

BANKOWOŚĆ CENTRALNA

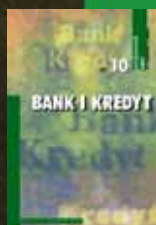
od A do Z

10

październik
2006

Leokadia Oręziak
Bank centralny Japonii

- Geneza i organizacja Banku Japonii
- Funkcja emisyjna
- Kształtowanie i realizacja polityki pieniężnej
- Inne funkcje Banku Japonii
- Instrumenty polityki pieniężnej
- Nadzór nad bankami
- Niezależność Banku Japonii w systemie władzy
- Polityka pieniężna w praktyce






prof. zw. dr hab. Leokadia Oręziak
Szkoła Główna Handlowa,
Katedra Finansów Międzynarodowych

Leokadia Oręziak

Bank centralny Japonii

1. Geneza i organizacja Banku Japonii

Bank Japonii (*Bank of Japan – Nippon Ginko*) powstał w 1882 r. W 1942 r. został poważnie zreorganizowany w celu dostosowania jego działalności do sytuacji wojennej. Zgodnie z uchwaloną wówczas ustawą Bankowi powierzono zadanie regulowania obiegu pieniężnego, ułatwianie dostępu do kredytu oraz dostosowanie systemu kredytowego do potrzeb polityki gospodarczej kraju. Od zakończenia drugiej wojny światowej przepisy ustawy z 1942 r. były wielokrotnie zmieniane. Jedną z tych zmian dotyczyła ustanowienia od czerwca 1949 r. Rady Polityki (*Policy Board*), najważniejszego organu decyzyjnego japońskiego banku centralnego. Gruntowna rewizja przepisów z 1942 r. nastąpiła w 1997 r. i miała na celu nadanie niezależności tej instytucji oraz zwiększenie przejrzystości jej działania. Uchwalono wtedy tzw. Ustawę nr 89, która weszła w życie 1 kwietnia 1998 r. Określone w niej zostały zarówno zadania Banku Japonii, jak i cele kształtowanej przez niego polityki pieniężnej. Z artykułu 1 ustawy wynika, że zadaniem Banku jest emisja banknotów oraz regulacja obiegu pieniężnego, a także zapewnienie sprawnego funkcjonowania rozliczeń między bankami oraz innymi instytucjami finansowymi, niezbędnego do utrzymania dobrze funkcjonującego systemu finansowego kraju. Z kolei w art. 2 stwierdza się, że



regulowanie obiegu pieniężnego, poprzez zapewnienie stabilności cen, powinno przyczyniać się do zdrowego rozwoju gospodarki narodowej.

Kapitał Banku Japonii wynosi 100 mln jenów. Według stanu na koniec marca 2005 r. 55,045 mln jenów było subskrybowane przez japoński rząd, a reszta kapitału przez sektor prywatny (Bank of Japan 2005, s. 108). Subskrybenci nie mają prawa do zarządzania bankiem.

Najważniejszym organem decyzyjnym Banku Japonii jest Rada Polityki (Policy Board), która składa się z 9 osób: prezesa (Governor), dwóch wiceprezesów (Deputy Governors) oraz 6 innych osób. Członkowie Rady są mianowani przez rząd po uzyskaniu zgody parlamentu. Ich kadencja wynosi 5 lat. Mogą zostać pozbawieni swych funkcji tylko w ściśle określonych przez prawo przypadkach. Rada Polityki określa główne kierunki polityki pieniężnej, ustala najważniejsze zasady operacji realizowanych przez Bank, a także nadzoruje działalność osób sprawujących główne funkcje kierownicze w tej instytucji. Prezes Rady reprezentuje Bank na zewnątrz i sprawuje ogólną kontrolę nad jego funkcjonowaniem, uwzględniając decyzje podjęte przez Radę. Wiceprezesi, zgodnie z decyzjami podejmowanymi przez prezesa, także mogą reprezentować Bank, nadzorują bieżącą działalność Banku, a w określonych sytuacjach zastępują prezesa przy spełnianiu niektórych funkcji.

Poza Radą Polityki organami Banku Japonii są Audytorzy Wykonawczy (Executive Auditors), powoływani przez rząd, a także Dyrektorzy Wykonawczy (Executive Directors) oraz Doradcy (Counsellors), powoływani przez Ministerstwo Finansów na wniosek Rady Polityki. Audytorzy mają za zadanie kontrolowanie bieżącej działalności Banku. Jeśli uznają za konieczne, mogą – na podstawie wyników tych kontroli – składać raporty Ministerstwu Finansów, premierowi oraz Radzie Polityki. Zadaniem Dyrektorów Wykonawczych jest bieżące zarządzanie operacjami realizowanymi przez Bank Japonii, natomiast rolą Doradców jest przedkładanie opinii Radzie w sprawach będących przedmiotem jej decyzji.

Według stanu na koniec marca 2005 r. w Banku Japonii zatrudnione były łącznie 5 052 osoby, w tym 2 803 osoby w centrali, 2 174 osoby w oddziałach, 51 w biurach lokalnych oraz 24 osoby w przedstawicielstwach Banku za granicą (w Nowym Jorku, Waszyngtonie, Londynie, Paryżu, Frankfurcie, Hongkongu i Pekinie) (Bank of Japan 2005, s. 109).

2. Funkcja emisyjna Banku Japonii

Bank Japonii realizuje te wszystkie funkcje, które tradycyjnie dotyczą banków centralnych. Najważniejsze departamenty Banku to Departament Emisyjny (Currency Issue Department) oraz Departament Operacyjny (Operations Department). Pierwszy z nich zajmuje się wszelkimi sprawami związanymi z emisją banknotów oraz monet. Podobnie, jak inne banki centralne, Bank Japonii ma monopol na emisję banknotów i monet. W praktyce instytucja ta stosuje różnorodne środki mające przeciwdziałać wprowadzaniu do obiegu fałszywych banknotów i monet. Mimo szybkiego rozwoju płatności bezgotówkowych banknoty znajdują ciągle zastosowanie praktycznie we wszystkich rodzajach transakcji. Działania podejmowane przez japoński bank centralny w odniesieniu do pieniądza gotówkowego nastawione są przede wszystkim na zapewnienie dobrej jakości technicznej zarówno banknotów, jak i monet oraz sprawnego wycofywania ich z obiegu z powodu zużycia.

Na koniec 2004 r. w obiegu gotówkowym znajdowała się masa pieniądza na kwotę 82 448 mld jenów (w tym banknoty 77 956 mld, a monety 4 492 mld). Obieg bezgotówkowy wynosił wtedy: 359 285 mld jenów w odniesieniu do agregatu M1 oraz 692 051 mld jenów w odniesieniu do agregatu M2 wraz certyfikatami depozytowymi (Ministry of Internal Affairs and Communications 2005, s. 50).

W Departamencie Emisyjnym wykonywane są także rozliczenia czeków i weksli oraz czynności związane z przechowywaniem w skarbcach banku powierzonych mu papierów wartościowych i innych aktywów. Departament Operacyjny realizuje takie operacje, jak: dyskonto weksli, udzielanie kredytów, zakup i sprzedaż papierów wartościowych, przyjmowanie depozytów, zakup i sprzedaż sztabek złota i srebra, przeprowadzanie i obsługa emisji rządowych papierów wartościowych, prowadzenie kasowej obsługi budżetu państwa, nadzorowanie stabilności systemu finansowego i podejmowanie związanych z tym działań.

Inne departamenty Banku Japonii zajmują się m.in. działalnością informacyjną na temat polityki Banku oraz prowadzeniem prac badawczych dotyczących m.in. kwestii ogólnoeconomicznych, monetarnych, współpracy międzynarodowej.

3. Kształtowanie i realizacja polityki pieniężnej

Decyzje w sprawach polityki pieniężnej podejmuje Rada Polityki na posiedzeniach dotyczących tej polityki (*Monetary Policy Meetings – MPMs*). Przykładowo w 2004 r. było 15 takich posiedzeń. Terminy posiedzeń Rady podawane są z półrocznym wyprzedzeniem. Np. w marcu 2006 r. został opublikowany kalendarz posiedzeń przewidzianych do początku września 2006 r.¹ W trakcie posiedzeń Rada omawia najpierw sytuację ekonomiczną i finansową kraju, a następnie podejmuje decyzje w różnych kwestiach dotyczących polityki pieniężnej. W szczególności przedmiotem decyzji mogą być wytyczne dotyczące operacji rynku pieniężnego, oficjalnej stopy dyskontowej oraz stopy rezerw obowiązkowych. Rada może też sformułować opinię na temat bieżącej i przyszłej sytuacji gospodarczej. Opinia taka, będąca podstawą kształtowania przez Bank decyzji dotyczących kierunku polityki pieniężnej, publikowana jest w „Miesięcznym raporcie o sytuacji ekonomicznej i finansowej” (*Monthly Report of Recent Economic and Financial Developments*). Rząd może przysłać swoich dwóch przedstawicieli na posiedzenia Rady Polityki, jednak nie mają oni prawa do głosowania przy podejmowaniu decyzji przez Radę. Mogą jednak żądać opóźnienia realizacji tych decyzji.

