



# OSPODARKA NARODOWA

11-12  
(207-208)  
Rok XIX  
listopad-grudzień  
2008

Andrzej WOJTYNA\*

## **Polityka pieniężna w strefie euro: dawne obawy, nowe wyzwania<sup>1</sup>**

### **Uwagi wstępne**

Zbliża się dziesiąta rocznica utworzenia Unii Gospodarczej i Walutowej, co w naturalny sposób sprzyja próbom podsumowań oraz konfrontowania oczekiwań i obaw z faktycznymi rezultatami. Również w Polsce zaczyna ożywać publiczna dyskusja nad potencjalnymi korzyściami i kosztami członkostwa w UGW, choć nadal trudno jest przekonująco wyjaśnić, dlaczego ta tak ważna kwestia nie odgrywała poważniejszej roli w kampaniach wyborczych (prezydenckiej i dwu parlamentarnych), które odbyły się przecież już po przystąpieniu do Unii Europejskiej. Mimo że od przystąpienia do UE minęły już cztery lata, publiczna dyskusja nie wykroczyła w zasadzie poza dosyć wczesny etap, który charakteryzuje się przede wszystkim tym, że wątki ideologiczne i polityczne biorą zdecydowanie górę nad pogłębioną analizą ekonomiczną. Tam natomiast, gdzie dominują wątki ekonomiczne, argumenty teoretyczne rzadko wykraczają poza dosyć uproszczoną i jednostronną interpretację koncepcji optymalnych obszarów walutowych oraz kryteriów z Maastricht. Rzadko przytaczane są też wyniki poważnych badań empirycznych, a zamiast tego z reguły wybiera się wygodne przypadki (najczęściej Portugalii), by uzasadnić określoną tezę. O słabym ciągle zaawansowaniu debaty publicznej świadczą m.in. wypowiedzi Prezydenta RP, który jako argument przeciw przystąpieniu do UGW podaje ryzyko wyższej inflacji nie uzasadniając, z czego miałyby ono wynikać i jak

\* Autor jest pracownikiem Katedry Makroekonomii w Uniwersytecie Ekonomicznym w Krakowie. Artykuł wpłynął do redakcji w listopadzie 2008 r.

<sup>1</sup> Nieznacznie zmodyfikowana wersja tekstu przygotowanego do książki pod redakcją Anny Krajewskiej i Michała Mackiewicza *Polityka monetarna i fiskalna w okresie akcesji do strefy euro*, która ukaże się nakładem Wydawnictwa Instytutu Ekonomii Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2008.

długo trwać oraz całkowicie pomijając potencjalne korzyści z członkostwa. Można mieć nadzieję, że przygotowywany przez Biuro ds. Integracji ze Strefą Euro NBP nowy raport nie tylko pobudzi dyskusję na temat korzyści i kosztów, ale przede wszystkim znacząco podniesie jej poziom, rozwiewając mity i korygując powierzchowne oceny. Sprzyjać temu powinny też doświadczenia Słowacji – zarówno z pobytu w ERM-2, jak i z zamiany krajowej waluty na euro.

Celem niniejszego artykułu nie jest bezpośrednie nawiązanie do dyskusji nad potencjalnymi korzyściami i kosztami uczestnictwa Polski w UGW oraz nad wyborem optymalnej ścieżki dochodzenia do pełnego członkostwa. Chodzi raczej o pośrednie nawiązanie do tych kwestii poprzez przedstawienie doświadczeń, bieżących dylematów oraz przyszłych uwarunkowań polityki monetarnej Europejskiego Banku Centralnego. Z tego punktu widzenia ostatnie miesiące wydają się być szczególnie interesujące, ponieważ pod koniec pierwszej dekady istnienia UGW, zaburzenia na światowych rynkach finansowych stały się nowym i właściwie pierwszym, bardzo poważnym testem dla polityki prowadzonej przez EBC. Jest jeszcze zdecydowanie zbyt wcześnie na wstępną choćby ocenę wyników tego testu. Dlatego w artykule podjęta jest próba poszukiwania odpowiedzi na następujące inne ważne pytania:

1. Dlaczego przy ocenie skutków polityki pieniężnej ECB istotne jest uwzględnienie bardziej ogólnych ram instytucjonalnych?
2. W jakim zakresie uzasadnione było przyjęcie przez EBC specyficznego kształtu strategii polityki pieniężnej?
3. Na ile reguła Taylora okazuje się przydatna w ocenie restrykcyjności polityki pieniężnej ECB?

