje tego wzorca dodają mechanizm wygładzania stóp w czasie oraz niejawne uwzględnianie warunków finansowych. Ten model, choć zaprojektowany dla systemu traktowanego jako autonomiczny i zamknięty, pozostaje fundamentalnym punktem odniesienia. Pytanie, które musimy postawić, nie brzmi zatem, czy

reguła tego typu jest nadal sensowna, lecz jak powinna zostać przekształcona w świetle nieodwracalnych procesów globalizacji.

Z badań Michaela Woodforda wynika, że rdzeń logiki reakcji nie ulega zasadniczej zmianie. Bank centralny wciąż dzierży ster w postaci krótkoterminowej stopy procentowej we własnej walucie i wciąż kontroluje nominalne kotwice gospodarki, o ile tylko zachowuje wiarygodność celu inflacyjnego i zdolność do kształtowania oczekiwań. Globalizacja handlu i finansów zmienia natomiast parametry środowiska, w którym ten ster jest używany, a zwłaszcza poziom naturalnej stopy procentowej. Ta kluczowa zmienna nie jest już funkcją wyłącznie krajowych preferencji oszczędzania i perspektyw wzrostu, lecz wynika z globalnej równowagi. Stąd płynie pierwszy wniosek rekonstrukcyjny: funkcja reakcji musi być jawnie zakotwiczona wokół globalnie uwarunkowanej stopy naturalnej, a nie wokół wartości traktowanej jako lokalnie stała. Wymaga to od banku centralnego posiadania mechanizmu, który odróżnia trwałe zmiany stopy równowagi pochodzące z zewnątrz od przejściowych, krajowych szoków popytowych.

Druga korekta dotyczy inflacyjnego wymiaru reguły. Prace Batiniego i Ferrero dowodzą, że w otwartej gospodarce wybór definicji inflacji, która stanowi cel polityki, nabiera rozstrzygającego znaczenia. Inflacja CPI, czyli wskaźnik cen konsumpcyjnych, obejmuje dobra importowane i przez to bezpośrednio reaguje na wahania kursu walutowego. Z kolei inflacja cen dóbr krajowych odzwierciedla presję kosztową i popytową generowaną wewnątrz gospodarki. W modelach uwzględniających dolaryzację długu i akcelerator finansowy celowanie w CPI zmusza do bardzo agresywnych zmian stóp w odpowiedzi na szoki kursowe, co wywołuje potężne wahania PKB. Celowanie w inflację krajową pozwala natomiast zaakceptować krótkookresowe zmiany CPI i uniknąć nadmiernego karania gospodarki realnej. Z tego wynika druga modyfikacja: celem w regule powinien być wskaźnik, który jak najczyściej odzwierciedla krajowe koszty krańcowe, a nie pełny CPI obciążony wpływem zewnętrznych uwarunkowań.

Trzecia modyfikacja odnosi się do roli kursu walutowego. Z analiz Batiniego i Ferrero płynie jednoznaczne zalecenie, aby kurs nie był bezpośrednim celem polityki i nie wchodził do funkcji reakcji z istotną wagą. Ma on pełnić rolę amortyzatora, a nie kotwicy. W modelach z dolaryzacją długu dążenie do stabilizacji kursu jest z punktu widzenia dobrobytu społeczeństwa rozwiązaniem gorszym niż akceptacja jego zmienności. Giancarlo Corsetti dodaje tu subtelną korektę: jeżeli ceny importu są sztywne w walucie lokalnej, a przenoszenie zmian kursu na ceny jest niepełne, bank centralny musi uwzględniać dyspersję cenową w sektorze importu. Oznacza to, że funkcja reakcji może zawierać pośrednie informacje o kursie, lecz nie powinna zawierać samego kursu jako celu. Stąd trzecia zasada: kurs walutowy pojawia się w funkcji reakcji co najwyżej pośrednio, nigdy jako samod

Reguła Taylora: włączenie kursu walutowego do modelu

Narodowy Bank Polski jest instytucją centralną małej, otwartej gospodarki, która pozostaje głęboko zintegrowana handlowo z Unią Europejską, lecz zachowuje suwerenność walutową i własny reżim polityki pieniężnej. Formalnie posługuje się strategią bezpośredniego celu inflacyjnego przy płynnym kursie złotego i dużej wrażliwości na wahania cen energii oraz żywności. W tak zarysowanym strategicznym pejzażu wnioski z omawianego korpusu badań układają się w kilka klarownych zaleceń.