Decyzje podejmowane przez Radę na posiedzeniach w zasadzie są ogłaszane niezwłocznie po odbyciu posiedzenia. Po sześciu tygodniach od posiedzenia publikowany jest też protokół z tego posiedzenia². Szczegółowe zapisy dyskusji są publikowane po 10 latach od dnia, w którym odbyło się to posiedzenie.

Podstawowym celem polityki pieniężnej Banku Japonii jest stabilność cen, czyli sytuacja, w której nie występuje ani nadmierna inflacja, ani deflacja. Bank deklaruje dotychczas, że zarówno inflacja, jak i deflacja, to zjawiska negatywne. Inflacja jest takim zjawiskiem z tego powodu, że w wyniku spadku siły nabywczej pieniądza ostatecznie można nabyć mniej dóbr i usług za tę samą kwotę pieniędzy. Postępująca erozja wartości pieniądza powoduje spadek zaufania do niego i wzrost oczekiwań inflacyjnych. Jednym z istotnych skutków tej sy-

¹ Por. <http://www.boj.or.jp/en/type/schedule/s060309.htm>


² Zob. np. protokół z posiedzenia 10–11 kwietnia 2006 r., opublikowany 24 maja 2006 r. <http://www.boj.or.jp/en/type/release/teiki/giji/g060411.htm>

tuacji jest dokonywanie większych zakupów dóbr i usług z obawy przed wzrostem ich cen w przyszłości. Wynikająca stąd presja na ceny powoduje nasilenie tendencji inflacyjnych.

Z kolei deflacja, oznaczająca spadek cen, wprawdzie daje możliwość zakupu większej masy dóbr i usług za taką samą kwotę pieniędzy, ale jeśli występuje przez dłuższy czas prowadzi do spadku obrotów, a w rezultacie zysków przedsiębiorstw. Dalszym skutkiem tego stanu rzeczy jest spadek płac zatrudnionych i (lub) wzrost bezrobocia. Jeśli uczestnicy rynku uważają, że deflacja będzie występować także w przyszłości, to odkładają decyzje o zakupach, licząc na dalszy spadek cen. Postępowanie takie skutkuje na ogół nasileniem się procesów deflacyjnych.

Ogólnie zatem biorąc, nadmierne wahania cen w górę lub w dół powodują, że zarówno indywidualni konsumenci, jak przedsiębiorstwa mają trudności z podjęciem właściwych decyzji bieżących i inwestycyjnych. Ostatecznie prowadzi to do nieefektywnej alokacji zasobów w gospodarce. Niestabilne ceny powodują także zakłócenia w dystrybucji dochodów w społeczeństwie. Podmioty utrzymujące depozyty bankowe o stałym oprocentowaniu mogą np. ponosić realne straty dochodu w okresie wysokiej inflacji.

W dniu 9 marca 2006 r. Bank Japonii przedstawił nowe ramy polityki pieniężnej, dokonując w szczególności pewnego doprecyzowania celu tej polityki (Bank of Japan 2006). Celem tym pozostała stabilność cen. Według Banku oznacza ona stan, w którym uczestnicy rynku, w tym gospodarstwa domowe i przedsiębiorstwa, mogą podejmować decyzje dotyczące konsumpcji oraz inwestycji bez konieczności brania pod uwagę ewolucji ogólnego poziomu cen. Uznając, że stabilność cen jest niezbędnym warunkiem wstępnym zapewnienia trwałego wzrostu gospodarczego, Bank bierze na siebie odpowiedzialność za utrzymanie tej stabilności poprzez odpowiednie prowadzenie polityki pieniężnej. Biorąc pod uwagę, że skutki polityki pieniężnej dla gospodarki są widoczne dopiero po upływie określonego czasu, a także to, że w krótkim okresie łagodzenie wahań cen wynikających z różnych wstrząsów może przyczyniać się do pogłębienia wahań koniunktury, Bank stawia sobie za zadanie przewidywanie kształtowania się aktywności gospodarczej oraz cen w dostatecznie długoterminowej perspektywie. Cel w postaci stabilności cen ma być zatem realizowany w średnim i długim okresie.



Głównym wskaźnikiem ewolucji cen jest indeks cen dotyczący towarów i usług będących przedmiotem powszechnej konsumpcji przez gospodarstwa domowe (*Consumer Price Index – CPI*). Zasadniczo stabilność cen odnosi się do stanu, w którym zmiana tego indeksu wynosi zero procent. Gdyby wystąpiło ryzyko powstania błędnego koła: spadające ceny i pogarszająca się koniunktura, to w zależności od poziomu tego ryzyka dopuszczenie do niewielkiej inflacji, zgodnie ze stanowiskiem Rady Polityki Banku Japonii, byłoby spójne z rozumieniem pojęcia stabilności cen w realizacji polityki pieniężnej. Rada przyjęła także, że w polityce tej należy uwzględnić fakt, że zarówno przedsiębiorstwa, jak i gospodarstwa domowe, postrzegają stabilność cen jako sytuację, w której inflacja jest bardzo niska. Wynika to z tego, że w minionych dziesięcioleciach inflacja w Japonii była niższa niż w innych krajach rozwiniętych. Przez długi okres, poczynając od lat 90., inflacja w japońskiej gospodarce była szczególnie niska, a dodatkowo występowała także deflacja. Uczestnicy rynku przyzwyczaili się zatem do funkcjonowania w otoczeniu, w którym ceny nie rosną nadmiernie.

Biorąc pod uwagę te uwarunkowania, Rada uznała, że zmiana indeksu cen konsumpcyjnych (mierzona rok do roku), mieszcząca się w przedziale od zera do 2% w średnim i długim okresie, będzie oznaczać stabilność cen, przy czym akceptowalnym poziomem inflacji, za którym opowiedziało się najwięcej członków Rady, jest 1%. Zważywszy na to, że interpretacja pojęcia średnioterminowej i długoterminowej stabilności cen może się stopniowo zmieniać wraz ze zmianami strukturalnymi w gospodarce, pojęcie to będzie poddawane corocznej interpretacji przez Radę.

Przyjęcie przez Bank Japonii formalnego celu w odniesieniu do inflacji ocenia się jako dobre rozwiązanie, korzystnie wpływające na oczekiwania uczestników rynku co do przyszłej tendencji kształtowania się cen. W okresie deflacji informacja na temat bezpośredniego celu inflacyjnego może być dla konsumentów bodźcem, by nie odkładali zakupów, bo w przyszłości ceny mogą być wyższe. Możliwy w związku z tym wyższy popyt jest czynnikiem pozwalającym przewyciężyć tendencje deflacyjne. Z kolei w okresie, gdy ceny rosną, wyraźny cel inflacyjny oznacza, że bank centralny będzie się starał nie dopuścić do nadmiernej utraty siły nabywczej przez pieniądz.

4. Inne funkcje Banku Japonii

Wśród pozostałych funkcji Banku Japonii należy wymienić przede wszystkim prowadzenie systemu rozliczeń i zapewnienie stabilności systemu finansowego kraju. W ramach systemu finansowego następuje przepływ środków pomiędzy podmiotami dysponującymi ich nadwyżką a podmiotami poszukującymi tych środków na finansowanie swej działalności. Instytucje finansowe pośredniczą w tym przepływie oraz dokonywaniu rozliczeń między uczestnikami rynku.


Bank Japonii działa też jako bank państwa. Realizując tę funkcję, prowadzi kasową obsługę budżetu państwa. Gromadzi zatem dochody wpływające do budżetu i realizuje na zlecenie rządu wydatki budżetowe. Bank prowadzi też ogół operacji związanych z emisją, bieżącą obsługą oraz wykupem skarbowych papierów wartościowych.

Jeśli chodzi o działalność o charakterze międzynarodowym, to Bank Japonii prowadzi wyrażone w jenach rachunki otwarte zagranicznych banków centralnych oraz innych instytucji. Bank współpracuje z międzynarodowymi organizacjami finansowymi, w szczególności z Bankiem Rozrachunków Międzynarodowych w Bazylei oraz Międzynarodowym Funduszem Walutowym.

