
Zuzanna URBANOWICZ*

Nieadekwatność polityki pieniężnej Europejskiego Banku Centralnego w procesie stabilizacji makroekonomicznej w strefie euro

Streszczenie: Załamanie koniunktury gospodarczej w strefie euro pogłębiło istniejącą nierównowagę na poziomie gospodarek członkowskich i wywołało obawy o stabilność całego ugrupowania. Celem artykułu jest analiza zagadnienia nieadekwatności jednolitej polityki pieniężnej do stabilizacyjnych potrzeb członków heterogenicznej unii walutowej na przykładzie polityki Europejskiego Banku Centralnego (EBC) i strefy euro od początku jej funkcjonowania. Artykuł ma charakter teoretyczny. Przytoczone wyniki badań wskazały, że jednolita polityka pieniężna EBC nie była w jednakowym stopniu dopasowana do potrzeb każdego z krajów strefy euro. Niejednorodna sytuacja gospodarcza państw – członków strefy euro oraz niejednakowa sprawność funkcjonujących w nich mechanizmów dostosowawczych zdają się różnicować skuteczność jednolitej polityki pieniężnej EBC w zakresie kształtowania stabilizacji makroekonomicznej na poziomie całej strefy euro oraz na poziomie każdej z gospodarek. Wydaje się zatem, że podstawę pełnej oceny stabilizacyjnego oddziaływania jednolitej polityki pieniężnej powinna stanowić obserwacja stanu koniunktury na obu wymienionych poziomach analizy. Kryzys w strefie euro uświadomił istnienie silnego związku między stabilnością poszczególnych krajów członkowskich a stabilnością całego ugrupowania. Antykryzysowe działania EBC zmniejszyły prawdopodobieństwo rozpadu strefy euro, niemniej jednak, EBC nie jest w stanie samodzielnie rozwiązać wszystkich problemów gospodarczych o charakterze strukturalnym w strefie euro. Zagwarantowanie pomyślnego funkcjonowania strefy euro pozostaje raczej w gestii krajowych rządów i zależy od kierunku nadawanego przez ich politykę gospodarczą i zdolności do przeprowadzenia trudnych reform strukturalnych.

Słowa kluczowe: Europejski Bank Centralny, nieadekwatność jednolitej polityki pieniężnej, stabilizacja makroekonomiczna, strefa euro

* Uniwersytet Ekonomiczny w Poznaniu, Katedra Koniunktury Gospodarczej; e-mail: zuzanna.urbanowicz@ue.poznan.pl

Kody klasyfikacji JEL: E32, E52, E58

Artykuł nadesłany 1 października 2014r., zaakceptowany 8 lipca 2015r.

Wprowadzenie

W 2008 r. obchodzono jubileusz 10-lecia istnienia Europejskiego Banku Centralnego (EBC). Z tej okazji zostało opublikowanych wiele prac, w których wprowadzenie wspólnej waluty oceniano jako sukces procesu integracji europejskiej. Fundamenty tego osiągnięcia stanowić miała efektywnie prowadzona polityka pieniężna EBC oraz umiejętnie skoordynowana polityka fiskalna prowadzona w sposób zdecentralizowany w poszczególnych krajach członkowskich [Weber, 2008; Wierzba, 2009, s. 260]. W tym okresie nie zdawano sobie sprawy z niedoskonałości w funkcjonowaniu strefy euro, które z pełną mocą ujawnił kryzys. Zasadnicza przyczyna problemów gospodarczych strefy euro tkwiła w głębokich różnicach strukturalnych między krajami członkowskimi [Tchorek, 2013, s. 187; Straubhaar, Vöpel, 2012, s. 57]. Ich konsekwencją były narastające od początku powstania strefy euro rozbieżności w nominalnych i realnych sferach gospodarek unijnych. Ich ignorowanie uważa się obecnie za jeden z istotnych błędów konstrukcyjnych systemu wspólnej waluty [Götz, 2012, s. 65]. Gospodarczo heterogeniczną strefę euro dotknął kryzys bankowy, który poprzez zahamowanie akcji kredytowej i będący tego konsekwencją negatywny szok popytowy przekształcił się w kryzys w sferze realnej, doprowadzając do recesji w wielu krajach strefy euro. W efekcie nagłego odwrótu kapitału, nagromadzone nierównowagi w sferach realnych gospodarek krajów członkowskich, w postaci nadmiernego zadłużenia prywatnego, zostały – w obliczu ryzyka bankructw instytucji finansowych – przetransferowane do sektora publicznego, doprowadzając do skokowego wzrostu długu publicznego i kryzysu zadłużenia w strefie euro [Tchorek, 2013, s. 187]¹.

Załamaniem koniunktury gospodarczej w strefie euro pogłębiło istniejącą od dawna nierównowagę na poziomie gospodarek członkowskich i wywołało obawy o stabilność całego ugrupowania. W obliczu tych problemów gospodarczych interesująca wydaje się ponowna analiza zagadnienia nieadekwatności jednolitej polityki pieniężnej do stabilizacyjnych potrzeb członków heterogenicznej unii walutowej na przykładzie polityki EBC i strefy euro od początku jej funkcjonowania². Cel artykułu zdeterminował jego układ oraz

¹ Za jedną z podstawowych przyczyn kryzysu w strefie euro mylnie uważa się brak dyscypliny fiskalnej w poszczególnych krajach członkowskich. Zadłużenie większości krajów zaczęło gwałtownie rosnąć dopiero po rozpoczęciu kryzysu. W większości przypadków nadmierna ekspansja fiskalna była konsekwencją kryzysu, a nie jego źródłem [Krugman, 2012b, s. 180]. Szczegółowa analiza przyczyn i przebiegu kryzysu w strefie euro, a także proponowanych i wdrożonych działań stabilizacyjnych zob.: Albiński [2014].

² Przedmiotem rozważań nie będzie zatem szczegółowa analiza działań EBC w odpowiedzi na kryzys w strefie euro. Na ten temat zob. np.: Żywiecka [2013].

teoretyczny charakter. Najpierw przedstawione zostaną zadania EBC w zakresie stabilizowania strefy euro, a następnie istota i konsekwencje zjawiska nieadekwatności jednolitej polityki pieniężnej w unii walutowej. Na tym tle przeprowadzona zostanie analiza pomiarów zjawiska nieadekwatności polityki EBC na obszarze euro, a następnie omówiona zostanie efektywność funkcjonowania alternatywnych mechanizmów dostosowawczych na poziomie krajów członkowskich strefy euro. W zakończeniu pracy sformułowane zostaną najważniejsze wnioski wynikające z przeprowadzonych rozważań.

Stabilizacyjna funkcja polityki Europejskiego Banku Centralnego w strefie euro

Zgodnie z zapisami traktatów unijnych, nadrzędnym celem polityki pieniężnej EBC jest utrzymanie stabilności cen na poziomie całej strefy euro. Należy jednak zaznaczyć, że dążenie do utrzymania stabilności cen nie jest jedynym celem, którego realizacji sprzyjać ma polityka EBC. W zakresie nienaruszającym celu głównego, EBC powinien wspierać ogólną politykę gospodarczą Unii Europejskiej (UE) w osiąganiu m.in. wysokiego poziomu zatrudnienia, zrównoważonego wzrostu gospodarczego oraz równowagi płatniczej [Statut ESBC i EBC, 2008, art. 2; TfUE, 2010, art. 127 ust. 1, art. 119 ust. 3; TUE, 2010, art. 3 ust. 3]. W tym kontekście stabilizacyjną funkcję polityki pieniężnej EBC można widzieć znacznie szerzej, niż tylko przez pryzmat celu inflacyjnego.

Ponadto w konsekwencji doświadczeń współczesnego kryzysu nastąpiło wzmocnienie mandatu EBC w zakresie dbałości o stabilność finansową. Przed kryzysem, EBC był już zaangażowany w działania na rzecz utrzymania stabilności finansowej. Monitorowanie i ocena potencjalnych zagrożeń okazały się jednak niewystarczające, aby uniknąć akumulacji i materializacji ryzyka systemowego³. Pojawiła się konieczność rozszerzenia kompetencji EBC o podejmowanie działań zaradczych zmierzających do zapobiegania i ograniczania ryzyka systemowego, zagrażającego stabilności systemu finansowego jako całości [Dobrzańska, 2014, s. 5]⁴. Z tego powodu EBC został zaangażowany w prace, funkcjonującej od stycznia 2011 r., Europejskiej Rady ds. Ryzyka Systemowego (ang. *European Systemic Risk Board*, ESRB), która poprzez przedstawianie wysokiej jakości oceny sytuacji makroostrożnościowej i wskazywanie potencjalnych zagrożeń dla równowagi rynku finansowego ma przeciwdziałać lub ograniczać ryzyko systemowe dla zapewnienia

³ Efektem monitoringu i oceny stabilności systemu finansowego były liczne publikacje EBC, m.in. regularne raporty o stabilności finansowej. Zawarte w nich uwagi krytyczne nie przekładały się jednak na konkretne działania [González-Páramo, 2010; Goodhart, 2011].