Po pierwsze, kwestia definicji samego celu. Choć formalnie NBP przyjmuje za cel inflację CPI, jego praktyka interpretacyjna od zawsze rozróżniała między wskaźnikiem ogólnym a inflacją bazową. Wyniki Batini, Ferrero i Corsettiego sugerują, że dla otwartej gospodarki kluczowa jest kontrola inflacji generowanej wewnętrznie. Dla NBP oznacza to konieczność trwałego zinstytucjonalizowania prymatu inflacji bazowej oraz dynamiki krajowych cen usług nad krótkotrwałymi odchyleniami CPI, które wynikają z szoków surowcowych i kursowych. Innymi słowy, strategiczna definicja sukcesu powinna być zakotwiczona w stabilizacji tej inflacji, która odzwierciedla krajowe koszty i popyt, przy świadomym dopuszczaniu przejściowych wahań wskaźnika głównego, jeśli ich źródła są zewnętrzne. Jest to w istocie kwestia interpretacji celu, konstrukcji projekcji i – co nie mniej ważne – komunikacji.

Po drugie, rola kursu walutowego. Tutaj ustalenia Batini i Ferrero są jednoznaczne. Próby obrony sztywnego kursu lub określonego jego poziomu za pomocą stóp procentowych, zwłaszcza w warunkach silnych szoków zewnętrznych, prowadzą do nieproporcjonalnych strat w sferze realnej gospodarki. Dla NBP jest to potwierdzenie racjonalności strategii płynnego kursu oraz argument za powściągliwością w bezpośrednim reagowaniu na jego wahania, szczególnie gdy są one echem globalnych zjawisk. Kurs walutowy powinien być wskaźnikiem warunków zewnętrznych, ale nigdy celem samym w sobie. Interwencje, jeśli w ogóle są podejmowane, winny mieć charakter wygładzający, a nie kierunkowy.

Po trzecie, identyfikacja stopy naturalnej. W warunkach globalnej integracji finansowej stopa naturalna dla Polski nie jest parametrem autarkicznym, wyznaczanym w izolacji. Kształtują ją stopy procentowe w strefie euro i USA, globalne tendencje w oszczędzaniu, ryzyko polityczne regionu oraz premia za ryzyko związana z aktywami w złotym. Z perspektywy badań Woodforda i Boivina oznacza to, że NBP nie może opierać się na prostych miarach krajowych, oceniając restrykcyjność własnej polityki. Konieczny jest rozbudowany aparat analityczny do szacowania globalnie uwarunkowanej stopy naturalnej, który uwzględnia stopy EBC, spready kredytowe i przepływy

kapitału. Bez tego łatwo o fundamentalny błąd: uznanie stopy za neutralną w sytuacji, gdy globalne warunki finansowe czynią ją de facto procykliczną.

Po czwarte, miejsce bloku finansowego w funkcji reakcji. Polska, choć nie jest gospodarką silnie zdolaryzowaną na wzór krajów latynoamerykańskich, charakteryzuje się wysokim udziałem kredytu bankowego w finansowaniu firm i gospodarstw domowych. Co więcej, przepływy kapitału portfelowego, zwłaszcza w obligacje skarbowe, odczuwalnie kształtują warunki finansowania w całej gospodarce. W świetle analizowanego korpusu badań oznacza to, że strategiczna funkcja reakcji NBP powinna zawierać wskaźniki warunków finansowych, które modulują wrażliwość stóp na inflację i lukę popytową. Przykładowo, w warunkach gwałtownego wzrostu akcji kredytowej reakcja na infl

Strategia NBP: priorytet autonomii w otwartej gospodarce

Badania Michaela Woodforda prowadzą do pozornie uspokajającego wniosku: rdzeń reguły reakcji banku centralnego pozostaje nienaruszony. Instytucja ta wciąż dzierży ten sam ster – krótkoterminową stopę procentową we własnej walucie. Wciąż jest w stanie zakotwiczyć gospodarkę w nominalnych ramach, pod warunkiem jednak, że jej cel inflacyjny pozostaje wiarygodny, a jej komunikacja skutecznie kształtuje oczekiwania uczestników rynku. To fundament, który wydaje się stabilny.

Niemniej globalizacja handlu i finansów fundamentalnie zmienia parametry środowiska, w którym ten ster jest używany. Kluczowa zmienna, naturalna stopa procentowa, czyli teoretyczny poziom równoważący oszczędności z inwestycjami bez presji inflacyjnej, nie jest już pochodną wyłącznie krajowych uwarunkowań. Przestała być funkcją lokalnych skłonności do oszczędzania i perspektyw wzrostu; jej wartość wyznacza dziś globalna równowaga sił. Stąd też płynie pierwszy rekonstrukcyjny wniosek dla polityki monetarnej.