Obszarem dużej aktywności Banku Japonii są także interwencje na rynku walutowym, podejmowane w celu oddziaływania na kurs jena wobec innych walut. Podejmując operacje interwencyjne, Bank działa na zlecenie Ministerstwa Finansów³.

Działalność analityczna i badawcza Banku Japonii jest integralną częścią jego działań dotyczących kształtowania polityki pieniężnej i nadzorowania systemu finansowego. W tym celu Bank pozyskuje od agencji rządowych oraz innych podmiotów różnorodne dane statystyczne. Spośród wielu działań z tego obszaru należy wskazać przeprowadzane przez Bank Japonii co trzy miesiące ogólnokrajowe badania sytuacji gospodarczej przedsiębiorstw. Badania te powszechnie są znane pod nazwą „Tankan” (skrót od *TANKI KEIZAI KANSOKU CHOUSA – the Short-term Economic Survey of*

³ Szerzej na temat zasad i procedury przeprowadzania przez Bank Japonii interwencji na rynku walutowym zob. <http://www.boj.or.jp/en/type/exp/faqkainy.htm>



Enterprises In Japan). W ramach tych badań przedsiębiorcy są pytani o opinie na temat sytuacji gospodarczej (w szczególności proszeni są o wskazanie, czy sytuacja ta jest „korzystna”, „niezbyt korzystna” lub „niekorzystna”). Przekazują także dane dotyczące sprzedaży oraz zysków. Oceny dokonywane przez przedsiębiorców poddawane są szczegółowej analizie w prasie oraz innych mediach. Są też przedmiotem uwagi uczestników międzynarodowych rynków finansowych.

5. Instrumenty polityki pieniężnej

Bank Japonii oddziałuje na ogólny wolumen pieniądza w obiegu, a w rezultacie na poziom rynkowych stóp procentowych, przede wszystkim poprzez kształtowanie oficjalnej stopy dyskontowej, prowadzone na bieżąco operacje na rynku pieniężnym, stosowanie stopy rezerw obowiązkowych od depozytów.

5.1. Stopa dyskontowa

Oficjalna stopa dyskontowa (*official discount rate*) to stopa procentowa stosowana przez Bank Japonii przy udzielaniu pożyczek bankom mającym w nim otwarte rachunki. Pożyczki te przybierają formę dyskonta weksli („*discount of bills*”) oraz pożyczek wekslowych („*loans on bills*”). W pierwszym przypadku Bank Japonii dokonuje redyskonta spełniających określone wymogi weksli handlowych przedkładanych przez banki. Redyskonto to oznacza, że Bank Japonii skupuje weksle według wartości nominalnej, pomniejszonej o kwotę odsetek przypadającą do dnia wykupu weksla. Jeśli chodzi o drugą formę, to pożyczki udzielane bankom muszą mieć zabezpieczenie albo w postaci weksli, albo innych papierów wartościowych.

Na początku 2006 r. oficjalna stopa dyskontowa wynosiła 0,10%. Na takim poziomie została ustalona we wrześniu 2001 r. i od tego czasu nie była zmieniana. W okresie od września 1995 r. do lutego 2001 r. stopa ta wynosiła 0,50%, a następnie była zredukowana do poziomu 0,10%. W porównaniu z analogiczną stopą stosowaną w innych krajach od 2001 r. (np. 3,25–5,75% w Stanach Zjednoczonych czy 4,0–4,75% w Wielkiej Brytanii) była to stopa wyjątkowo niska.


Zmiany oficjalnej stopy dyskontowej dokonywane przez Bank Japonii są przedmiotem zainteresowania nie tylko instytucji finansowych, ale także przedsiębiorstw i gospodarstw domowych. Wynika to z tego, że wysokość tej stopy jest pewnym wskaźnikiem nastawienia japońskiego banku centralnego w polityce pieniężnej, a w rezultacie jest podstawą kształtowania oczekiwań uczestników rynku co do przyszłej sytuacji gospodarki.

5.2. Operacje na rynku pieniężnym

Bank Japonii prowadzi operacje na rynku pieniężnym (*money market operations*) na dwóch obszarach. Pierwszy to międzybankowy rynek pieniężny, na którym banki dokonują lokat i udzielają sobie wzajemnie pożyczek. Bank centralny może oddziaływać na ten rynek, kierując na niego fundusze lub wycofując je. W transakcjach realizowanych w ramach drugiego obszaru mogą uczestniczyć także przedsiębiorstwa (*commercial companies*), kupując lub sprzedając weksle albo inne papiery dłużne. Poprzez te transakcje, wpływające na stan rezerw banków, Bank Japonii stara się osiągnąć pożądaną przez siebie kierunek zmian w rynkowych stopach procentowych. Chcąc przeciwdziałać spadkowej tendencji koniunktury, poza ewentualną obniżką oficjalnej stopy dyskontowej, Bank skupuje od banków i innych podmiotów papiery wartościowe, co wpływa na podniesienie poziomu rezerw banków i daje im dodatkowe możliwości zwiększania akcji kredytowej. Wynikająca stąd większa podaż środków pieniężnych na rynku zwiększa ich dostępność dla przedsiębiorstw oraz gospodarstw domowych. Chcąc zredukować wolumen pieniądza w obiegu, Bank podejmuje działania odwrotne do wskazanych wyżej.

5.3. Rachunki banków w banku centralnym

Bank Japonii prowadzi rachunki bieżące banków. Środki na tych rachunkach nie są oprocentowane i mogą być zwiększane lub zmniejszane przez banki bez uprzedzenia banku centralnego. Rachunki te służą przede wszystkim do przekazywania funduszy w rozliczeniach dokonywanych między tymi bankami lub między nimi a Bankiem Japonii. Banki mogą wykorzystywać środki zgromadzone na rachunkach do wypłaty gotówki potrzebnej im w bieżącej działalności.



Do transakcji realizowanych za pomocą rachunków utrzymywanych przez banki w Banku Japonii wykorzystywany jest tzw. system BOJ-NET (The Bank of Japan Financial Network System), czyli system dokonywanych na bieżąco rozliczeń (*on-line*) między Bankiem (jego główną siedzibą oraz oddziałami) a bankami. System ten zaczął funkcjonować w 1988 r. i od tego czasu został znacznie rozwinięty. Za pomocą systemu realizowany jest transfer środków między rachunkami instytucji finansowych, przeprowadzane są rozliczenia w jenach transakcji dewizowych oraz dokonywane są zakupy i sprzedaż papierów skarbowych oraz weksli handlowych.

5.4. Stopa rezerw obowiązkowych od depozytów

Stopa rezerw obowiązkowych od depozytów (*reserve ratio on deposits*) jest jednym z narzędzi Banku Japonii służących zapewnieniu stabilności systemu bankowego. Ponieważ rezerwy odprowadzane do banku centralnego nie są oprocentowane, środek ten faktycznie nie jest typowym instrumentem polityki pieniężnej. Ma on raczej charakter obciążenia podatkowego, pomagającego finansować działalność Banku Japonii. Stopa rezerw obowiązkowych ma zastosowanie w odniesieniu do wszystkich działających w Japonii banków, przy czym niektóre banki, mające łączne depozyty nieprzekraczające określonej kwoty, mogą nie być objęte wymaganiami dotyczącymi rezerw. Wysokość stopy zależy od rodzaju i łącznej wysokości depozytów – im wyższe depozyty, tym wyższa stopa. W odniesieniu do depozytów terminowych (w tym także certyfikatów depozytowych) stopa ta wynosi od 0,05% do 1,2% oraz od 0,05% do 1,3% w przypadku pozostałych depozytów. Odrębnie ustalone są stopy rezerw obowiązkowych, mające zastosowanie do depozytów w walutach obcych, znajdujących się w bankach dewizowych (*authorized foreign exchange banks*). Stopa rezerw od depozytów utrzymywanych przez nierezydentów wynosi 0,15%, a w przypadku rezydentów 0,2% w odniesieniu do depozytów terminowych i 0,25% do pozostałych depozytów w walutach obcych. Warto zauważyć, że stopy rezerw obowiązkowych nie były w Japonii zmieniane od niemal 15 lat. Ostatnia zmiana miała miejsce 16 października 1991 r., a poprzednia 1 lipca 1986 r. Stopy rezerw obowiązkowych były zatem dotychczas bardzo stabilnym instrumentem polityki pieniężnej Banku Japonii.

6. Nadzór nad bankami

Funkcjonowanie systemu bankowego w Japonii przez długi czas po wojnie podlegało silnej regulacji ze strony państwa, skutkującej silnym ograniczeniem konkurencji w sektorze bankowym, a także dużą izolacją banków od rynków międzynarodowych. Od 1992 r. regulacje te były stopniowo ograniczane, lecz mimo to banki japońskie w dalszym ciągu działają na rynku, na którym ingerencja państwa jest wyższa niż w wielu innych krajach rozwiniętych.