⁴ Szerzej na temat zadań EBC w obszarze stabilności finansowej zob.: <http://www.ecb.europa.eu/ecb/tasks/stability/html/index.pl.html> (15.12.2014).

stabilności finansowej UE⁵. Ponadto w ramach działań na rzecz wzmocnienia nadzoru, rozpoczęto wdrażanie koncepcji unii bankowej zakładającej m.in. jednolity mechanizm nadzorczy nad systemem bankowym (ang. *Single Supervisory Mechanism*, SSM) i zwiększenie uprawnień EBC w obszarze polityki mikroostrożnościowej⁶. Ta makro- i mikroostrożnościowa polityka nadzorcza EBC ma stanowić uzupełnienie dla prowadzonej dotychczas wyłącznie przez lokalnych nadzorców polityki mikroostrożnościowej, która koncentrując się na stabilności pojedynczych instytucji finansowych gubiła z pola widzenia zagrożenie, jakie mogą wywołać zbiorowe zachowania tych podmiotów⁷.

Zwiększenie roli EBC w nadzorze nad unijnym systemem bankowym niesie za sobą pewne korzyści i koszty w obszarze prowadzonej przez niego polityki pieniężnej. Z jednej strony podkreśla się, że EBC będzie miał dostęp do pełnej informacji o kondycji sektora bankowego i jego poszczególnych instytucji, co pozwoli mu skuteczniej prowadzić politykę pieniężną [Beck, Gros, 2012, s. 5]. Z drugiej strony wskazuje się na zagrożenia w równoczesnym prowadzeniu polityki pieniężnej i makroostrożnościowej, m.in. konflikt celów⁸. Cele polityki pieniężnej i polityki makroostrożnościowej są wzajemnie powiązane, a realizacja jednego z celów może sprzyjać, bądź nie osiągnięciu drugiego z nich. Skuteczność polityki monetarnej jest większa, gdy system finansowy jest stabilny i nie powoduje zakłóceń mechanizmu transmisji impulsów pieniężnych. Ta zależność działa także w drugą stronę. Stabilność finansowa nie może być osiągnięta w środowisku gwałtownie zmieniających się cen. Podstawowym instrumentem polityki pieniężnej jest krótkookresowa stopa procentowa, której zmiany wpływają na ogólne warunki gospodarcze⁹. W polityce makroostrożnościowej wybór dostępnych instrumentów jest większy. Można wskazać instrumenty o szerokim zakresie oddziaływania (tj. na cały system finansowy) oraz instrumenty ograniczające ryzyko systemowe w konkretnych sektorach (np. sektor nieruchomości). Ze względu na fakt, że cykl

⁵ Więcej informacji zob.: <http://www.esrb.europa.eu>. Szczegółowa analiza zmian w architekturze nadzorczej UE zob. np.: Smaga [2013].

⁶ Nadzorem EBC objęte są największe instytucje kredytowe wszystkich krajów strefy euro. Ponadto do unii bankowej mogą dobrowolnie przystąpić pozostałe kraje UE zainteresowane mechanizmem „bliskiej współpracy” z EBC. Ważnym impulsem do utworzenia unii bankowej było zwiększenie wiarygodności sektora finansowego oraz przerwanie związku między problemami sektora bankowego a problemami fiskalnymi państw członkowskich. Uruchomienie europejskich środków zapewniających ten rozdział oznaczało konieczność przeniesienia nadzoru na poziom europejski. Obok jednolitego nadzoru, pozostałe dwa filary unii bankowej mają stanowić funkcjonujący od stycznia 2015 r. wspólny mechanizm restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji banków oraz planowany w przyszłości wspólny system gwarancji depozytów. Szerzej na ten temat zob.: Zaleska [2013].

⁷ Określone działania mogą bowiem być pożądane i racjonalne z perspektywy danej instytucji i jednocześnie niebezpieczne dla stabilności całego systemu finansowego [Szpunar, 2012, s. 9]. Ponadto globalny kryzys obnażył także niedoskonałości regulacji mikroostrożnościowych szczególnie w zakresie adekwatności kapitałowej. Na ten temat zob.: Szpunar [2012, s. 6–7].

⁸ Szczegółowa analiza tego zagadnienia zob. np.: IMF [2013] oraz Szyszko [2013, s. 72–90].

⁹ W szczególnych sytuacjach poluzowanie ilościowe.

koniunkturalny i finansowy nie są ze sobą zsynchronizowane [Drehman i in., 2012], mogą powstać sytuacje konfliktowe pomiędzy działaniami w obszarze polityki pieniężnej i makroostrożnościowej (tabela 1).

Tabela 1. Możliwe relacje między działaniami w obszarze polityki pieniężnej i makroostrożnościowej

	Inflacja powyżej celu inflacyjnego	Inflacja w pobliżu celu inflacyjnego	Inflacja poniżej celu inflacyjnego
Nadmierna nierównowaga w systemie finansowym (<i>boom</i>)	komplementarne	neutralne	konfliktowe
Równowaga	neutralne	neutralne	neutralne
Kryzys w systemie finansowym (<i>bust</i>)	konfliktowe	neutralne	komplementarne

Źródło: Beau i in. [2012, s. 10].

Biorąc pod uwagę cele i instrumenty polityki pieniężnej i polityki makroostrożnościowej, konflikt między nimi jest możliwy w dwóch sytuacjach: 1) gdy inflacji powyżej celu inflacyjnego towarzyszy kryzys w systemie finansowym oraz 2) gdy inflacji poniżej celu inflacyjnego towarzyszy boom w systemie finansowym. W pierwszym przypadku, starania w obrębie polityki pieniężnej będą nakierowane na sprowadzenie inflacji do poziomu docelowego poprzez podnoszenie stóp procentowych, co jednocześnie ograniczy dopływ kredytu do gospodarki i utrudni wyjście z kryzysu finansowego. Działania z zakresu polityki makroostrożnościowej będą z kolei zmierzały do rozluźnienia wymogów kapitałowych, aby pobudzić kredyt, co stoi w sprzeczności z decyzjami władz monetarnych. W drugim przypadku, polityka pieniężna będzie nakierowana na obniżanie stóp procentowych, aby pobudzić wzrost akcji kredytowej. Polityka makroostrożnościowa będzie z kolei koncentrować się na hamowaniu nadmiernej akcji kredytowej, np. poprzez wprowadzanie dodatkowych buforów kapitałowych. W tej sytuacji polityka pieniężna poprzez długotrwałe utrzymywanie niskich stóp procentowych może przyczynić się do akumulowania nierównowagi zagrażającej stabilności finansowej [Dobrzańska, 2014, s. 26–28]. Z konfliktem celów związana jest groźba utraty wiarygodności przez bank centralny w zwalczaniu inflacji lub zapewnieniu stabilności systemu finansowego. Z tego powodu niezbędna jest odpowiednia koordynacja decyzji podejmowanych w obrębie obu rodzajów polityki stabilizacji.

Istotne dla poruszanej w pracy problematyki, aby zaznaczyć, że koncepcja jednolitego nadzoru dopuszcza zastosowanie ostrzejszych norm ostrożnościowych, np. zwiększenie buforów kapitałowych, w tym bufora antycyklicznego podnoszących odporność lokalnego rynku na czynniki ryzyka, które mogą pojawić się w danym kraju. Kompetencje ustalania wyższych norm ostrożnościowych pozostawiono w rękach krajowych nadzorców, ponieważ to oni dysponują z reguły lepszym rozpoznaniem ryzyka generowanego przez instytucje lokalne. Sam EBC może jednak, w szczególnych przypadkach, także zastosować wyższe bufory [Zaleska, 2013, s. 22]. Takie elastyczne kształtowanie warunków działania banków w zależności od specyfiki danego rynku umożliwi łagodzenie

asymetrycznych zawirowań w systemach bankowych poszczególnych krajów członkowskich i ograniczy ryzyko ich rozprzestrzeniania¹⁰.

Z przedstawionych rozważań wynika jednoznaczna hierarchia ważności celów polityki EBC. W obszarze jednolitej polityki pieniężnej głównym celem EBC jest utrzymanie stabilności cen na poziomie całej strefy euro. Pozostałe cele gospodarcze mogą być brane pod uwagę, jeśli nie koliduje to z celem podstawowym. W obszarze polityki nadzorczej celem EBC jest utrzymanie stabilności finansowej na szczeblu unijnym¹¹.