Funkcja reakcji banku musi być odtąd kalibrowana wokół tej globalnie zdeterminowanej stopy naturalnej, a nie jakiejś lokalnej, rzekomo stałej wartości. Wymaga to stworzenia mechanizmów, które pozwolą identyfikować zewnętrzne źródła wahań stopy naturalnej i odróżniać je od szumów generowanych przez czynniki krajowe. Bez tej zdolności analitycznej ryzyko pomylenia trwałej zmiany globalnej równowagi z przejściowym, lokalnym szokiem popytowym staje się nieakceptowalnie wysokie.

Globalizacja obniża naturalną stopę procentową

Aby precyzyjnie uchwycić strukturę sporów o inflację, posłużmy się prostą zagadką opartą na rachunku zdań. Nie jest to jednak formalna zabawa sama w sobie, lecz próba odsłonięcia ukrytych, a często sprzecznych przesłanek w publicznym dyskursie. Chodzi o to, by za pomocą logiki zdemaskować retorykę.

Rozważmy trzy zdania elementarne, które staną się bohaterami naszej łamigłówki. Niech p oznacza tezę, że globalizacja sprawia, iż poziom inflacji w danym kraju zależy głównie od czynników globalnych, a nie od polityki krajowego banku centralnego. Niech q oznacza tezę, że bank centralny wciąż zachowuje instrumenty, które pozwalają mu – przy odpowiedniej regule reakcji i wystarczającej wiarygodności – osiągnąć cel inflacyjny w średnim horyzoncie czasowym. Wreszcie, niech r oznacza tezę, że odpowiedzialność za odchylenia inflacji od celu można w znacznym stopniu przerzucić na szoki globalne, bez konieczności rewizji krajowej polityki pieniężnej.

Zagadką jest znalezienie relacji logicznej między tymi trzema zdaniami, która byłaby spójna z ustaleniami przytoczonych badań. Jeżeli przyjmiemy, że p implikuje negację q (formalnie $p \rightarrow \neg q$), wówczas z przyjęcia p wynika, że bank centralny faktycznie utracił możliwość kontrolowania inflacji. Z kolei, jeśli uznamy, że tezę r można usprawiedliwić jedynie wtedy, gdy obie tezy są prawdziwe, czyli $r \leftrightarrow (p \wedge \neg q)$, otrzymujemy strukturę, w której odpowiedzialność można przerzucić na globalizację tylko wtedy, gdy jednocześnie inflacja jest determinowana globalnie, a krajowy bank centralny nie ma już realnych instrumentów sterowania.

Teraz jednak skonfrontujmy ten model z ustaleniami Woodforda, Boivina i Ercega. Ich badania wskazują, że globalizacja nie unieważnia zdania q: bank centralny zachowuje zdolność do kontrolowania inflacji, choć parametry jego funkcji reakcji mogą ulec zmianie. Jednocześnie nie negują oni całkowicie wpływu globalizacji, można więc przyjąć, że w obecnej rzeczywistości zachodzi koniunkcja $(\neg p \wedge q)$. Oznacza to, że inflacja nadal w znaczącej mierze zależy od polityki krajowej, a bank centralny zachowuje swoje instrumenty. W takim przypadku – przy naszej definicji $r \leftrightarrow (p \wedge \neg q)$ – otrzymujemy automatycznie $\neg r$.

Rozwiązanie zagadki jest więc jednoznaczne. Jeżeli przyjmujemy wyniki literatury ekonomicznej, w której globalizacja nie odbiera bankom centralnym ich zdolności oddziaływania na inflację, to logiczną konsekwencją jest odrzucenie zdania r. Odrzucamy tym samym tezę o możliwości usprawiedliwienia nieskuteczności polityki pieniężnej wyłącznym odwołaniem do „sił globalnych”.

Tym samym dyskurs publiczny, który łączy jednocześnie twierdzenie, że bank centralny zachowuje niezależność i instrumenty, z twierdzeniem, że inflacja „przyszła z zewnątrz” i nie mogła być

skorygowana, popada w fundamentalną sprzeczność. W terminologii teorii działania komunikacyjnego mamy tu do czynienia z sytuacją, w której roszczenie do prawdziwości propozycjonalnej nie wytrzymuje konfrontacji z innymi, jednocześnie artykułowanymi roszczeniami do słuszności normatywnej i skuteczności instrumentalnej. To logiczny węzeł, którego nie da się rozwiązać bez odrzucenia jednej z przesłanek.