Najważniejsze rodzaje banków w Japonii to: tzw. banki miejskie (*city banks*), których na koniec 2004 r. było 2 606, banki regionalne (*regional banks*) – było ich 7 477 – oraz tzw. banki regionalne II (*regional banks II*) – 3 534 i banki powiernicze (*trust banks*) – 293. Bardzo liczną grupę stanowią w Japonii specjalne instytucje bankowe nastawione jedynie na obsługę małych przedsiębiorstw (na początku 2005 r. było ich około 10 tysięcy) (Ministry of Internal Affairs and Communications 2005, s. 53).

Banki miejskie koncentrowały się dotychczas na zapewnieniu finansowania dużym firmom, pozyskując środki głównie z dużych depozytów oraz kredytów udzielanych przez Bank Japonii. Banki te charakteryzowały się dotąd także największą aktywnością międzynarodową. Głównym obszarem działania banków regionalnych było dotychczas zapewnianie krótkoterminowego finansowania małym i średnim przedsiębiorstwom.

Bank Japonii sprawuje nadzór nad bankami zarówno poprzez analizę bieżących informacji i sprawozdań na ich temat, jak i badanie sytuacji na miejscu w danej instytucji (*on-site examination*). Celem tych działań jest możliwie wczesne zidentyfikowanie zagrożeń dotyczących danej instytucji, a w rezultacie możliwych potencjalnych problemów mogących wynikać dla całego systemu finansowego kraju.

Szczególna uwaga władz nadzorczych skupia się na jakości kredytów udzielonych przez banki oraz innych aktywów bankowych, stosowanych przez nie sposobów zarządzania ryzykiem wynikającym z sytuacji ekonomicznej kredytobiorców, a także zmienności rynkowych stóp procentowych, kursu walutowego oraz stóp procentowych. Na podstawie wiedzy uzyskanej w wyniku tych

Bank Japonii stara się zapewnić dużą przejrzystość swej polityki i podejmowanych w jej ramach działań. Dwa razy w roku (w czerwcu i grudniu) Bank przedkłada parlamentowi raport w sprawie polityki pieniężnej (*Semmiannual Report on Currency and Monetary Control*). Zarówno prezes Banku, jak i inne osoby z kierownictwa tej instytucji składają wyjaśnienia przed odpowiednimi komisjami parlamentu oraz odpowiadają na pytania w sprawie działalności Banku i jego polityki. Ponadto prezes Rady Polityki uczestniczy w regularnych konferencjach prasowych, by wyjaśniać szczegóły polityki pieniężnej Banku Japonii.

8. Polityka pieniężna w praktyce

Po drugiej wojnie światowej Japonia stopniowo odbudowała swą gospodarkę, a dzięki wysokiemu tempu wzrostu gospodarczego już w 1967 r. stała się drugą gospodarką na świecie pod względem ogólnego poziomu PKB (po Stanach Zjednoczonych). W latach 60. kraj ten rozwijał się szczególnie szybko, osiągając średni roczny wzrost PKB rzędu 10%. Było to możliwe dzięki wysokiej skłonności społeczeństwa japońskiego do oszczędzania, umożliwiającej duże inwestycje w sektorze prywatnym. Istotne było też wykorzystanie zagranicznych technologii, umiejętnie przystosowywanych do potrzeb japońskiej gospodarki. W następstwie kryzysu naftowego w latach 1973–1974 Japonia po raz pierwszy po wojnie odnotowała spadek PKB. Drugi kryzys naftowy, w 1978 r., skłonił władze tego kraju do podjęcia polityki reorientacji struktury gospodarki w takim kierunku, który zapewniłby zmniejszenie zużycia energii, a w rezultacie pozwoliłby na ograniczeniu wpływu cen energii na ogólny wzrost cen.

W ciągu ponad pół wieku Japonia przekształciła się z kraju w zasadzie rolniczego w kraj postindustrialny, w którym dominującym sektorem w gospodarce są usługi. W 1950 r. w rolnictwie pracowało 48,5% ludności zawodowo czynnej, w przemyśle 21,8%, w usługach zaś 29,6%, natomiast w 2004 r. było to odpowiednio 4,5%, 27,5% oraz 66,9%. Usługi są także tym sektorem, który wytwarza w Japonii największą część PKB. W 2003 r. udział ten wynosił 69,6%, udział rolnictwa 1,3%, a przemysłu 29,1% (dla porównania w 1955 r. wskaźniki te wyniosły odpowiednio: 47,0%, 19,2% i 33,7%)⁴.

⁴ Dane te są podane w: Ministry of Internal Affairs and Communications (2005, s. 33–34). W źródle tym brak wyjaśnienia metodologicznego, dlatego suma udziałów tych trzech sektorów nie wynosi 100%. Dane można zatem traktować jedynie jako przybliżone.

W okresie powojennym, aż do czasu załamania się systemu walutowego określonego w 1944 r. w Bretton Woods, głównym celem polityki pieniężnej Banku Japonii było utrzymanie stałego kursu walutowego. W grudniu 1971 r. przeprowadzona została rewaluacja waluty japońskiej z 360 jenów za dolara amerykańskiego do 308 jenów. Zbliżony do tej wielkości poziom kursu był utrzymywany przez 22 lata, mimo przyjęcia przez Japonię w 1973 r. systemu kursu płynnego⁵. Wraz z przejściem w 1973 r. krajów rozwiniętych na kursy płynne dodatkowym celem polityki Banku Japonii stało się zwalczanie inflacji, a głównie utrzymanie stabilności cen, choć w obowiązującym wówczas ustawodawstwie cel ten nie był wyraźnie sformułowany. W ustawie z 1997 r. określono jednoznacznie, że „polityka pieniężna powinna zapewnić utrzymanie stabilności cen, przyczyniając się do zdrowego rozwoju gospodarki kraju” oraz „zapewnienia harmonijnego funkcjonowania systemu finansowego” (Cargill 2005).

Polityka pieniężna Banku Japonii należała do głównych czynników, które zawały na specyficznej ewolucji gospodarki japońskiej w ostatnich kilkunastu latach. Źródeł tej ewolucji można doszukiwać się w stanie międzynarodowego systemu walutowego, który ukształtował się na początku lat 70., oraz w kryzysach naftowych. Wraz z definitywnym odejściem od systemu waluty złotej

tabela 1 ■ **STOPA INFLACJI w Japonii (w %)**

Rok		Rok		Rok	
1971	5,9	1983	1,9	1995	-0,1
1972	5,7	1984	2,2	1996	0,4
1973	15,6	1985	1,9	1997	2,0
1974	20,9	1986	0,0	1998	0,2
1975	10,4	1987	0,5	1999	-0,5
1976	9,5	1988	0,8	2000	-0,5
1977	6,9	1989	2,9	2001	-1,0
1978	3,8	1990	3,3	2002	-0,6
1979	4,8	1991	2,8	2003	-0,2
1980	7,6	1992	1,6	2004	-0,1
1981	4,0	1993	1,2	2005	-0,1
1982	2,6	1994	0,4	2006	0,4 ^a

^a luty 2006 r.

Źródło: Statistics Bureau. Ministry of Internal Affairs and Communications, www.stat.go.jp

⁵ W marcu 2006 r. kurs jena wynosił około 118 jenów za 1 USD oraz 140 jenów za 1 EUR.

i powszechnym przejściem na kursy płynne w wielu krajach powstało wyraźne zagrożenie inflacyjne. Dodatkowo wzmocniły je znaczne podwyżki cen ropy naftowej w latach 70. (zob. tabela 1).

Starając się zwalczyć tendencje inflacyjne, banki centralne tych krajów podjęły w latach 80. politykę wysokich realnych stóp procentowych. Bank Japonii także poszedł tą drogą. Jego stosunkowo restrykcyjna polityka pieniężna, realizowana od 1980 r., pozwoliła na osiągnięcie w połowie lat 80 stosunkowo niskiej inflacji i bardzo dobrej sytuacji w sektorze przedsiębiorstw, charakteryzującej się wysokimi zyskami i rzadkim występowaniem bankructw. Pobudziło to napływ wielkiej masy kapitałów do Japonii z innych krajów i przyczyniło się do silnego wzrostu płynności w gospodarce. Dodatkowym, ważnym czynnikiem, który wpłynął na sytuację gospodarczą Japonii, była polityka kursowa podjęta przez rząd tego kraju w wyniku tzw. Porozumienia z Luvru (*Louvre Accord*), zawartego w 1987 r. między głównymi krajami uprzemysłowionymi w celu powstrzymania spadku kursu dolara amerykańskiego. Dążąc do wywiązania się z przyjętego zobowiązania, rząd japoński – aby zahamować aprecjację jena i doprowadzić do jego pewnej deprecjacji – skłonił Bank Japonii do znacznego obniżenia stopy dyskontowej.