Nieadekwatność jednolitej polityki pieniężnej w heterogenicznej unii walutowej

Utrata możliwości oddziaływania na gospodarkę za pomocą polityki pieniężnej w sposób niezależny jest najważniejszym kosztem przystąpienia danego kraju do unii walutowej¹². Koszt ten jest tym większy, im większa jest potrzeba wykorzystywania tego narzędzia do stabilizowania gospodarki. Potrzeba ta jest uwarunkowana częstotliwością i rodzajem wstrząsów popytowych oddziałujących na gospodarkę. W literaturze przedmiotu zakłada się, że jeśli wstrząsy te mają charakter symetryczny to ich skutki mogą być łagodzone za pomocą wspólnej polityki pieniężnej, która uwzględni sytuację gospodarczą na całym obszarze unii monetarnej. Jeśli jednak dominują wstrząsy o charakterze asymetrycznym, to przystąpienie do unii monetarnej rodzi koszty związane z brakiem możliwości wykorzystywania krajowej polityki pieniężnej do ich neutralizowania [Borowski, 2011, s. 23]¹³.

Zgodnie z tradycyjnym ujęciem teorii optymalnych obszarów walutowych (OOW), kraje tworzące obszar wspólnej waluty powinny cechować (*ex ante*) m.in. podobna struktura gospodarki oraz wysoka intensywność wzajemnych

¹⁰ Asymetryczne wstrząsy dotyczą jeden lub kilka krajów w większym stopniu, niż pozostałe kraje należące do wspólnego obszaru walutowego. Symetryczne wstrząsy dotyczą w podobnym stopniu wszystkie kraje uczestniczące w unii walutowej.

¹¹ Z uwagi na ograniczone ramy opracowania autorka skupia się w artykule wyłącznie na analizie konsekwencji jednolitej polityki pieniężnej EBC dla procesu stabilizacji w poszczególnych krajach członkowskich strefy euro.

¹² Szczegółowy bilans korzyści i kosztów z przystąpienia do unii monetarnej zob. np.: Rogut, Tchorek [2008] oraz Borowski [2011].

¹³ Szoki podażowe można również podzielić na symetryczne i asymetryczne. Dla bilansu kosztów utraty niezależnej polityki pieniężnej, związanych z uczestnictwem w unii walutowej, szoki podażowe mają jednak mniejsze znaczenie, ponieważ polityka pieniężna jest nieefektywna w łagodzeniu ich skutków. Na przykład negatywny szok podażowy z jednej strony oznacza spadek produkcji, a z drugiej wzrost presji inflacyjnej, na skutek zachwiania równowagi między popytem, a podażą. W takiej sytuacji ekspansywna polityka pieniężna doprowadzi do dalszego wzrostu inflacji, z kolei zacieśnienie tej polityki pogłębi spadek produkcji i zatrudnienia. Przekazanie kompetencji do prowadzenia polityki pieniężnej ponadnarodowemu organowi jest z tego punktu widzenia neutralne dla gospodarki [NBP, 2009, s. 55]. Szerzej na temat rodzajów szoków asymetrycznych oraz przyczyn ich występowania: Borowski [2001].

powiązań handlowych [Kenen, 1969; McKinnon, 1963]¹⁴. Oba te czynniki przyczyniają się do zwiększenia stopnia synchronizacji cykli koniunkturalnych gospodarek członkowskich, przez co wzrasta prawdopodobieństwo podatności na te same wstrząsy [NBP, 2009, s. 55; Barczyk, Lubiński, 2009, s. 231–232]. W warunkach globalizującego się światowego rynku i zwiększającej się integracji gospodarek pojawiła się koncepcja tzw. endogeniczności kryteriów OOW. Jej autorzy wykazali, że zakres integracji gospodarczej i synchronizacji cykli koniunkturalnych są procesami endogenicznymi w stosunku do procesu integracji monetarnej [Frankel, Rose, 1996]. Kraje, które utworzą unię walutową zintensyfikują wymianę handlową poprzez eliminację bariery, jaką stanowi odrębna waluta. W rezultacie zwiększy się zakres korelacji cykli koniunkturalnych ich gospodarek (*ex post*) [Tchorek, 2010, s. 44]. W rzeczywistości gospodarczej trudno jednak wyobrazić sobie, że gospodarki krajów tworzących unię walutową będą charakteryzowały dokładnie te same cechy strukturalne¹⁵, a ich cykle koniunkturalne będą w pełni zbieżne.

Stan koniunktury gospodarczej ugrupowania jako całości ocenia się na podstawie uśrednionych wskaźników makroekonomicznych. Osiągnięcie celów stabilizacyjnych we wszystkich krajach członkowskich oznaczałoby *ex definitione* ich automatyczną realizację na poziomie ugrupowania. Odwrotna zależność nie jest już tak oczywista: osiągnięcie stabilizacyjnych celów w ramach całego ugrupowania nie przekłada się automatycznie na ich realizację we wszystkich krajach członkowskich. Uśrednione dane mogą bowiem „maskować” znaczne zróżnicowanie w kształtowaniu się głównych wskaźników makroekonomicznych w poszczególnych gospodarkach. W takich uwarunkowaniach interesujące staje się zagadnienie relacji między osiągnięciem stabilizacji makroekonomicznej na poziomie całego ugrupowania oraz na poziomie poszczególnych gospodarek w nim uczestniczących. Ponieważ siła i kierunek działań podejmowanych w ramach jednolitej polityki pieniężnej zależą od oceny sytuacji gospodarczej całego ugrupowania, to ich wpływ na stabilizację makroekonomiczną poszczególnych krajów członkowskich może być zróżnicowany. Realizacja założonych celów wspólnej polityki pieniężnej może być „zakłócona” m.in. przez zróżnicowanie poziomu rozwoju

¹⁴ Teoria OOW, w swym tradycyjnym ujęciu, została sformułowana przez R. Mundella [1961] oraz rozwinięta przez R. McKinnona [1963] i P. Kenena [1969]. Warto podkreślić, że teoria ta w istocie wyjaśniała racjonalność usztywnienia kursów walutowych, nie zaś zasadność utworzenia strefy wspólnego pieniądza. Ponieważ jednak z biegiem czasu połączono te dwa wątki, zwolennicy tzw. nowej teorii OOW skoncentrowali swe wysiłki badawcze wokół warunków, których realizacja pozwala zmniejszyć koszty wprowadzenia wspólnej waluty [Jakóbiak, 2011, s. 117]. Należy przy tym zaznaczyć, że w nowej teorii OOW nie formułuje się kolejnych kryteriów, lecz analizuje tradycyjne z punktu widzenia współczesnej teorii makroekonomicznej. Na ten temat zob.: Wojnicka [2001].

¹⁵ Różne struktury gospodarek są pochodną poziomu rozwoju gospodarczego. Gospodarki słabiej rozwinięte cechują się wyższym udziałem sektora rolniczego i przemysłowego w strukturze produkcji i niższym udziałem sektora usług. W miarę zwiększania poziomu rozwoju rośnie udział sektora usług kosztem pozostałych sektorów gospodarki.

gospodarczego w ramach ugrupowania oraz niski stopień synchronizacji cykli koniunkturalnych krajów członkowskich unii walutowej. Co więcej, czynniki te mogą wzmacniać lub osłabiać efekty jednolitej polityki pieniężnej w poszczególnych krajach członkowskich, prowadząc nawet do destabilizacji ich sytuacji gospodarczej. W rozważaniach dotyczących integracji walutowej oraz skuteczności działań podejmowanych przez ponadnarodowy bank centralny określa się to mianem ryzyka nieadekwatności jednolitej polityki pieniężnej o charakterze strukturalnym i cyklicznym.

Kraje znajdujące się na wyższym (niższym) poziomie rozwoju gospodarczego odnotowują niższe (wyższe) tempo wzrostu gospodarczego i cen, niższy (wyższy) spadek bezrobocia oraz mniejszą (większą) nierównowagę zewnętrzną¹⁶, niż średnie wartości wymienionych wskaźników rejestrowane na poziomie unii walutowej. Z uwagi na fakt, że jednolita polityka pieniężna jest kształtowana na podstawie sytuacji gospodarczej całego ugrupowania, to przyjęte założenie implikuje, że w krajach znacznie różniących się poziomem rozwoju gospodarczego na tle ugrupowania, polityka ta może ostatecznie mieć charakter procykliczny, a nie stabilizujący. Procykliczne oddziaływanie jednolitej polityki pieniężnej może mieć również miejsce w gospodarkach, które cechuje niski stopień synchronizacji cyklu koniunkturalnego z cyklem ugrupowania [Urbanowicz, 2014, s. 255–256].

Istota problemu strukturalnej i cyklicznej nieadekwatności jednolitej polityki pieniężnej polega na tym, że scentralizowana polityka pieniężna – efektywna na poziomie całego obszaru walutowego – nie musi być optymalna z punktu widzenia stabilizacyjnych potrzeb poszczególnych jej krajów członkowskich¹⁷.