Czynniki globalne: mit utraty kontroli nad inflacją

Mohan podkreśla, że dla Indii i innych gospodarek wschodzących stabilność finansowa jest celem równorzędnym względem stabilności cen, a nie jej pochodną. Nie jest to bynajmniej abstrakcyjna debata o ryzyku systemowym, lecz wskazanie na bardzo konkretną groźbę: nagła dewaluacja przy wysokim niedopasowaniu walutowym w bilansach firm i banków tworzy zabójczą mieszankę, która prowadzi do gwałtownego załamania inwestycji i fali niewypłacalności. Polityka monetarna, jeśli chce zachować skuteczność, musi w tych warunkach porzucić dogmat czystej reguły Taylora. Jej instrumentarium musi zostać poszerzone o kontrole przepływów kapitałowych, wymogi rezerwowe, interwencje walutowe i narzędzia makroostrożnościowe.

> Czy w labiryncie globalnych zależności, banki centralne staną się marionetkami w teatrze iluzji? A może, odrzucając dogmaty, wypracują nową racjonalność monetarną, gdzie lokalna odpowiedzialność spotyka się z globalną świadomością? Odpowiedź na to pytanie zdefiniuje nie tylko przyszłość polityki pieniężnej, ale i kształt globalnego ładu ekonomicznego.

Inspiracje

[1] **"International dimensions of monetary policy"** Jordi Gali, Mark Gertler

2009 | University of Chicago Press

Jordi Galí jest hiszpańskim makroekonomistą i kluczową postacią w neokeynesowskiej makroekonomii. Jest starszym pracownikiem naukowym w CREI, profesorem na Uniwersytecie Pompeu Fabra oraz profesorem naukowym w Szkole Ekonomicznej w Barcelonie. Jego badania koncentrują się na cyklach koniunkturalnych i optymalnej polityce pieniężnej.

Jordi Galí is a Spanish macroeconomist and a key figure in New Keynesian macroeconomics. He is a Senior Researcher at CREI, Professor at Universitat Pompeu Fabra, and Research Professor at the Barcelona School of Economics. His research focuses on business cycles and optimal monetary policy.

Universitat Pompeu Fabra / CREI / Barcelona School of Economics

---

Mark Gertler jest amerykańskim ekonomistą i profesorem ekonomii im. Henry'ego i Lucy Moses na Uniwersytecie Nowojorskim. Specjalizuje się w cyklach koniunkturalnych i polityce pieniężnej. Gertler jest jednym z najczęściej cytowanych ekonomistów i adiunktem w NBER. Został nagrodzony nagrodą BBVA Foundation Frontiers of Knowledge Award.

***Mark Gertler** is an American economist and the Henry and Lucy Moses Professor of Economics at NYU. He specializes in business cycles and monetary policy. Gertler is among the most cited economists and a research associate at NBER. He was awarded the BBVA Foundation Frontiers of Knowledge Award.*

New York University

Literatura uzupełniająca

Książki

Autorzy przywoływani w artykule:

[1] "Monetary Policy, Inflation, and the Business Cycle: An Introduction to the New Keynesian Framework and Its Applications - Second Edition"

Jordi Galí

2015 | Princeton University Press

[2] "Unemployment Fluctuations and Stabilization Policies: A New Keynesian Perspective (Zeuthen Lectures)"

Jordi Galí

2011 | MIT Press

[3] "Monetary Policy, Inflation, and the Business Cycle: An Introduction to the New Keynesian Framework"

Jordi Galí

2008 | Princeton University Press

[4] "Monetary Policy, Inflation, and the Business Cycle : An Introduction to the New Keynesian Framework and Its Applications - Second Edition"

Jordi Galí

2015 | Princeton University Press

Literatura pokrewna (Google Scholar):

[5] "A New Start for the Eurozone: Dealing with Debt"

Giancarlo Corsetti

2015

[6] "Interest and Prices: Foundations of a Theory of Monetary Policy"

Michael Woodford

2003 | Princeton University Press

[7] "Macroeconomics"

Olivier Blanchard

2024 | Pearson

[8] "Lectures on Macroeconomics"

Olivier Blanchard, Stanley Fischer

1989 | MIT Press

[9] **"First Principles: Five Keys to Restoring America's Prosperity"**

John B. Taylor

2012 | W. W. Norton & Company

[10] **"Monetary Policy in a Globalized Economy: A Practitioner's View"**

Rakesh Mohan

2009 | Oxford University Press

[11] **"Growth with Financial Stability: Central Banking in an Emerging Market"**

Rakesh Mohan

2011 | Oxford University Press

[12] **"Global Financial Warriors: The Untold Story of International Finance in the Post-9/11 World"**

John B. Taylor

2008 | W. W. Norton & Company

[13] **"The Economics of Sustainable Food: Smart Policies for Health and the Planet"**

Nicoletta Batini

2021 | Island Press

[14] **"Macroeconomics in Times of Liquidity Crises: Searching for Economic Essentials"**

Guillermo Calvo

2016 | MIT Press

[15] **"Other People's Money: Debt Denomination and Financial Instability in Emerging Market Economies"**

ندارد

2003 | University of Chicago Press

[16] **"The BRICS and the Financing Mechanisms They Created: Progress and Shortcomings"**

Paulo Nogueira Batista Jr.