Rozluźnienie polityki pieniężnej przez tę instytucję, oznaczające w praktyce potaniecie kredytów bankowych, spowodowało niewielkie zwiększenie inflacji. Głównym skutkiem tego stał się jednak szybki wzrost cen papierów wartościowych oraz nieruchomości. Potem, na początku lat 90. nastąpiło gwałtowne załamanie tych cen (w okresie od grudnia 1989 r. do sierpnia 1992 r. ceny akcji spadły o ponad 60%).

Rezultatem tych zjawisk było radykalne pogorszenie się sytuacji finansowej banków, które w przeszłości udzieliły wielu kredytów, przyjmując jako zabezpieczenie nieruchomości lub papiery wartościowe. W wyniku narastania złych kredytów w sektorze bankowym w 1997 r. rozpoczęło się zjawisko upadku niektórych dużych banków. By powstrzymać to zjawisko, w latach 1998–1999 rząd aktywnie interweniował w sektorze bankowym, zasilając go funduszami ze środków publicznych. Ogromne wydatki na ratowanie banków stały się jedną z głównych przyczyn znacznego wzrostu relacji długu publicznego do PKB. Jeszcze w 1995 r. wynosiła ona około 90% PKB i nie odbiegała rażąco od relacji występujących w wielu innych krajach uprzemysłowionych (gdzie kształtowała się na poziomie 60–80% PKB). W 1999 r. zadłużenie publiczne w Japonii się-



gnęło ponad 130% PKB, a w następnych latach ulegało dalszemu zwiększeniu (do ponad 160% PKB w 2005 r.).

Mimo tej pomocy ze strony państwa, udzielanej od 1998 r., trudna sytuacja banków w dalszym ciągu ograniczała ich możliwości rozwijania akcji kredytowej. W rezultacie trudności z pozyskaniem finansowania miały nie tylko firmy, w których nadmiernie wzrosły zobowiązania w poprzednich latach, ale także przedsiębiorstwa w relatywnie dobrej sytuacji. Bariery w zdobyciu finansowania w połączeniu z występowaniem recesji w gospodarce przyczyniły się do wielkiej fali bankructw przedsiębiorstw. W 2001 r. zbankrutowało ponad 20 tysięcy firm i był to drugi (po 1984 r.) w powojennej historii Japonii najgorszy wynik pod tym względem.

Od 1999 r., przez siedem kolejnych lat, występował w Japonii spadek cen, kształtujący się w przypadku cen konsumpcyjnych na poziomie od 0,5% w 1999 r. do 0,1% w 2005 r. Poza słabą koniunkturą w gospodarce u źródeł deflacji leżały też czynniki o charakterze strukturalnym. Spośród nich należy wymienić czynnik podażowy, wynikający z szybkiego wzrostu taniego importu tekstyliów oraz dóbr konsumpcyjnych trwałego użytku, głównie z Chin i innych krajów azjatyckich. Chodzi tu także o import z tych krajów produktów wytwarzanych tam przez filie i oddziały firm japońskich. Utrzymywanie się przez długi czas deflacji wynika też z jej, wskazanego już wyżej, charakteru – samonapędzającego się zjawiska, skłaniającego konsumentów do opóźniania zakupów.

Przez kilkanaście ostatnich lat niekorzystna sytuacja gospodarki Japonii, będącej drugą pod względem wielkości, po Stanach Zjednoczonych, gospodarką w świecie, silnie wpływała na sytuację gospodarek krajów będących głównymi partnerami handlowymi tego kraju. Oczywistym skutkiem stagnacji w gospodarce japońskiej było obniżenie przez nią popytu na import, a w efekcie – globalnego popytu w świecie. Dla wielu krajów tradycyjnie nastawionych na zbyt swoich towarów w Japonii było to dotkliwym ciosem. Spadek cen towarów i usług konsumpcyjnych w japońskiej gospodarce stał się poważnym źródłem obaw, że nastąpi globalna deflacja, podobna do tej, jaka miała miejsce w wyniku Wielkiego Kryzysu w Stanach Zjednoczonych.

Oceny polityki pieniężnej, realizowanej przez Bank Japonii w ostatnich dziesięcioleciach nie są pozytywne, a niektóre z nich są bardzo krytyczne. Np. Kenneth Rogoff (ekonomista z Harvard University, były główny ekonomista Mię-

dzynarodowego Funduszu Walutowego) w odniesieniu do polityki stosowanej w latach 90. przez japoński bank centralny stwierdził nawet, że była to „największa katastrofa w nowoczesnej historii finansowej świata”⁶. Japonia jest jedynym uprzemysłowionym krajem, w którym deflacja występowała nieprzerwanie przez wiele lat.

Stosowane przez Bank Japonii w ostatnich dziesięcioleciach stopy procentowe zasługują na szczególną uwagę, gdyż przeszły ewolucję praktycznie niespotykaną w żadnym rozwiniętym kraju. Krótkoterminowa stopa procentowa (*overnight*), kształtująca się zawsze na nieco niższym poziomie niż oficjalna stopa dyskontowa, w ciągu ostatnich 30 lat osiągnęła najwyższy poziom w 1980 r., a jej najniższy poziom występował w ostatnich kilku latach (zob. tabela 2).


Spadek koniunktury postępujący pod koniec lat 90 i związana z nim pogarszająca się sytuacja banków, z których wiele znalazło się w katastrofalnej sytuacji, skłoniły rząd do przyznania Bankowi Japonii większej niezależności. Mając większą swobodę w kształtowaniu polityki pieniężnej instytucja ta od 1999 r. podjęła politykę zerowych stóp procentowych (*Zero Interest Rate Policy – ZIRP*). Zgodnie z początkowym zamierzeniem miała ona trwać nie dłużej niż półtora

tabela 2 ■ **STOPA PROCENTOWA** (*call rate – collateralized overnight*)
stosowana przez Bank Japonii w latach 1976–2005
(średni poziom roczny)

Rok	Stopa procentowa	Rok	Stopa procentowa	Rok	Stopa procentowa
1976	6,977700	1986	4,79300	1996	-0,41
1977	5,67975	1987	3,51343	1997	0,43
1978	4,35700	1988	3,62191	1998	0,36
1979	5,85719	1989	4,87216	1999	0,04
1980	10,92981	1990	7,24179	2000	0,09
1981	7,43413	1991	7,45696	2001	0,052
1982	6,93525	1992	4,58265	2002	0,001
1983	6,39226	1993	2,99064	2003	0,001
1984	6,09998	1994	2,12868	2004	0,001
1985	6,46329	1995	1,16	2005	0,001

Źródło: Zestawienie własne na podstawie danych Banku Japonii na stronie www.baj.or.jp

⁶ Cyt. za: Whitehouse, Karmin (2006).



roku, a faktycznie stosowano ją znacznie dłużej. Polityka ta, jak się powszechnie ocenia, okazała się nieskuteczna w powstrzymaniu deflacji⁷. Tradycyjne środki stymulowania popytu nie były w stanie zapewnić w oczekiwanym czasie wyjścia z sytuacji kryzysowej zaistniałej na skutek powstania bańki spekulacyjnej w gospodarce.

Z tego względu w marcu 2001 r. Bank dodatkowo zaczął stosować tzw. ułatwienia ilościowe („*quantitative easing*”), czyli rozwiązanie mające zapewnić odpowiednio dużą podaż środków finansowych na rynku międzybankowym. Ta duża płynność w obrocie międzybankowym, oznaczająca faktycznie większą podaż funduszy, niż wynosiło zapotrzebowanie na nie, miała na celu utrzymanie stóp procentowych na poziomie bliskim zera, dając jednocześnie bankom możliwość znacznego zwiększenia akcji kredytowej w celu pobudzenia popytu w gospodarce, a w rezultacie zatrzymania spadkowej tendencji cen.

Na uwagę zasługują dwa kierunki działania realizowane w ramach tych ułatwień ilościowych:

- Pierwszy to postępujący od marca 2001 r. wzrost kwoty rezerw trzymanych przez banki na rachunkach w Banku Japonii. Rezerwy te, wynoszące 5 000 mld jenów (36 mld EUR) osiągnęły w marcu 2006 r. poziom 35 000 mld jenów (249 mld EUR), istotnie przekraczający ogólny poziom rezerw obowiązkowych, ustalony na 6 000 mld jenów (43 mld EUR).
- Drugi to zwiększenie zakupów rządowych papierów dłużnych z poziomu 400 mld jenów (2,9 mld EUR) miesięcznie w 2001 r. do 1 200 mld jenów (8,6 mld EUR) miesięcznie na początku 2006 r. (Mesmer 2006).