W tym kontekście, warunkiem osiągnięcia korzyści ze wspólnej polityki pieniężnej są zbliżony poziom rozwoju gospodarek członkowskich oraz wysoka zbieżność cykli koniunkturalnych. Spełnienie tych warunków zwiększa prawdopodobieństwo skutecznego oddziaływania jednolitej polityki pieniężnej na proces stabilizacji makroekonomicznej zarówno na poziomie ugrupowania, jak i jego krajów członkowskich. Wpływ wspólnej polityki pieniężnej obserwowany na wyróżnionych poziomach będzie w tym przypadku zbliżony, zarówno co do siły, jak i kierunku działania.

Zróżnicowana reakcja na impulsy jednolitej polityki pieniężnej, powodowana zjawiskiem nieadekwatności w poszczególnych krajach członkowskich, może być utożsamiana ze skutkami wystąpienia w nich wstrząsu o charakterze

¹⁶ Przyjęto, że kraje o stosunkowo wysokim PKB *per capita*, zazwyczaj cechuje niewielka nierównowaga zewnętrzna, ponieważ postępujący w niej wolniejszy wzrost gospodarczy, nie wymaga dużego importu z zagranicy, a ponadto kreuje ona swój rozwój opierając się na zwiększaniu eksportu. Z kolei, w krajach o niskim poziomie rozwoju gospodarczego, rosnący import na potrzeby stosunkowo szybko postępującego wzrostu gospodarczego i dopiero rozwijany eksport może być przyczyną relatywnie większego deficytu obrotów bieżących.

¹⁷ Problem asymetrycznego oddziaływania scentralizowanej polityki pieniężnej w unii walutowej poruszył już w 1977 r. H.G. Grubel. Zob.: Grubel [1977, s. 452]. Na ten temat zob. również: Bukowski [2007, s. 48–50], Sławiński [2008], Wójcik [2008, s. 115–117], Rogut [2010], Ochrymiuk, Rogut [2010, s. 36–37].

asymetrycznym. Antidotum na jego złagodzenie powinny, zgodnie z teorią OOW, stanowić sprawnie działające mechanizmy dostosowawcze, tj.: elastycznie obniżające się płace redukujące koszty produkcji i ceny, swobodny przepływ siły roboczej obniżający rozmiary bezrobocia, przepływ kapitału dla zachowania jego efektywności krańcowej, transfery fiskalne ze zcentralizowanego budżetu federalnego oraz narodowa polityka fiskalna [Urbanowicz, 2014, s. 256].

Heterogeniczność strefy euro i nieadekwatność polityki pieniężnej Europejskiego Banku Centralnego

EBC prowadzi jednolitą politykę pieniężną dla wszystkich krajów strefy euro, które pomimo wielu cech wspólnych, stanowią dość heterogeniczną grupę, zarówno pod względem istniejących w nich uwarunkowań mikro-, jak i makroekonomicznych. O ile w literaturze przedmiotu można odnaleźć wiele publikacji, w których proces konwergencji realnej (zmniejszenie różnic w poziomie PKB *per capita*) oraz coraz większa synchronizacja cykli koniunkturalnych są podawane jako jedne z konsekwencji przyjęcia wspólnej waluty europejskiej, to wyniki badań empirycznych nie dostarczają jednoznacznego potwierdzenia dla tych poglądów. Przede wszystkim wskazują one, że funkcjonowanie wewnątrz strefy euro nie gwarantuje przyspieszenia realnej konwergencji [Lopez, Papell, 2012; Sławiński, 2012; Borsi, Metiu, 2013; Soares, Aguiar-Conraria, 2014], a przebieg cykli koniunkturalnych w poszczególnych krajach członkowskich jest pod wieloma względami rozbieżny [NBP, 2009; Barczyk i in. 2010; Lee, 2013]¹⁸. Rozbieżności w poziomie rozwoju gospodarczego oraz brak synchronizacji cykli koniunkturalnych mogą być z kolei odpowiedzialne za zjawisko nieadekwatności jednolitej polityki pieniężnej EBC.

Problematyka nieadekwatności jednolitej polityki pieniężnej jest obecna w rozważaniach teoretycznych dotyczących strefy euro oraz skuteczności działań podejmowanych przez EBC. W literaturze przedmiotu można także odnaleźć próby empirycznego pomiaru zjawiska nieadekwatności jednolitej polityki pieniężnej. Najczęściej w tego typu badaniach wykorzystuje się wskaźnik napięcia (ang. *stress indicator*), który R. Clarida i in. [1998] zdefiniowali jako różnica między podstawową stopą procentową EBC dla strefy euro traktowanej jako całość a „optymalną” stopą procentową dla danego kraju należącego do obszaru wspólnej waluty¹⁹. „Optymalna” stopa procentowa szacowana jest

¹⁸ O tym jak wewnętrznie niespójną grupą jest strefa euro świadczy także analiza dostępnych raportów i statystyk zestawiających kluczowe, dla funkcjonowania OOW, elementy dla USA i strefy euro. Zob. np.: Dadush i in. [2012].

¹⁹ Zgodnie z oficjalną dokumentacją EBC, decyzje dotyczące jednolitej polityki pieniężnej podejmowane są na podstawie oceny bieżącej i przyszłej sytuacji gospodarczej całej strefy euro, a nie poszczególnych krajów wchodzących w jej skład [EBC, 1998]. Koniunktura gospodarcza danego kraju członkowskiego determinuje zatem decyzje z zakresu polityki monetarnej wyłącznie w takim stopniu, w jakim charakteryzujące ją wskaźniki makroekonomiczne wpływają na ich

przy wykorzystaniu reguły Taylora dla każdej gospodarki przyjętej do analizy. Im niższa wartość bezwzględna różnicy między podstawową stopą procentową EBC a „optymalną” stopą procentową dla danej gospodarki, tym większy stopień dopasowania polityki EBC do potrzeb danego kraju. Z kolei ujemna (dodatnia) wartość tej różnicy oznacza natomiast, że polityka pieniężna EBC jest nadmiernie ekspansywna (restrykcyjna). Pierwsze tego typu analizy pojawiły się jeszcze przed utworzeniem strefy euro. Impulsem do przeprowadzenia tych badań były wątpliwości ekonomistów w sprawie planowanego utworzenia unii walutowej, składającej się ze znacznie różniących się gospodarek. Analizy stopnia nieadekwatności polityki EBC w poszczególnych państwach członkowskich były kontynuowane w kolejnych latach. Ich zestawienie przedstawiono w tabeli (tabela 2).

Tabela 2. Przegląd wyników badań nad niedopasowaniem polityki pieniężnej EBC w krajach strefy euro

Autor/-rzy	Zakres czasowy	Metodyka	Główne wnioski
B. Hayo [2006]	1999–2004	estymacja wskaźnika napięcia	polityka EBC zbyt ekspansywna dla niemal wszystkich gospodarek strefy euro, wyjątek stanowiły Niemcy
O. Blanchard [2006]	1995–2006	studium przypadku	procykliczne oddziaływanie wspólnej polityki pieniężnej w Portugalii i we Włoszech
G. Flaig, T. Wollmershäuser [2007]	1999–2005	estymacja wskaźnika napięcia	polityka EBC zbyt ekspansywna dla większości spośród 12 członków strefy euro, wyjątek stanowiły Niemcy
J-E. Sturm, T. Wollmershäuser [2008]	1999–2006	estymacja wskaźnika napięcia	polityka EBC zbyt ekspansywna w Grecji, Hiszpanii, Irlandii i Portugalii, zbyt restrykcyjna w Niemczech, a najbardziej dopasowana okazała się w Austrii, Belgii, Francji i we Włoszech
J. Lee, P.M. Crowley [2009]	1999–2007	estymacja wskaźnika napięcia	wspólna polityka pieniężna zbyt ekspansywna w Grecji i Irlandii, zbyt restrykcyjna we Włoszech, a najbardziej dopasowana do potrzeb gospodarek Austrii, Belgii, Francji i Niemiec
J. Lee, P.M. Crowley [2010]	1999–2009	estymacja funkcji straty, model neokeynesowski	EBC reagował w sposób bardziej agresywny na zmieniające się warunki ekonomiczne w krajach rdzenia, takich jak Niemcy i Francja, niż w krajach peryferyjnych, takich jak Irlandia lub Portugalia

zagregowane odpowiedniki. O ile pewien wpływ istnieje, to jest on zdecydowanie mniejszy, niż w warunkach prowadzenia polityki pieniężnej w sposób autonomiczny.