2021 | Anthem Press

Artykuły naukowe

Autorzy przywoływani:

[1] "The impossibility of the impossible trinity? The case of Indonesia"

M Chatib, Luqman Sumartono

2023 | Oxford Review of Economic Policy

[2] "The Taylor Rule and Optimal Monetary Policy"

Michael Woodford

2001 | American Economic Review

Google Scholar

[3] "Pitfalls of Forward-Looking Monetary Policy"

Michael Woodford

2000 | American Economic Review

[4] "Credit-market sentiment and the business cycle"

D López-Salido, JC Stein, E Zakrajšek

2017 | The Quarterly Journal of Economics

Google Scholar

[5] "Rule-of-thumb consumers and the design of interest rate rules"

J Gali, D López-Salido, J Vallés

2004 | National Bureau of Economic Research

Google Scholar

[6] "Sticky Prices and Monetary Policy: Evidence from Disaggregated US Data"

Jean Boivin, Marc P. Giannoni, Ilian Mihov

2009 | American Economic Review

Google Scholar

[7] "The Forward Guidance Puzzle"

Marco Del Negro, Marc Giannoni, Christina Patterson

2023 | Journal of Political Economy Macroeconomics

Google Scholar

[8] "Output Gap, Monetary Policy Trade-offs, and Financial Frictions"

Francesco Furlanetto, Paolo Gelain, Marzie Taheri Sanjani

2021 | European Economic Review

[9] **"The Transmission of Domestic Shocks in Open Economies"**

Christopher Erceg, Christopher Gust, David López-Salido

2007

Google Scholar

[10] **"SIGMA: A New Open Economy Model for Policy Analysis"**

Christopher J. Erceg, Luca Guerrieri, Christopher Gust

2006 | International Journal of Central Banking

Google Scholar

[11] **"Targeted Taylor rules: monetary policy responses to demand- and supply-driven inflation"**

Cristina Manea

2024 | BIS Bulletin

Google Scholar

[12] **"The Empirical Implications of the Interest-Rate Lower Bound"**

Christopher Gust, Edward Herbst, David López-Salido, Matthew E. Smith

2017 | American Economic Review

Google Scholar

[13] **"The adjustment of global external balances: Does partial exchange-rate pass-through to trade prices matter?"**

Christopher Gust, Sylvain Leduc, Nathan Sheets

2009 | Journal of International Economics

Google Scholar

[14] **"Reserve Demand, Interest Rate Control, and Quantitative Tightening"**

David Lopez-Salido, Annette Vissing-Jorgensen

2025 | SSRN Working Paper

Google Scholar

[15] **"The Diagnostic Financial Accelerator in: IMF Working Papers Volume 2024 Issue 132 (2024)"**

Not specified

2024 | IMF Working Papers

Google Scholar

[16] "Inflation dynamics: A Structural Econometric Analysis"

Jordi Galí, Mark Gertler

1999 | Journal of Monetary Economics

[17] "Growth Record of the Indian Economy, 1950-2008: A Story of Sustained Savings and Investment"

Rakesh Mohan

2008 | Economic and Political Weekly

Google Scholar

[18] "Discretion versus policy rules in practice"

John B. Taylor

1993 | Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy

[19] "Aggregate dynamics and staggered contracts"

John B. Taylor

1980 | Journal of political economy

[20] "Monetary policy rules for an open economy"

Nicoletta Batini, Richard John Harrison, Stephen Millard

2001 | Proceedings, Federal Reserve Bank of San Francisco

Google Scholar

[21] "Forward-Looking Rules for Monetary Policy"

Nicoletta Batini, Andrew G. Haldane

1998 | NBER Working Paper

Google Scholar

[22] "Financial Accelerator at Work: Evidence from Corn Fields"

Nittai K. Bergman, Rajkamal Iyer, Richard T. Thakor

2015 | NBER Working Paper

Google Scholar

[23] "The Mystery of the Printing Press: Monetary Policy and Self-fulfilling Debt Crises"