Stosowanie przez Bank Japonii ułatwień ilościowych, instrumentu nietypowego dla banków centralnych innych krajów rozwiniętych, zyskało sobie miano polityki „superłatwego pieniądza” („*super-easy money*”) lub „ultrałatwego pieniądza” („*ultra-easy money*”). Polityka była dotychczas przyrównywana nawet do powodzi czy zalania („*flood*”) systemu bankowego masą łatwo dostępnych funduszy. Ocenia się, że mimo tej łatwości pozyskiwania środków Bankowi Japonii do końca 2005 r. nie udało się skłonić banków do rozszerzenia akcji kredytowej (Hayashi, Moffett 2006).

⁷ Szerzej na ten temat zob. Ueda (2005).

Dążąc do ograniczenia zjawiska złych kredytów, zakumulowanych przez banki jeszcze w latach 90., w 2002 r. rząd wprowadził program, w ramach którego zobowiązano duże banki, aby do marca 2005 r. zmniejszyły o połowę relacje kredytów nieściągalnych do ogólnej sumy ich aktywów. Program ten okazał się skuteczny, gdyż faktycznie udało się tę relację zmniejszyć z poziomu 8% w marcu 2002 r. do 2,9% w marcu 2005 r. (Ministry of Internal Affairs and Communications 2005, s. 53).


Ocenia się, że polityka ułatwień ilościowych przyczyniła się do wzrostu zysków przedsiębiorstw dzięki niskim kosztom pozyskiwanych środków finansowych w bankach, ze względu na politykę stóp procentowych Banku Japonii. Jednak z powodu niskiej konsumpcji w kraju przedsiębiorstwa decydowały się w zasadzie tylko na inwestycje związane z eksportem. W rezultacie gospodarka japońska stała się jeszcze bardziej zależna od eksportu.

Po posiedzeniu Rady Polityki w dniu 8 marca 2006 r. Bank Japonii ogłosił, że będzie stopniowo odchodził od stosowania ułatwień ilościowych, co ma oznaczać pewne zacieśnienie polityki pieniężnej. Zmiana ta ma polegać w pierwszej kolejności na zniwelowaniu nadmiaru płynności w gospodarce, natomiast stopy procentowe, zgodnie z powszechną opinią, nie powinny wzrosnąć do końca 2006 r. Utrzymując je na poziomie zerowym, Bank Japonii liczy na definitywne wyeliminowanie zjawiska deflacji i z tego powodu nie zdecydował się od razu na zwiększenie stóp procentowych.

Uczestnicy rynku przyjęli zapowiedź odejścia od ułatwień ilościowych jako znak ewolucji polityki Banku Japonii w kierunku polityki uznawanej za normalną w krajach rozwiniętych, czyli takiej, która opiera się przede wszystkim na dostosowywaniu przez bank centralny stóp procentowych, a nie bezpośrednim regulowaniu ilości pieniądza dostępnego dla banków.

Prezes Banku Japonii, Toshihiko Fukui, stwierdził, że zapowiedziane zakończenie stosowania ułatwień ilościowych nie oznacza natychmiastowego zacieśnienia tej polityki. Wskazał, że bank centralny musi postępować ostrożnie i wspierać ożywienie gospodarcze (White, Nakamichi 2006).

Ostrożność tej instytucji można tłumaczyć tym, że właściwie nikt nie wie, jak wyjść z tej nadzwyczajnej sytuacji w historii monetarnej świata. O tym, że sytuacja jest jeszcze daleka od normalnej, może świadczyć fakt, że indeks Nikkei



na tokijskiej giełdzie papierów wartościowych ukształtował się w marcu 2006 r. na poziomie 16 tys. punktów, podczas gdy w 1990 r. jego poziom wynosił 40 tys. punktów (Delhommais 2006).

Zapowiedziana przez Bank Japonii reorientacja w polityce pieniężnej napotkała od razu wyraźny sprzeciw ze strony japońskiego rządu, reprezentującego pogląd, że zacieśnienie polityki pieniężnej nie jest konieczne, gdyż zagrożenie deflacją nie zostało definitywnie wyeliminowane. Rząd wyraził też obawy, że odejście od ułatwień ilościowych, a następnie ich ewentualne przywrócenie przez Bank Japonii, miałyby katastrofalne skutki („The Economist” 2006).


W ostatnich kilku latach Japonia zdołała przezwyciężyć tendencje stagnacyjne w gospodarce, a w 2005 r. wzrost gospodarczy w Japonii wyniósł nawet 2,7%. To przyśpieszenie wzrostu gospodarczego zasadniczo nie jest przypisywane stosowanej przez bank centralny polityce łatwego pieniądza. Główną siłą napędową tego wzrostu był dynamicznie rosnący eksport, co stanowiło istotny sposób ograniczenia problemów związanych z niskim popytem wewnętrznym⁸. Z eksportem rzędu 600 mld dol. (2005 r.) Japonia w dalszym ciągu należy do największych eksporterów na świecie (po Niemczech, Stanach Zjednoczonych i Chinach). Wzrost eksportu pozwala Japonii na utrzymanie ciągle bardzo dobrej sytuacji bilansu obrotów bieżących. Nadwyżka w tym bilansie w 2005 r. wynosiła 3,4% PKB, w 2006 r. i 2007 r. ma wzrosnąć odpowiednio do 3,9% i 4,7% PKB. Wyraźne ożywienie w gospodarce pozwoliło na poprawę sytuacji na rynku pracy. Stopa bezrobocia, która w 2003 r. była najwyższa w okresie powojennym – 5,5%, obniżyła się w 2005 r. do 4,4%, w 2006 r. może wynieść 3,9%, a w 2007 r. 3,5% przy wzroście gospodarczym szacowanym w latach 2006 i 2007 na poziomie 2% (OECD 2005). Bezrobocie w Japonii kształtuje się zatem na jednym z najniższych poziomów w krajach uprzemysłowionych i może na takim poziomie pozostać, jeśli faktycznie uda się utrzymać ożywienie w gospodarce. W listopadzie i grudniu 2005 r., po raz pierwszy od wielu lat wzrosły ceny konsumpcyjne (o 0,1%), a w lutym 2006 r. stopa inflacji w Japonii kształtowała się na poziomie 0,4%, co stworzyło nadzieje na wyjście z długotrwałej deflacji. Do słabości gospodarki japońskiej należy zaliczyć wskazany wyżej wysoki poziom długu publicznego w relacji do PKB.

Wychodzenie z deflacji od końca 2005 r. przyczyniło się do zmiany sytuacji w dziedzinie płac w gospodarce japońskiej. Od wiosny 2006 r. obserwuje się

⁸ Zob. szerzej: Jonem (2005).

wzrost płac występujący pierwszy raz od czterech lat, a będący skutkiem negocjacji między pracodawcami oraz organizacjami pracowniczymi. W okresie stagnacji w gospodarce Japonii organizacje te zasadniczo nie występowały z rewindykacjami płacowymi. Negocjacje z pracodawcami koncentrowały się na ogół na kwestiach dotyczących utrzymania miejsc pracy. Wynegocjowany wzrost płac na 2006 r. wynosi średnio 1,6% i jest zróżnicowany w zależności od sytuacji danej branży (np. w przemyśle samochodowym 2%, w stoczniowym zaś praktycznie brak podwyżek płac). W dalszym ciągu pracodawcy w wielu przedsiębiorstwach, dążąc do zatrzymania najlepiej wykwalifikowanych pracowników, starają się dać im gwarancję zatrudnienia aż do emerytury. W czasie stagnacji w gospodarce japońskiej stosowana przez dziesięciolecia praktyka dotycząca gwarancji bezterminowego zatrudnienia została podważona przez falę masowych zwolnień. W tym okresie poważnie zmniejszyło się także znaczenie związków zawodowych, które do połowy 1980 r. były istotnym stabilizatorem sytuacji społecznej w Japonii, skłaniając pracodawców do ustępstw na rzecz pracowników, a rząd do większej redystrybucji dochodów w społeczeństwie. W rezultacie społeczeństwo Japonii przez długi czas było postrzegane jako jedno z najbardziej egalitarnych wśród krajów rozwiniętych. Obecnie nierówności dochodów ciągle się zwiększają, co niekorzystnie wpływa na postawy pracowników i ostatecznie, jak obawiają się pracodawcy, może rzutować na jakość produkcji. Wśród przyczyn zwiększenia się tych nierówności należy wskazać to, że stagnacja w gospodarce przyczyniła się także do wzrostu znaczenia zatrudnienia na czas określony (dotyczącego obecnie 30% ogółu zatrudnionych), w ramach którego otrzymywane wynagrodzenie stanowi około 60% wynagrodzenia otrzymywanego przez pracowników zatrudnionych bezterminowo (Pons 2006).