Autor/-rzy	Zakres czasowy	Metodyka	Główne wnioski
A. von Poeck [2010]	2000–2009	estymacja wskaźnika napięcia	jednolita polityka pieniężna najbardziej adekwatna do lokalnych uwarunkowań Włoch i Francji, zbyt ekspansywna dla Irlandii i Grecji, a także Hiszpanii oraz Portugalii (przy czym w przypadku dwóch ostatnich wymienionych krajów stopień niedopasowania był mniejszy) i jednocześnie zbyt restrykcyjna dla Niemiec
T. Reichenbachas [2013]	2000–2012	estymacja wskaźnika napięcia	polityka EBC najbardziej dopasowana do potrzeb gospodarek Austrii, Finlandii, Francji, Niemiec i Malty; nieadekwatna w Estonii, Luksemburgu, Słowacji, Hiszpanii, Grecji i Portugalii

Źródło: opracowanie własne.

Ze względu na odmienny zakres czasowy, przestrzenny oraz metodykę poszczególnych badań, wnioski różnią się od siebie i nie są w pełni porównywalne. Niemniej jednak, we wszystkich opracowaniach podkreśla się, że prowadzona przez EBC polityka pieniężna nie była w jednakowym stopniu dopasowana do potrzeb poszczególnych państw członkowskich. Świadomość zróżnicowanych efektów wspólnej polityki pieniężnej EBC w strefie euro powinna skłaniać głównych jej decydentów do zachowania szczególnej ostrożności w podejmowaniu działań mających wesprzeć gospodarki krajów członkowskich.

Należy zaznaczyć, że w przytoczonych badaniach analizie poddawany był wyłącznie podstawowy instrument konwencjonalnej polityki pieniężnej EBC – stopa procentowa. Postępujące od 2008 roku załamanie gospodarcze w strefie euro wymusiło na EBC konieczność zastosowania wielu niekonwencjonalnych narzędzi polityki pieniężnej w celu przywrócenia przede wszystkim stabilności finansowej, której utrata zagrażała stabilności gospodarczej w strefie euro²⁰. W konsekwencji, metodyka analizy wykorzystująca krótkoterminową stopę procentową do badania skuteczności polityki pieniężnej w następstwie kryzysu jest niewystarczająca [Gambacorta i in., 2014, s. 2]. W ramach polityki luzowania EBC zwiększył skalę, częstotliwość oraz terminy zapadalności operacji otwartego rynku oraz interweniował na rynku obligacji, w tym także obligacji państwowych. Poprzez wyważone działania EBC uspokoił rynki finansowe, których przesadne reakcje zagrażały wypłacalności niektórych krajów peryferyjnych [Pronobis, 2013, s. 9]. Dokonanie pełnej oceny niekonwencjonalnej polityki pieniężnej EBC będzie możliwe dopiero w długim okresie, kiedy

²⁰ Współczesny kryzys unaoczniał silną współzależność między krajową sferą finansową, sferą realną i otoczeniem zewnętrznym. W obawie przed konsekwencjami zaburzeń w sferze finansowej, priorytet w antykryzysowej polityce EBC nadano przywróceniu stabilności finansowej, a nie jak dotychczas stabilności cenowej.

możliwa stanie się jej weryfikacja pod kątem trwałości ograniczenia skutków nierównowagi gospodarczej na poziomie poszczególnych krajów członkowskich zagrażającej stabilności całego ugrupowania. Należy jednak pamiętać, że problemy strefy euro miały i nadal mają charakter strukturalny i ich pełne rozwiązanie leży poza możliwościami oddziaływania polityki pieniężnej. EBC odegrał i nadal odgrywa znaczącą rolę z zażegnaniu kryzysu na poziomie poszczególnych krajów strefy euro. Polityka pieniężna EBC, choćby najbardziej niekonwencjonalna i daleko posunięta, nie będzie jednak w stanie samodzielnie rozwiązać kryzysu zadłużenia w strefie euro. EBC pomógł ustabilizować rentowności wybranych obligacji skarbowych, lecz mimo to inercja rosnącego długu w przypadku niektórych krajów w strefie euro i tak wydaje się nie do zatrzymania. Fundamentalne znaczenie dla perspektyw strefy euro i jej szans na trwałe wyjście z kryzysu mają takie elementy, jak jakość polityki gospodarczej rządów krajów członkowskich, elastyczność ich gospodarek oraz przyszła wizja integracji ekonomicznej i politycznej [Pronobis, 2013, s. 9–12].

Analiza przytoczonych wyników badawczych skłania do refleksji oraz do postawienia pytań, czy i na ile scentralizowana polityka pieniężna prowadzona w warunkach heterogenicznej strefy euro wzmacnia rozbieżności pomiędzy krajami członkowskimi w zakresie kształtowania się najważniejszych kategorii makroekonomicznych, czy utworzenie strefy euro nie było przedwcześnie, tj. czy nie należało wydłużyć procesu zmierzającego do ujednoczenia struktur gospodarczych krajów członkowskich.

W opinii niektórych ekonomistów różnice w sytuacji gospodarczej między krajami strefy euro są do pewnego stopnia postrzegane jako normalny element każdej unii walutowej Niemniej jednak, w związku ze stopniowym rozszerzaniem strefy euro o nowe kraje członkowskie, istnieje ryzyko zmniejszenia efektywności unijnej gospodarki z uwagi na narodowe zróżnicowanie gospodarcze [Brissimis, Skotida, 2008].

Niektórzy ekonomiści podważają słuszność apriorycznych reguł działania EBC. Ich zdaniem, gospodarka Eurolandu tkwi w tzw. „pułapce niskiej inflacji”. Szczególnie wysoką cenę za „luksus” niskiej inflacji płacą kraje, w których tolerancja dla umiarkowanej inflacji jest wyższa, a które mogłyby rozwijać się szybciej, gdyby nie musiały podporządkowywać się polityce EBC, której apriorycznie narzucony cel ustalony jest na zbyt ambitnym poziomie [Bednarczyk, 2012; Krugman, 2012a]. Nastroje panujące obecnie w strefie euro nie sprzyjają jednak podjęciu reformy systemu w dającej się przewidzieć perspektywie czasowej.

Zdaniem A. Sławińskiego, w przypadku zjawiska procykliczności wspólnej polityki EBC, problemu nie stanowi silna ekspansja i związane z nią przegrzanie koniunktury, lecz ryzyko, że następujące w dalszej kolejności zahamowanie wzrostu gospodarczego może okazać się długotrwałe. Czas trwania spowolnienia wzrostu gospodarczego zależy, w opinii tego Autora, przede wszystkim od tempa wzrostu wydajności produkcji, które jeśli byłoby wysokie mogłoby względnie szybko doprowadzić do obniżenia tempa wzrostu jednostkowych kosztów pracy i przywrócenia konkurencyjności gospodarki.

Ponadto Autor ten dodaje, że proces przywrócenia równowagi może przedłużać zjawisko sztywności płac, które jest efektem niedostatecznej liberalizacji rynku pracy [Sławiński, 2008, s. 37]. Poglądy A. Sławińskiego nawiązują do istotnego wątku w rozważaniach dotyczących zjawiska nieadekwatności jednolitej polityki pieniężnej – efektywności działania mechanizmów dostosowawczych, które mogą zastąpić politykę pieniężną w roli stabilizatora koniunktury na poziomie krajowym.

Funkcjonowanie alternatywnych mechanizmów dostosowawczych w strefie euro

W literaturze przedmiotu można odnaleźć publikacje, których autorzy podjęli próby empirycznej oceny funkcjonowania alternatywnych mechanizmów dostosowawczych w gospodarkach krajów strefy euro. Z jednej strony wskazuje się na doświadczenia Niemiec, Austrii i Finlandii, które pokazały, że umiarkowany wzrost płac i cen skutecznie poprawił pozycję konkurencyjną ich gospodarek i doprowadził do ożywienia. Z drugiej strony, przywołuje się przykład Portugalii, w której szybki wzrost cen i realna aprecjacja względem innych krajów strefy euro doprowadziły do przedłużonego okresu stagnacji, zwłaszcza w warunkach utrzymującej się dolnej sztywności nominalnej płac [NBP, 2009, s. 277–278] związanej z płacą minimalną i negocjacjami zbiorowymi. S.I. Bukowski [2007, s. 178–181], powołując się na wyniki badań m.in. T. Boeri i P. Garibaldi [2006] oraz J. Babethskii [2006], wskazuje na znaczne zróżnicowanie stopnia elastyczności płac między krajami strefy euro, a ponadto jest zdania, że jest on zbyt niski, aby stanowić znaczący element krótkookresowych dostosowań. Podobne, pesymistyczne obserwacje dotyczą mobilności siły roboczej w strefie euro, która przez większość badaczy oceniana jest jako niewielka [Puhani, 1999; Bonin i in., 2008; Zimmermann, 2009; NBP, 2014, s. 21]. Sam EBC w swej dokumentacji potwierdza, że trwałe zróżnicowanie w poziomie bezrobocia w strefie euro jest konsekwencją niskiej elastyczności płac i małej mobilności siły roboczej [EBC, 2008, s. 79]. Relatywnie istotną rolę przypisuje się mobilności kapitału w absorbowaniu szoków asymetrycznych. Wprowadzenie euro oraz redukcja ryzyka kursowego umożliwiły dywersyfikację portfela aktywów podmiotów gospodarczych i wzmocniły mechanizm dyspersji ryzyka, a także stworzyły warunki swobodnego przepływu kapitału i zmniejszenia zależności rozwoju poszczególnych gospodarek od krajowego zasobu oszczędności [NBP, 2009, s. 332]²¹. Kolejny z mechanizmów dostosowawczych potencjalnie mógłby przybrać formę transferów fiskalnych z budżetu centralnego państw członkowskich. Niemniej jednak, w tej sprawie na przestrzeni wielu lat nie osiągnięto postępu w strefie euro. Od 1999 r. nie podjęto zdecydowanych działań integracyjnych w kierunku wspólnej polityki fiskalnej [Marchewka-Bartkowiak, 2013a, s. 63; Jakóbiak,

²¹ Szerzej na ten temat zob.: NBP [2009, s. 332–335].