Giancarlo Corsetti, Luca Dedola

2016 | Journal of the European Economic Association

[24] "Trading blows: the exchange rate response to tariffs and retaliations"

Giancarlo Corsetti, Daniel Ostry, Simon Lloyd

2025 | Bank of England Staff Working Paper

Google Scholar

[25] "The Short Lags of Monetary Policy"

G Buda, V.M. Carvalho, G. Corsetti, J.B. Duarte, S. Hansen, A.S. Moura, A. Ortiz, T. Rodrigo, J.V. Rodríguez Mora, G. Alves da Silva

2025

[26] "Exchange Rate Misalignment and External Imbalances: What is the Optimal Monetary Policy Response?"

Giancarlo Corsetti, Luca Dedola, Sylvain Leduc

2023 | Journal of International Economics

Google Scholar

[27] "Taylor rules and the inflation surge: The case of the Fed"

Balint Tatar, Volker Wieland

2024 | IMFS Working Paper

Google Scholar

[28] "Optimal Monetary Policy in Open Economies"

Giancarlo Corsetti, Luca Dedola, Sylvain Leduc

2010 | Handbook of Monetary Economics

Google Scholar

[29] "Fiscal and monetary policy in open economy"

Andrea Ferrero

2020 | Oxford Research Encyclopedia of Economics and Finance

Google Scholar

[30] "Servicing the public debt: The role of expectations"

Guillermo A. Calvo

1988 | The American Economic Review

[31] "Capital-flow Management Measures: What Are They Good For?"

Kristin Forbes, Marcel Fratzscher, Roland Straub

2015 | Journal of International Economics

Google Scholar

[32] **"The Diagnostic Financial Accelerator in: IMF Working Papers Volume 2024 Issue 132"**

Bayoumi Tamim, Darius Reginald

2024 | IMF Working Papers

Google Scholar

[33] **"Inflation and monetary policy in medium-sized New Keynesian DSGE models"**

Günter Coenen, Falk Mazelis, Roberto Motto, Annukka Ristiniemi, Frank Smets, Anders Warne, Raf Wouters

2025 | Working Paper Series

Google Scholar

[34] **"Effects of Fiscal Stimulus in Structural Models"**

Günter Coenen, Christopher J. Erceg, Charles Freedman, Davide Furceri, Michael Kumhof, René Lalonde, Douglas Laxton, Jesper Lindé, Annabelle Mourougane, Dirk Muir, Susanna Mursula, Carlos de Resende, John Roberts, Werner Roeger, Stephen Snudden, Mathias Trabandt, Jan in't Veld

2012 | American Economic Journal: Macroeconomics

Google Scholar

[35] **"Local Currency Pricing, Foreign Monetary Shocks and Exchange Rate Policy"**

Ozge Senay, Alan Sutherland

2015 | Open Economies Review

Google Scholar

[36] **"Financial Crises, Macro-Prudential Policy and the Impossible Trinity"**

Giovanni Dell'Ariccia, Luc Laeven, Gustavo Suarez

2016 | IMF Working Papers

Google Scholar

[37] **"Shocks and frictions in US business cycles: a Bayesian DSGE approach"**

Frank Smets, Raf Wouters

2007 | American Economic Review

Google Scholar

[38] **"An estimated dynamic stochastic general equilibrium model of the euro area"**

Frank Smets, Raf Wouters

2003 | Journal of the European Economic Association

Google Scholar

[39] **"What Explains Global Inflation"**

various authors

2023 | International Monetary Fund

Google Scholar

[40] **"Bubble thy neighbour: Portfolio effects and externalities from capital controls"**

K Forbes, M Fratzscher, T Kostka, R Straub

2016 | Journal of International Economics

Google Scholar

[41] **"A Goldilocks Theory of Fiscal Deficits"**

Atif Mian, Ludwig Straub, Amir Sufi

2025

Google Scholar

[42] **"What are the effects of monetary policy on output? Results from an agnostic identification procedure"**

Harald Uhlig

2005 | Journal of Monetary Economics

Google Scholar

[43] **"Cryptocurrencies, Currency Competition, and the Impossible Trinity"**

Pierpaolo Benigno, Linda M. Schilling, Harald Uhlig

2021 | NBER Working Paper

Google Scholar

[44] **"The Financial Accelerator in Europe after the Financial Crisis"**

Klára Baková

2018 | European Journal of Business Science and Technology

Google Scholar

[45] **"Assessing the impossible trinity principle in BRICS grouping"**

Ranjan Kumar Padhan, Sudhansu Kumar Swain

2024

Google Scholar

[46] **"Beyond the Taylor Rule"**

Emi Nakamura, Venance Riblier, Jón Steinsson

2025

Google Scholar

[47] **"Inflation and target redefinition"**

Michael Woodford

2003 | Journal of Economic Theory

Google Scholar

[48] **"Measuring the Effects of Monetary Policy: A Factor-Augmented Vector Autoregressive (FAVAR) Approach"**