Zmiany w polityce pieniężnej podjęte w ostatnim czasie stwarzają możliwości wyjścia z deflacji na rynku nieruchomości. Po pęknięciu w 1991 r. bańki spekulacyjnej na tym rynku ceny nieruchomości wykazywały tendencję spadkową. Przykładowo ceny nieruchomości przeznaczonych na działalność gospodarczą spadły w ciągu 15 lat (od 1991 do 2005 r.) o 70%, osiągając w 2005 r. poziom z 1974 r., a ceny nieruchomości mieszkaniowych obniżyły się o 47%, zbliżając się do cen z 1986 r. W pierwszych miesiącach 2006 r. zaobserwowano w Japonii jednak wyraźną tendencję do wzrostu cen na rynku nieruchomości (np. w regionie Tokio ceny wzrosły od początku roku o 18%), co zaniepokoiło Bank Japonii, obawiający się powstania nowej bańki spekulacyjnej na rynku nieruchomości. Gdyby to zjawisko ponownie wystąpiło, Bank znowu musiałby się zmierzyć



z problemem trudnych kredytów w bankach, co dotkliwie odczuł japoński sektor bankowy w minionych 15 latach. W tej sytuacji zarówno bank centralny, jak i rząd Japonii ponownie wzmogły czujność i nadzór nad bankami, które angażują się w politykę łatwo dostępnych kredytów na finansowanie zakupów nieruchomości (Mesemer 2006).

Zmiany w gospodarce japońskiej, a w rezultacie także w sferze społecznej, do których istotnie przyczyniła się polityka pieniężna banku centralnego tego kraju, zdają się zmierzać w kierunku obserwowanym również w wielu innych krajach rozwiniętych. Do najważniejszych z nich należy zaliczyć postępujący wzrost elastyczności rynku pracy, który stał się konieczny najpierw z powodu stagnacyjnych tendencji w gospodarce Japonii, a teraz dodatkowo jest wymuszany przez globalizację gospodarki światowej

Stosowana przez Bank Japonii w minionych latach polityka zerowych stóp procentowych miała konsekwencje daleko wychodzące poza granice tego kraju. Polityka ta, traktowana jako sposób walki z rekordową deflacją, stanowiła silny bodziec dla inwestorów, zarówno japońskich, jak i innych, do poszukiwania bardziej rentownych lokat. W rezultacie ogromne fundusze zostały skierowane na zagraniczne rynki papierów udziałowych oraz dłużnych, w tym w szczególności emitowanych przez rząd Stanów Zjednoczonych, a także na rynki instrumentów pochodnych. Szczególnie ekspansywne okazały się liczne fundusze inwestycyjne, pożyczające w Japonii pieniądze na bardzo niski procent za pośrednictwem banków tego kraju i lokujące je w całym świecie w różne, stosunkowo wysoko oprocentowane aktywa finansowe. Dość powszechny jest pogląd, że w ostatnich latach uczestnicy rynków niejako przyzwyczaili się do taniego źródła kapitału z Japonii. Od 2001 r. polityka zerowych stóp procentowych prowadzona przez Bank Japonii istotnie przyczyniła się do wzrostu kursów akcji i obligacji na niektórych tzw. wschodzących rynkach.

Oczekuje się, że jednym z najważniejszych skutków normalizacji japońskiej polityki pieniężnej może być repatriacja na dużą skalę kapitałów, które w przeszłości odpłynęły z Japonii do innych krajów w poszukiwaniu wyższych dochodów z lokat (Derrick 2006).

Pozostawiając na wiosnę 2006 r. stopy procentowe na poziomie bliskim zera, ale redukując środki przeznaczone na refinansowanie banków, bank centralny Japonii zmniejszył nie tylko dostępność pieniędzy na finansowanie działalności

gospodarczej, ale także zdolność inwestorów spekulacyjnych do pozyskiwania tanich funduszy. W przepływie kapitału na świecie strumienie kapitału bezpośrednio powiązanego z zasilaniem z Banku Japonii są trudne do zidentyfikowania i kwantyfikacji, gdyż środki finansowe trafiają do inwestorów przez system bankowy. Niemniej jednak banki centralne innych krajów, w szczególności krajów rozwiniętych, już w marcu 2006 r. zintensyfikowały wymianę poglądów na temat możliwych konsekwencji zmian w japońskiej polityce pieniężnej dla gospodarek innych państw oraz międzynarodowych rynków finansowych⁹.


Poza zmianami w gospodarce krajowej dokonująca się obecnie ewolucja polityki pieniężnej Banku Japonii nie pozostanie zatem bez wpływu na sytuacje innych krajów, w szczególności Stanów Zjednoczonych. Kraj ten musi się liczyć z konsekwencjami powrotu Japonii do dodatnich stóp procentowych. Gdy polityka zerowych stóp procentowych japońskiego banku centralnego powodowała odpływ kapitału z Japonii do Stanów Zjednoczonych, ten ostatni kraj istotnie na tym korzystał, mając większe możliwości zadłużania się na rynku międzynarodowym. Sytuacja może się nieco zmienić wraz ze wzrostem oprocentowania w Japonii¹⁰.

Istnieją obawy, że polityka ta może destabilizować rynki finansowe w wyniku zmniejszenia strumienia środków napływających na nie z Japonii. To z kolei może przyczynić się do wzrostu stóp procentowych w świecie, a w szczególności oprocentowania skarbowych papierów Stanów Zjednoczonych. Należy jednak zauważyć, że stopy procentowe w innych krajach uprzemysłowionych, w tym w Stanach Zjednoczonych, rosły w ostatnim czasie także z przyczyn niezależnych od polityki Banku Japonii.

O tym, czy faktycznie polityka pieniężna Banku Japonii będzie ewoluowała w takim kierunku, jaki został zapowiedziany w marcu 2006 r., zadecydują też rzeczywiste możliwości oddziaływania na tę instytucję przez japoński rząd. Mimo pewnej niezależności, którą dotychczas miał Bank Japonii, po wprowadzeniu zmian w ustawodawstwie w drugiej połowie lat 90. jego swoboda kształtowania polityki pieniężnej jest wyraźnie mniejsza niż w innych krajach rozwiniętych. W rezultacie japoński bank centralny ciągle jest bardziej podatny na presję polityczną niż np. bank centralny Stanów Zjednoczonych. Tymczasem wia-

⁹ Zob. szerzej: Prudhomme (2006).

¹⁰ Zob. szerzej: Hama (2006).



domo, że politycy w Japonii, podobnie jak w wielu innych krajach, bardzo rzadko pozytywnie oceniają podwyższanie stóp procentowych przez bank centralny i w związku z tym są skłonni podejmować różne działania, aby takie podwyżki hamować. Jeśli bank centralny nie ma zagwarantowanej odpowiedniej niezależności, to na ogół trudno mu przeciwstawić się takim naciskom. Poważną przyczyną możliwej presji na Bank Japonii ze strony Ministerstwa Finansów może być i tak już wysoki dług publiczny tego kraju. Wyższe stopy procentowe nieuchronnie oznaczałyby wyższe koszty obsługi tego długu, do tej pory stanowiące już ponad 22% rocznych wydatków budżetowych. Ponadto utrzymywanie stóp procentowych na niskim poziomie, poprzez osłabienie jena, zwiększa wyrażoną w jenach wartość rezerw dewizowych utrzymywanych przez Bank Japonii, a w rezultacie obniża poziom netto japońskiego zadłużenia.

Z zapowiedzi japońskiego Ministerstwa Finansów wynika, że lepiej byłoby, gdyby Bank Japonii utrzymał politykę niskich stóp procentowych. Byłaby ona uzupełnieniem podwyżki podatków, planowanej przez rząd w celu ograniczenia deficytu budżetowego (wynoszącego 6,5% PKB w 2005 r.), a w rezultacie – zmniejszenia tempa narastania długu publicznego. Redukcja długu jest jednym z głównych problemów, z którymi boryka się japońska gospodarka. Relacja długu do PKB możliwa jest nie tylko dzięki ewentualnej poprawie sytuacji budżetu kraju, ale także w wyniku przyspieszenia wzrostu gospodarczego. Istotną kwestią jest to, jak zwiększyć wpływy budżetowe, nie stwarzając zagrożenia dla wzrostu gospodarczego. W różnych dyskusjach przedmiotem uwagi jest rozważana przez rząd możliwość zwiększenia stawki podatku od wartości dodanej, wynoszącej dotychczas 5%. Przeciwnicy takiego kroku wskazują, że w 1997 r., kiedy w gospodarce pojawiało się ożywienie, zwiększony został podatek obrotowy, co zahamowało poprawę koniunktury (Les Echos 2006).