2011, s. 124]. Choć w dyskusjach o nowych reformach budżetowych coraz częściej pojawiają się pojęcia: unii fiskalnej, budżetu federalnego, wspólnych obligacji strefy euro czy pełnej unii gospodarczej, to kluczowym pojęciem pozostaje nadal „koordynacja” polityki fiskalnej [Marchewka-Bartkowiak, 2013a, s. 63]²². Każdy z krajów członkowskich może stosować politykę fiskalną jako narzędzie dostosowywania do wstrząsów asymetrycznych i stabilizacji wahań cyklu koniunkturalnego, aczkolwiek decyzje w tym zakresie nie są podejmowane w sposób w pełni autonomiczny, ponieważ podlegają unijnym regułom i ograniczeniom budżetowym stanowiącym bariery dla nadmiernego wydatkowania i zadłużania się poszczególnych krajów członkowskich²³. Kryzys uwidocznił jednak, że istniejące mechanizmy nadzoru nad krajową polityką fiskalną nie były wystarczająco efektywne, by zapobiec nadmiernemu zadłużaniu się przez kraje członkowskie oraz zapewnić, że krajowa polityka fiskalna będzie stanowić skuteczne narzędzie stabilizacji cyklu koniunkturalnego [NBP, 2014, s. 7]. W konsekwencji problemów związanych z wystąpieniem współczesnego kryzysu, koordynacja narodowej polityki fiskalnej została wzmocniona²⁴. Podjęte działania dyscyplinujące mają na celu zwiększenie możliwości stabilizacyjnego oddziaływania polityki fiskalnej w przyszłości. Niemniej istnieje ryzyko, że w krótkim okresie skutkiem dodatkowych restrykcji w zakresie polityki fiskalnej w krajach strefy euro, znajdujących się w fazie spowolnienia gospodarczego, może być przedłużenie lub pogłębienie załamania w ich gospodarkach²⁵.

Słabość mechanizmów korygujących utrzymujące się nierównowagi oraz ograniczających ryzyko ich akumulacji w przyszłości sugeruje silną potrzebę reform strukturalnych mających na celu poprawę ich efektywności w poszczególnych krajach członkowskich. Obecnie przeważa pogląd, że suboptymalne funkcjonowanie strefy euro wynika w stosunkowo niewielkim stopniu z rozwiązań przyjętych w jej „monetarnym ramieniu” (EBC), natomiast w bardzo znaczącym stopniu z mechanizmów składających się na jej „ramię ekonomiczne”. Istotne znaczenie dla efektywnego funkcjonowania strefy euro ma wzmocnienie jej „ekonomicznego ramienia” w kilku kluczowych obszarach. Z badań empirycznych wynika, że reformy obejmujące rynek towarów i rynek pracy, a ponadto wzrost inwestycji na B+R oraz utworzenie jednolitego rynku

²² Najpoważniejszy krok w kierunku integracji polityki fiskalnej podjęto obecnie w obszarze zaciągania długu, poprzez utworzenie Europejskiego Mechanizmu Stabilizacji (ang. *European Stability Mechanism*, ESM). Na ten temat zob.: Marchewka-Bartkowiak [2013a, 2013b], Tchorek [2013].

²³ Szczegółowa analiza zasad koordynacji polityki fiskalnej w strefie euro znajduje się w pracach K. Marchewki-Bartkowiak [2010, 2013a].

²⁴ Szerzej na ten temat: Marchewka-Bartkowiak [2010, 2012], Tchorek [2013].

²⁵ Z uwagi na ryzyko trwałej dywergencji dochodów pomiędzy krajami członkowskimi strefy euro zagrażającej stabilności politycznej całego ugrupowania wskazuje się na potrzebę wprowadzenia dodatkowych form wsparcia dla najbardziej zadłużonych krajów, charakteryzujących się istotnymi słabościami strukturalnymi [NBP, 2014, s. 26]. Szczegółowa analiza proponowanych rozwiązań w obszarze integracji fiskalnej i gospodarczej zob.: NBP [2014, s. 15–68].

usług finansowych mogłyby przyspieszyć tempo wzrostu strefy euro o prawie jeden punkt procentowy [Regling, 2007 za Wojtyna, 2008, s. 6]. Między polityką pieniężną EBC a reformami strukturalnymi występuje zatem silna komplementarność [Wojtyna, 2008 s. 6]²⁶. Postęp w reformach zmniejsza ryzyko związane z nieadekwatnością wspólnej polityki pieniężnej.

Zakończenie

Autorzy przytoczonych wyników pomiarów nieadekwatności polityki pieniężnej EBC zgodnie wskazali, że jednolita polityka pieniężna EBC nie była w jednakowym stopniu dopasowana do potrzeb każdego z krajów strefy euro. Heterogeniczna sytuacja gospodarcza państw-członków strefy euro oraz niejednakowa sprawność funkcjonujących w nich mechanizmów dostosowawczych zdają się różnicować skuteczność jednolitej polityki pieniężnej EBC na poziomie całej strefy euro oraz każdej z gospodarek w zakresie kształtowania stabilizacji makroekonomicznej. Wydaje się zatem, że podstawę pełnej oceny stabilizacyjnego oddziaływania jednolitej polityki pieniężnej powinna stanowić obserwacja stanu koniunktury na obu wymienionych poziomach analizy.

Kryzys w strefie euro uświadomił istnienie silnego związku między stabilnością poszczególnych krajów członkowskich a stabilnością całego ugrupowania. Antykryzysowe działania podjęte przez EBC zmniejszyły prawdopodobieństwo rozpadu strefy euro. Niemniej jednak EBC nie jest w stanie samodzielnie rozwiązać wszystkich problemów gospodarczych o charakterze strukturalnym w strefie euro. Zagwarantowanie pomyślnego funkcjonowania unii walutowej w Europie pozostaje raczej w gestii krajowych rządów i zależy od kierunku nadawanego przez ich politykę gospodarczą i zdolności do przeprowadzenia trudnych reform strukturalnych [Pronobis, 2013, s. 2, 12].

Ponadto kryzys pokazał, jak skomplikowane staje się prowadzenie wspólnej polityki pieniężnej, gdy poszczególne kraje członkowskie nie tylko znajdują się w odmiennej sytuacji koniunkturalnej, ale także różnią się stopniem wrażliwości sektora bankowego na zaburzenia na rynkach aktywów. Z tego powodu zwiększono rolę EBC w nadzorze nad unijnym systemem finansowym. Spowodowało to przesunięcie akcentu z tradycyjnego obszaru koordynacji polityki pieniężnej i fiskalnej na interakcje między narzędziami oddziałującymi na stabilność cen oraz na stabilność finansową [Wojtyna, 2008, s. 18].

Jednocześnie warto podkreślić, że zmiany w architekturze instytucjonalnej strefy euro/UE, wprowadzone w następstwie kryzysu, mają na celu ograniczenie prawdopodobieństwa występowania wstrząsów asymetrycznych i efektu zarażania. Wypracowanie skutecznych mechanizmów odgrywających rolę dodatkowej osłony przed kryzysami w przyszłości wymaga jednak szczegółowego monitorowania ich funkcjonowania i ewolucyjnej adaptacji, a także najprawdopodobniej wypracowania kolejnych rozwiązań przystosowanych

²⁶ Szerzej na ten temat zob.: Wojtyna [2008].

do zmieniających się uwarunkowań. Z tego powodu podkreśla się, że sukces wspólnej waluty w przyszłości będzie uzależniony również od determinacji krajów członkowskich strefy euro do dalszego pogłębiania integracji ekonomicznej i politycznej.