Ben S. Bernanke, Jean Boivin, Piotr Eliasz

2005 | The Quarterly Journal of Economics

Google Scholar

[49] **"Dynamic Effects of Credit Shocks in a Data-Rich Environment"**

Jean Boivin, Marc P. Giannoni, Dalibor Stevanović

2020 | Journal of Business & Economic Statistics

Google Scholar

[50] **"Local currency pricing, foreign monetary shocks and exchange rate policy"**

Senay Agca, Alan Sutherland

2015 | Open Economies Review

Google Scholar

[51] **"Global Forces and Monetary Policy Effectiveness"**

Jean Boivin, Marc Giannoni

2008 | NBER Working Paper

Google Scholar

[52] **"Has Monetary Policy Become More Effective?"**

Marco Del Negro, Stefano Eusepi, Marc P. Giannoni, Argia M. Sbordone, Andrea Tambalotti

2006 | NBER

[53] **"Loose Monetary Policy and Financial Instability"**

Maximilian Grimm, Òscar Jordà, Moritz Schularick, Alan M. Taylor

2023 | NBER Working Papers

Google Scholar

[54] "Money, Sticky Wages, and the Great Depression"

Michael D. Bordo, Christopher J. Erceg, Charles L. Evans

2000 | American Economic Review

Google Scholar

[55] "Optimal monetary policy with staggered wage and price contracts"

Christopher J. Erceg, Dale W. Henderson, Andrew T. Levin

2000 | Journal of Monetary Economics

Google Scholar

[56] "Trade integration, competition, and the decline in exchange-rate pass-through"

Christopher Gust, Sylvain Leduc, Robert Vigfusson

2010 | Journal of Monetary Economics

Google Scholar

[57] "The empirical implications of the interest-rate lower bound"

Christopher Gust, Edward Herbst, David López-Salido, Matthew E. Smith

2017 | American Economic Review

Google Scholar

[58] "Optimal Taylor Rules in New Keynesian Models"

Christopher Boehm, Christopher L. House

2019 | European Economic Review

Google Scholar

[59] "Labor Markets and Monetary Policy: A New-Keynesian Model with Unemployment"

Olivier Blanchard, Jordi Galí

2008 | NBER Working Papers

Google Scholar

[60] "What Caused the US Pandemic-Era Inflation?"

Ben Bernanke, Olivier J Blanchard

2023 | NBER Working Papers

[61] "New Perspectives on Monetary Policy, Inflation, and the Business Cycle"

Jordi Galí

2002 | NBER Working Paper

Google Scholar

[62] **"The Growth Record of the Indian Economy, 1950-2008: A Story of Sustained Savings and Investment"**

Rakesh Mohan

2008 | Economic and Political Weekly

[63] **"Managing the Impossible Trinity: Volatile Capital Flows and Indian Monetary Policy"**

Rakesh Mohan

2020 | Economic and Political Weekly

[64] **"Targeted Taylor rules: some evidence and theory"**

B Hofmann, C Manea, B Mojon

2024 | Bank for International Settlements Working Papers

Google Scholar

[65] **"Discretion Versus Policy Rules in Practice"**

John B. Taylor

1993

[66] **"Rules Versus Discretion: Assessing the Debate Over the Conduct of Monetary Policy"**

John B. Taylor

2017

[67] **"The Refugee Surge in Europe: Economic Challenges"**

Shekhar Aiyar, Bergljot B Barkbu, Nicoletta Batini, Helge Berger, Enrica Detragiache, Allan Dizioli, Christian H Ebeke, Huidan Lin, Linda Kaltani, Sebastian Sosa

2016 | IMF Staff Discussion Notes

Google Scholar

[68] **"Fiscal buffers, private debt and recession: the good, the bad and the ugly"**

Nicoletta Batini, Giovanni Melina, Stefania Villa

2019 | Journal of Macroeconomics

Google Scholar

[69] **"Optimal Monetary Policy and the Sources of Local-Currency Price Stability"**

Giancarlo Corsetti, Luca Dedola, Sylvain Leduc

2007 | NBER Chapters, in: International Dimensions of Monetary Policy

Google Scholar

[70] "The Mystery of the Printing Press: Monetary Policy and Self-fulfilling Debt Crisis"