W polityce pieniężnej Banku Japonii z jednej strony rysuje się zatem ryzyko, że jeśli płynność w systemie bankowym zostanie zbyt szybko ograniczona, to tendencje deflacyjne mogą powrócić. Z drugiej strony jeśli nadmierna płynność będzie się utrzymywała zbyt długo, może się wzmocnić zjawisko spekulacji na rynku nieruchomości i rynku papierów wartościowych.

Uwagi końcowe

Ostatnie dwie dekady to okres, w którym Bankowi Japonii nie udawało się zapanować nad kształtowaniem się poziomu cen. W latach 80. jego polityka istotnie przyczyniła się do powstania w gospodarce dużej bańki spekulacyjnej, co spowodowało, że gospodarkę tego kraju nazwano gospodarką „nadmuchaną” (*„bubble economy”*). Późniejsze załamanie cen na rynku nieruchomości i rynku papierów wartościowych poza dotkliwymi skutkami dla rzeszy inwestorów doprowadziło do dramatycznej sytuacji w sektorze bankowym. Długotrwała deflacja przyniosła poważne negatywne skutki dla wzrostu gospodarczego, oznaczające, że osiągnięty wolumen PKB jest znacznie mniejszy od tego, jaki mógłby być wypracowany przez kilkanaście lat, gdyby, gospodarka japońska rozwijała się w warunkach zbliżonych do występujących w innych krajach rozwiniętych.

Ze zmianami w polityce pieniężnej zapowiedzianymi przez Bank Japonii w marcu 2006 r. uczestnicy rynku wiążą oczekiwania definitywnego zatrzymania spadku cen oraz regulowania obiegu pieniądza w gospodarce metodami zbliżonymi do tych, jakie stosują inne banki centralne.

Bibliografia

- Bank of Japan (2005), *Annual Review 2005*, Bank of Japan, Tokyo.
- Bank of Japan (2006), *The Introduction of a New Framework for the Conduct of Monetary Policy*, Bank of Japan, Tokyo.
- Cargill T.F. (2005), *Is the Bank of Japan's Financial Structure an Obstacle to Policy*, "Staff Papers", Vol. 52, IMF, Washington, D.C.
- Delhommiais P.A. (2006), *La Banque du Japon met fin à sa politique de crédit ultra-souple*, "Le Monde" z 12 marca.
- Derrick S. (2006), *FX Update*, „Global Finance”, April,
http://www.findarticles.com/p/articles/mi_qa3715/is_200604/ai_n16123668
- Hama N. (2006), *Japon: normalisation monétaire*, "Les Echos" z 15 marca.
- Hayashi Y., Moffett S. (2006), *Tokyo banker's challenge*, "The Wall Street Journal Europe" z 3 marca.
- Jonem (2005), *Japan's economy. Firming up?*, "OECD Observer" grudzień 2004–styczeń 2005, OECD, Paris.
- Les Echos (2006), *La dette publique, gros problème d'un Japon en pleine reprise, selon l'OCDE*, "Les Echos" z 14 marca.
- Mesmer P. (2006), *L'Archipel est sur le point de sortir de quinze ans de déflation immobilisée*, "Le Monde" z 11 kwietnia.
- Mesmer P. (2006), *Une situation monétaires sans précédent*, "Le Monde" z 10 marca.
- Ministry of Internal Affairs and Communications (2005), *Statistical Handbook Japan 2005*, Statistics Bureau, Ministry of Internal Affairs and Communications, Tokyo, www.stat.go.jp

OECD (2005), *Japan. Faster than expected*, "OECD Observer", listopad, OECD, Paris.

Pons P. (2006), *Au Japon, la crise s`éloigne, les salaires remontent*, "Le Monde" z 10 kwietnia.

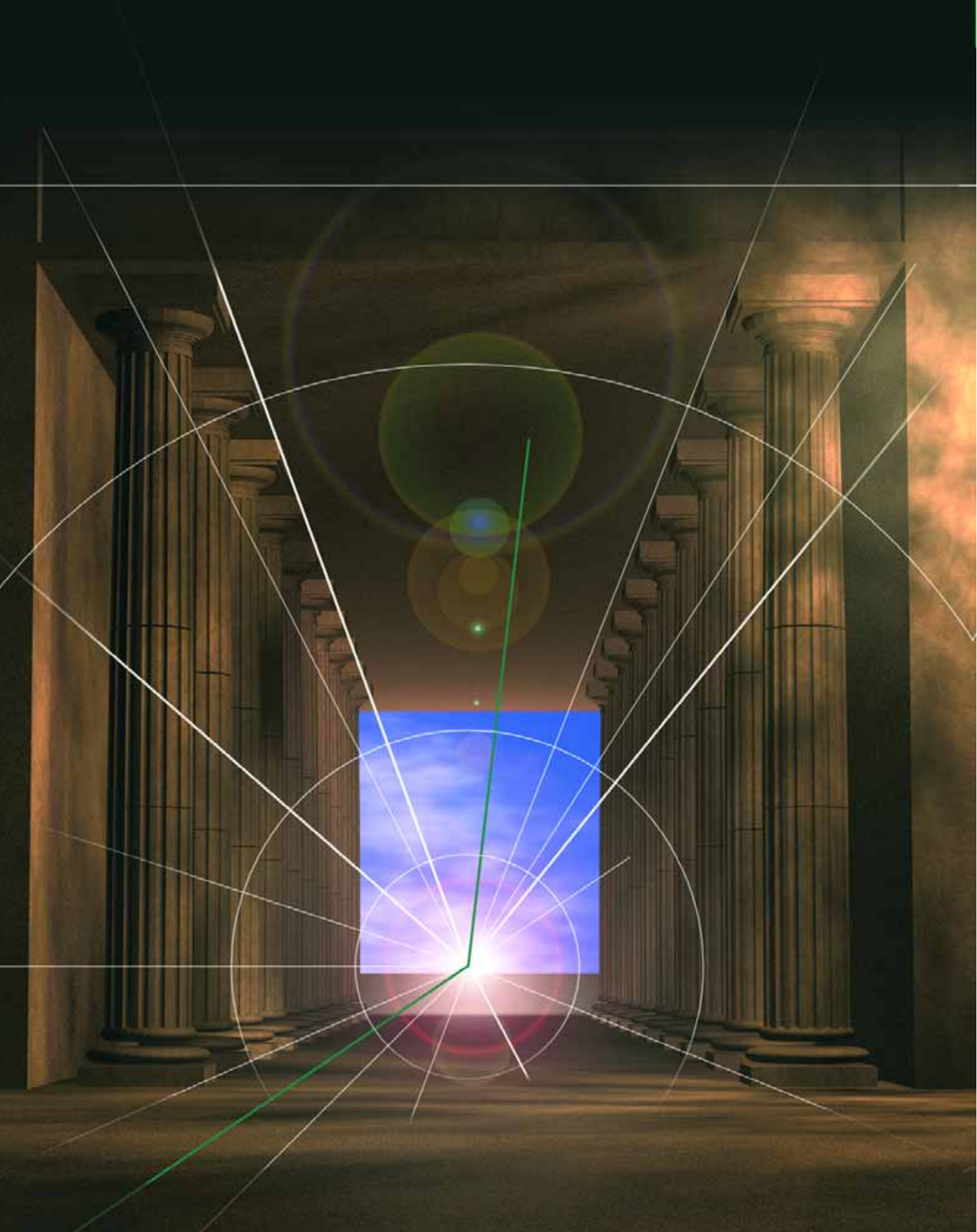
Prudhomme C. (2006), *Le resserrement monétaire désatbilise les marchés*, "Le Monde" z 19 marca.

The Economist (2006), *Monetary policy in Japan. After the flood*, "The Economist" z 11 marca.

Ueda K. (2005), *The Bank of Japan`s Struggle with the Zero Lower Bound on Nominal Interest Rates: Excercises in Expectations Management*, "International Finance", Summer 2005, Vol 8.

White S., Nakamichi T. (2006), *Japan`s short-term rates are expected to stay low*, "The Wall Street Journal Europe" z 17 marca.

Whitehouse M., Karmin C. (2006), *Tighter ranking policy in Japan to reverberate globally*, "The Wall Street Journal Europe" z 1 marca.



NBP

Narodowy Bank Polski