Z uwagi na zmieniające się ramy instytucjonalne oraz kształt strefy euro stabilizacyjne oddziaływanie polityki pieniężnej EBC może ulegać ewolucji. Wydaje się zatem, że problematyka nieadekwatności jednolitej polityki pieniężnej EBC będzie nadal ważnym przedmiotem zainteresowań wielu ekonomistów.

Analizowany problem badawczy jest szczególnie istotny z perspektywy polskiej gospodarki, która wraz z przystąpieniem do Unii Europejskiej, stała się członkiem z tzw. derogacją Unii Gospodarczej i Walutowej. Status kraju członkowskiego z derogacją oznacza, że Polska jest formalnie zobowiązana do przyjęcia wspólnej waluty euro i chociaż dokładny termin jej wprowadzenia nie został jeszcze określony, to będzie ona musiała stawić czoła konsekwencjom wynikającym z jednolitej polityki pieniężnej w kontekście jej stabilizacji makroekonomicznej. W świetle przedstawionych wniosków, ważne wydają się badania porównawcze dotyczące poziomu rozwoju i stopnia synchronizacji przebiegu cyklu koniunkturalnego gospodarki Polski w odniesieniu do państw strefy euro, a także funkcjonowania alternatywnych, wobec polityki pieniężnej, mechanizmów dostosowawczych, by na tej podstawie móc dokonać właściwej oceny ewentualnego ryzyka nieadekwatności jednolitej polityki pieniężnej EBC i prawidłowo uwzględnić koszty tego zjawiska w bilansie korzyści i kosztów przystąpienia Polski do obszaru euro.

Bibliografia

- Albiński P. red. [2014], *Kryzys a polityka stabilizacyjna w Unii Europejskiej*, Szkoła Główna Handlowa, Warszawa.
- Babetskii J. [2006], *Aggregate Wage Flexibility in Selected New EU Member States*, „Czech National Bank Working Paper Series”, no. 1.
- Barczyk R., Lubiński M. [2009], *Dylematy stabilizowania koniunktury*, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Poznaniu, Poznań.
- Barczyk R., Konopczak K., Lubiński M., Marczewski K. [2010], *Synchronizacja wahań koniunkturalnych. Mechanizmy i konsekwencje*, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Poznaniu, Poznań.
- Beau D., Clerc L., Mojon B. [2012], *Macroprudential Policy and the Conduct of Monetary Policy*, Working Paper, no. 390, Banque de France.
- Beck T., Gros D. [2012], *Monetary Policy and Banking Supervision: Coordination instead of Separation*, CEPS Policy Brief, no. 286.
- Bednarczyk J. [2012], *Złudzenia pełnej stabilności cen*, w: *Współczesna bankowość centralna*, red. W.L. Jaworski, A. Szelągowska, CeDeWu, Warszawa.
- Blanchard O. [2006], *Portugal, Italy, Spain, and Germany. The Implications of Suboptimal Currency Area*, WEL-MIT meeting, New York, <http://economics.mit.edu/files/758> (21.05.2014).

- Boeri T., Garibaldi P. [2006], *Are Labour Markets in the New Member States Sufficiently Flexible for EMU?*, "Journal of Banking & Finance", no. 30.
- Bonin H., Eichhorst W., Florman C., Hansen M.O., Skiöld L., Stuhler J., Tatsiramos K., Thomsen H., Zimmermann K.F. [2008], *Geographic Mobility in the European Union: Optimising its Economic and Social Benefits*, IZA Research Report, no. 19, www.iza.org/en/webcontent/publications/reports/report_pdfs/iza_report_19.pdf (29.05.2014).
- Borowski J. [2001], *Podatność Polski na szoki asymetryczne a proces akcesji do Unii Gospodarczej i Walutowej*, „Bank i Kredyt”, nr 11–12.
- Borowski J. [2011], *Integracja monetarna. Wyzwania dla Polski*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa.
- Borsi M., Metiu N. [2013], *The Evolution of Economic Convergence in the European Union*, Discussion Paper, Deutsche Bundesbank, no. 28.
- Brissimis S.N., Skotida I. [2008], *Optimal Monetary Policy in the Euro Area in the Presence of Heterogeneity*, "Journal of International Money and Finance", vol. 27, no. 2, <http://www.bankofgreece.gr/BogEkdoseis/Paper200762.pdf> (10.04.2014).
- Bukowski S.I. [2007], *Unia monetarna. Teoria i praktyka*, Difin, Warszawa.
- Clarida R., Gali J., Gertler M. [1998], *Monetary Policy Rules in Practice: Some International Evidence*, "European Economic Review", vol. 42, no. 6.
- Dadush U., Wyne Z., Ali S. [2012], *Club Med and the Sun Belt: Lessons from Adjustment Within a Monetary Union*, <http://www.voxeu.org/article/club-med-and-sun-belt-lessons-adjustment-within-monetary-union> (0.12.2014).
- Dobrzańska A. [2014], *Polityka makroostrożnościowa – zagadnienia instytucjonalne. Teoria i dotychczasowe doświadczenia UE*, „Materiały i Studia”, nr 307, Narodowy Bank Polski, Warszawa.
- Drehmann M., Borio C., Tsatsaronis K. [2012], *Characterising the Financial Cycle: Don't Lose Sight of the Medium Term!*, BIS Working Papers, no. 380.
- EBC [1998], *The Quantitative Reference Value for Monetary Growth*, ECB Press Release, grudzień, http://www.ecb.int/press/pr/date/1998/html/pr981201_3.en.html (10.04.2014).
- EBC [2008], *Labour Supply and Employment in the Euro Area Countries*, ECB Occasional Paper, no. 87.
- Flaig G., Wollmerhaeuser T. [2007], *Does The Euro-Zone Diverge? A Stress Indicator for Analyzing Trends and Cycles in Real GDP and Inflation*, CESifo Working Paper, no. 1937.
- Frankel J.A., Rose A.K. [1996], *The Endogeneity of the Optimum Currency Area Criteria*, "The Economic Journal", vol. 108, no. 449.
- Gambacorta L., Hofmann B., Peersman G. [2014], *The Effectiveness of Unconventional Monetary Policy at the Zero Lower Bound: A Cross-Country Analysis*, "Journal of Money, Credit and Banking", vol. 46, no. 4.
- Goodhart C.A.E. [2011], *The Macro-Prudential Authority: Powers, Scope and Accountability*, "OECD Journal: Financial Market Trends", vol. 2, Iss. 2, <http://www.oecd.org/finance/financial-markets/48979021.pdf> (10.09.2014).
- González-Páramo J.M. [2010], *Reform of the architecture of the financial system*, http://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2010/html/sp100621_1.en.html (10.09.2014).
- Grubel H.G. [1977], *International Economics*, Homewood, Illinois.

- Götz M. [2012], *Kryzys i przyszłość strefy euro*, Difin, Warszawa.
- Hayo B. [2006], *Is European Monetary Policy Appropriate for the EMU Member Countries?: A Counterfactual Analysis*, "Marburger Volkswirtschaftliche Beiträge", no. 10, hdl.handle.net/10419/29842 (29.05.2014).
- IMF [2013], *The Interaction of Monetary and Macroprudential Policies*, styczeń.
- Jakóbiak W. [2011], *Dylematy akcesji do strefy euro*, w: *Polityka gospodarcza w świetle kryzysowych doświadczeń*, red. J. Stacewicz, Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, Warszawa.
- Kenen P. [1969], *The Theory of Optimum Currency Areas: An Eclectic View*, w: *Monetary Problems of International Economy*, red. R. Mundell, A. Swoboda, University of Chicago, Chicago.
- Krugman P. [2012a], *Revenge of the Optimum Currency Area*, "NBER Macroeconomics Annual", vol. 27, no. 1.
- Krugman P. [2012b], *Zakończcie ten kryzys*, Helion, Gliwice.
- Lee J. [2013], *Business Cycle Synchronization in Europe: Evidence from a Dynamic Factor Model*, "International Economic Journal", vol. 27, no. 3.
- Lee J., Crowley P.M. [2009], *Evaluation the Stresses from ECB Monetary Policy in the Euro Area*, "Bank of Finland Research Discussion Papers", no. 11.
- Lee J., Crowley P.M. [2010], *Evaluating the Monetary Policy of the European Central Bank*, http://www.dallasfed.org/assets/documents/institute/events/2010/10eu_lee.pdf (19.03.2014).
- Lopez C., Papell D.H. [2012], *Convergence of Euro Area Inflation Rates*, "Journal of International Money and Finance", vol. 31, no. 6.
- Marchewka-Bartkowiak K. [2010], *Reformy Paktu na rzecz Stabilności i Wzrostu*, „Studia BAS”, nr 3.
- Marchewka-Bartkowiak K. [2012], *Nowe ponadnarodowe reguły budżetowe odpowiedzi na kryzys zadłużenia publicznego w strefie euro*, „Studia Ekonomiczne”, nr 1.
- Marchewka-Bartkowiak K. [2013a], *Korzyści i koszty wejścia Polski do strefy euro w świetle integracji długu i budżetu UGW*, w: *Wprowadzenie euro w Polsce – za i przeciw*, red. J. Adamiec, BAS, Warszawa.
- Marchewka-Bartkowiak K. [2013b], *Obligacje unijne*, „Infos BAS”, nr 18.
- McKinnon R.I. [1963], *Optimum Currency Areas*, "The American Economic Review", vol. 53, no. 4.
- Mundell R. [1961], *A Theory of optimum Currency Areas*, "The American Economic Review", vol. 51, no. 4.
- NBP [2009], *Raport na temat pełnego uczestnictwa Rzeczypospolitej Polskiej w trzecim etapie Unii Gospodarczej i Walutowej*, Narodowy Bank Polski, Warszawa.
- NBP [2014], *Ekonomiczne wyzwania integracji Polski ze strefą euro*, Narodowy Bank Polski, Warszawa.
- Ochrymiuk M., Rogut A. [2010], *Konwergencja nominalna w strefie euro. Implikacje dla Polski*, Narodowy Bank Polski, Warszawa, http://www.nbportal.pl/r/euro/materialy_papierowe_pdf/Konwergencja_nominalna_na_stron_.pdf (5.02.2014).
- Puhani P.A. [1999], *Labour Mobility – an Adjustment Mechanism in Euroland? Empirical Evidence for Western Germany, France and Italy*, "Forschungsinstitut zur Zukunft der Arbeit in Bonn Discussion Paper", no. 34.