Giancarlo Corsetti, Luca Dedola

2016 | Journal of European Economic Association

[71] "International Risk Sharing and the Transmission of Productivity Shocks"

Giancarlo Corsetti, Luca Dedola, Sylvain Leduc

2008 | The Review of Economic Studies

Google Scholar

[72] "Optimal monetary policy in open economies"

Giancarlo Corsetti, Luca Dedola, Sylvain Leduc

2010 | Handbook of monetary economics

[73] "Inequality and optimal monetary policy in the open economy"

Sushant Acharya, Edouard Challe

2025 | Journal of International Economics

[74] "Uncertainty shocks are aggregate demand shocks"

Sylvain Leduc, Zheng Liu

2016 | Journal of monetary economics

[75] "The “Impossible Trinity” Hypothesis in an Era of Global Imbalances: Measurement and Testing"

Jaewoo Lee, Joshua Aizenman, Menzie D. Chinn, Hiro Ito

2015 | NBER Working Paper

[76] "House Price Dynamics, Optimal LTV Limits and the Liquidity Trap"

Andrea Ferrero, Richard Harrison, Benjamin Nelson

2024 | The Review of Economic Studies

Google Scholar

[77] "Demographics and real interest rates across countries and over time"

Carlos Carvalho, Andrea Ferrero, Felipe Mazin, Fernanda Nechio

2025 | Journal of International Economics

Google Scholar

[78] **"The role of local currency pricing in the international transmission effects of a government spending shock in an economy with vertical production linkage and foreign direct investment"**

Sangyup Choi, Seungjai Oh

2024 | Journal of Macroeconomics

Google Scholar

[79] **"Staggered prices in a utility-maximizing framework"**

Guillermo A. Calvo

1983 | Journal of Monetary Economics

[80] **"Fear of floating"**

Guillermo A. Calvo, Carmen M. Reinhart

2002 | The Quarterly Journal of Economics

[81] **"Non-Cooperative Games"**

John Nash

1951 | Annals of Mathematics

Google Scholar

[82] **"The Bargaining Problem"**

John Nash

1950 | Econometrica

Google Scholar

[83] **"The Impossible Trinity – from the Policy Trilemma to the Policy Quadrilemma"**

Jen Je Su, Lavenia Cocker, Disusu Delana, Parmendra Sharma

2013 | Global Journal of Economics

Google Scholar

[84] **"International transmission and monetary policy cooperation"**

Coenen, G., Lombardo, G., Smets, F., Straub, R.

2007

[85] **"Self-oriented monetary policy, global financial markets and excess volatility of international capital flows"**

Ryan Niladri Banerjee, Michael B Devereux, Giovanni Lombardo

2016 | Journal of International Money and Finance

[86] **"Capital-flow management measures: What are they good for?"**
Kristin Forbes, Marcel Fratzscher, Roland Straub
2015 | Journal of International Economics

Artykuły pokrewne (Google Scholar):

[87] **"Monetary Policy and Rational Asset Price Bubbles"**
Jordi Galí
2014 | American Economic Review

[88] **"Understanding the Gains from Wage Flexibility: The Exchange Rate Connection"**
Jordi Galí, Tommaso Monacelli
2016 | American Economic Review

[89] **"Agency Costs, Net Worth, and Business Fluctuations"**
Ben Bernanke, Mark Gertler
1989 | American Economic Review

[90] **"Should central banks respond to movements in asset prices?"**
Ben S. Bernanke, Mark Gertler
2001 | American Economic Review

[91] **"Technology, Employment, and the Business Cycle: Do Technology Shocks Explain Aggregate Fluctuations?"**
Jordi Galí
1999 | American Economic Review

[92] **"Monetary Policy Rules and Macroeconomic Stability: Evidence and Some Theory"**
Richard Clarida, Jordi Galí, Mark Gertler
2000 | The Quarterly Journal of Economics

[93] **"The Financial Accelerator in a Quantitative Business Cycle Framework"**
Ben Bernanke, Mark Gertler, Simon Gilchrist
1998 | NBER Working Paper
Google Scholar

[94] **"Inside the Black Box: The Credit Channel of Monetary Policy Transmission"**
Ben Bernanke, Mark Gertler
1995

Treść tworzy Fundacja Dobre Państwo.
Redaguje i publikuje APA ONE, autorski system redakcyjny Fundacji oparty na AI.
APA ONE Publishing System
Fundacja Dobre Państwo © 2026
Article ID: dd138e57-f3d1-4b49-8a1d-e8aa3036d8cf