- Pronobis M. [2013], *Czy Europejski Bank Centralny uratuje strefę euro?*, Centrum Europejskie Natolin, Analiza Natolin, 9(68), Warszawa.
- Regling K. [2007], *Strengthening the Economic Leg of EMU*, "Central Banking", no. 1.
- Reichenbachas T. [2013], *Analysis of the ECB Monetary Policy Match for the needs of the Euro Area Countries' Needs*, "Ekonomika", vol. 92, no. 3.
- Rogut A. [2010], *Koszty i zagrożenia związane z wejściem Polski do strefy euro*, w: *Mechanizmy funkcjonowania strefy euro*, red. P. Kowalewski, G. Tchorek, J. Górski, Narodowy Bank Polski, Warszawa.
- Rogut A., Tchorek G. [2008], *Dyskusja o wspólnej walucie. Korzyści i koszty dla Polski*, „Bank i Kredyt”, grudzień.
- Sławiński A. [2008], *Znaczenie czynników ryzyka towarzyszących wchodzeniu Polski do ERM2 i do strefy euro*, „Ekonomista”, nr 1.
- Sławiński A. [2012], *Strefa euro: scenariusz alternatywny*, „Acta Universitatis Lodziensis, Folia Oeconomica”, nr 273.
- Smaga P. [2013], *Wpływ Europejskiej Rady ds. Ryzyka Systemowego na stabilność finansową w UE*, „Gospodarka Narodowa”, nr 3.
- Soares M., Aguiar-Conraria L. [2014], *Inflation Rate Dynamics Convergence within the Euro*, Computational Science and Its Applications – ICCSA, Springer International Publishing.
- Statut ESBC i EBC [2008], DzU C 115/230, 9.05.2008, http://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/pl_statute_from_c_11520080509pl02010328.pdf (25.04.2014).
- Straubhaar T., Vöpel H. [2012], *Stabilisierung einer nicht-optimalen Europäischen Währungsunion*, "Zeitschrift für Wirtschaftspolitik", vol. 61, no. 1.
- Sturm J-E., Wollmershaeuser T. [2008], *The Stress of Having A Single Monetary Policy in Europe*, CESifo Working Paper, no. 2251.
- Szpunar P.J. [2012], *Rola polityki makroostrożnościowej w zapobieganiu kryzysom finansowym*, „Materiały i Studia”, nr 278.
- Szyszko M. [2013], *Polityka mikroostrożnościowa a polityka pieniężna EBC w kontekście zintegrowanych ram finansowych*, w: *Unia bankowa*, red. M. Zaleska, Difin, Warszawa.
- Tchorek G. [2010], *Teoretyczne podstawy integracji walutowej*, w: *Mechanizmy funkcjonowania strefy euro*, red. P. Kowalewski, G. Tchorek, J. Górski, Narodowy Bank Polski, Warszawa.
- Tchorek G. [2013], *Nierównowagi fiskalne i makroekonomiczne w strefie euro a nowe rozwiązania instytucjonalne*, "Management and Business Administration. Central Europe", vol. 21, no. 2.
- TfUE [2010], Traktat o funkcjonowaniu Unii Europejskiej, DzU C 83/47, 30.03.2010, <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:C:2010:083:0047:0200:PL:PDF> (10.02.2014).
- TUE [2010], Traktat o Unii Europejskiej, DzU C 83/13, 30.03.2010, <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:C:2010:083:0013:0046:PL:PDF> (17.02.2014).
- Urbanowicz Z. [2014], *Stabilizacyjna rola polityki pieniężnej w warunkach unii walutowej*, „Ruch Prawniczy, Ekonomiczny i Socjologiczny”, nr 4, Uniwersytet Adama Mickiewicza, Poznań.

- Weber A. [2008], *The Eurosystem and its Prospects – History in the Making*, przemówienie wygłoszone podczas 18th Conference of the European Association for banking and Financial History, Frankfurt nad Menem, http://www.bundesbank.de/Redaktion/EN/Downloads/Press/Reden/2008/2008_05_30_weber_eurosystem-and-its-prospects-history-in-making.pdf?__blob=publicationFile (01.11.2014).
- Wierzbą R. [2009], *Euro – dziesięć lat funkcjonowania*, w: *Studia z bankowości centralnej i polityki pieniężnej*, red. W. Przybylska-Kapuściska, Difin, Warszawa.
- Wojnicka E. [2001], *Spory wokół teorii optymalnych obszarów walutowych*, „*Ekonomista*”, nr 1.
- Wojtyna A. [2008], *Polityka pieniężna w strefie euro: dawne wyzwania, nowe obawy*, „*Gospodarka Narodowa*”, nr 11–12, http://gospodarkanarodowa.sgh.waw.pl/p/gospodarka_narodowa_2008_11-12_01.pdf (5.08.2014).
- Wójcik C. [2008], *Integracja ze strefą euro. Teoretyczne i praktyczne aspekty konwergencji*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
- Van Poeck A. [2010], *One Money and Sixteen Needs: Has the ECB's Monetary Policy Become More Balanced Towards the Needs of the Member States?*, „*De Economist*”, vol. 158, no. 1.
- Zaleska M. red. [2013], *Unia bankowa*, Difin, Warszawa.
- Zimmermann K.F. [2009], *Labour Mobility and the Integration of European Labour Markets*, IZA Discussion Paper Series, no. 3999, <ftp.iza.org/dp3999.pdf> (29.05.2014).
- Żywiecka H. [2013], *Niestandardowe działania banków centralnych w warunkach globalnego kryzysu finansowego*, CeDeWu, Warszawa.

Strony internetowe

ESRB, <http://www.esrb.europa.eu>

EBC, <http://www.ecb.europa.eu/ecb/tasks/stability/html/index.pl.html>

THE INADEQUACY OF THE EUROPEAN CENTRAL BANK'S MONETARY POLICY IN THE PROCESS OF MACROECONOMIC STABILIZATION IN THE EUROZONE

Summary

The article examines the single monetary policy of the European Central Bank (ECB) in terms of whether it meets the stabilization needs of eurozone member states. The analysis indicates that, during the latest economic downturn in the euro area, the bank's single monetary policy was not equally suited to the needs of individual economies.

According to the author, the recent economic downturn exacerbated imbalances in euro-area member economies and raised concerns about the stability of the whole group.

Due to differences in the economic situation of member states and diverse adjustment mechanisms, the ECB's single monetary policy varied in effectiveness in terms of macroeconomic stability, the author argues.

According to Urbanowicz, the eurozone crisis has demonstrated that there is a strong relationship between the stability of individual member states and the stability of the entire group. Another conclusion is that the ECB's anti-crisis measures reduced the probability of a collapse of the eurozone. However, the ECB cannot solve all the structural economic problems in the euro zone on its own, Urbanowicz says. The key to a successful monetary union in Europe is chiefly in the hands of national governments, she adds, concluding that ultimate success depends on their economic policies and their ability to carry out difficult structural reforms.

Keywords: European Central Bank, single monetary policy, macroeconomic stabilization, eurozone

JEL classification codes: E32, E52, E58