Tak zarysowany cel opracowania wymaga wprowadzenia pewnych istotnych rozróżnień na trzech poziomach ogólności. Po pierwsze, ocenę skutków UGW należy odróżnić od skutków polityki EBC. Niektóre efekty przypisywane polityce EBC mogą być w rzeczywistości ubocznym skutkiem (w całości lub przynajmniej w znacznej części) szerszych uwarunkowań instytucjonalnych leżących u podstaw UGW. Po drugie, należy zwrócić uwagę, że pojęcie „polityka ECB” ma znacznie szerszy zakres znaczeniowy niż pojęcie „polityka monetarna”. To pierwsze obejmuje nie tylko dbałość o stabilność cen, ale także oddziaływanie na rzecz stabilności systemu finansowego, które zyskało bardzo silnie na znaczeniu od sierpnia 2007 r. Po trzecie, istotne staje się rozróżnienie między polityką monetarną w wąskim i w szerokim rozumieniu. W tym pierwszym przypadku chodzi przede wszystkim o politykę stóp procentowych, podczas gdy w drugim konieczne jest uwzględnienie polityki kursowej (a właściwie także roli euro jako waluty międzynarodowej).

W niniejszym artykule akcent położony jest na prowadzoną przez EBC politykę stóp procentowych, co jednak celowo nie zostało odzwierciedlone w tytule, aby wypuklić znaczenie powiązań między wymienionymi powyżej trzema płaszczyznami analizy. Jest to istotne ze względu na przyjętą w opracowaniu perspektywę, zgodnie z którą w ocenie efektów UGW sama polityka monetarna odgrywa obecnie zdecydowanie mniejszą rolę niż cała polityka pro-

wadzona przez EBC oraz szersze ramy instytucjonalne funkcjonowania UGW (*economic governance*). Perspektywa ta wyznacza strukturę opracowania. Poniżej omówione są najnowsze kierunki badań nad znaczeniem tego szerszego otoczenia instytucjonalnego, a następnie akcent przesuwają się na sporne kwestie dotyczące przyjętej przez EBC strategii polityki pieniężnej oraz sposobu jej prowadzenia. Całość zamykają uwagi końcowe.

### **Znaczenie szerszych uwarunkowań instytucjonalnych**

W ostatnim okresie ponownie dużo miejsca w dyskusji nad dotychczasowymi osiągnięciami oraz przyszłością UGW poświęca się rozwiązaniom instytucjonalnym. Wynika to z kilku powiązanych ze sobą przyczyn. Po pierwsze, choć proces integracji walutowej przyniósł pozytywne rezultaty w zakresie stabilności cen oraz stabilności finansowej, to jak dotąd nie udało się osiągnąć przewidywanych korzyści w postaci przyspieszenia wzrostu gospodarczego i realnej konwergencji. Po drugie, badania nad wzrostem gospodarczym coraz wyraźniej wskazują na jakość oraz komplementarność instytucji jako jedną z najważniejszych przyczyn zróżnicowania długookresowych stóp wzrostu w skali międzynarodowej. Po trzecie, perspektywa przystępowania do UGW kolejnych krajów członkowskich UE o niższym poziomie rozwoju pociąga za sobą konieczność odpowiednich dostosowań instytucjonalnych m.in. w zakresie podejmowania decyzji. Po czwarte, coraz silniejsze międzynarodowe powiązania finansowe zwiększają szybkość przenoszenia się zaburzeń, co może wymagać szybkich działań upodabniających politykę ekonomiczną do zarządzania kryzysowego i tym samym odmiennych rozwiązań instytucjonalnych. Po piąte, weto Francji i Holandii w sprawie Traktatu Konstytucyjnego bardzo znacząco zmodyfikowało dalszy proces integracji gospodarczej i politycznej w UE, co ma istotne znaczenie dla możliwości zrealizowania potencjalnych korzyści z UGW.

Mimo nagłośnienia w mediach wypowiedzi niektórych polityków sugerujących możliwość wystąpienia z UGW (m.in. Włoch), obecnie dominuje pogląd, że prawdopodobieństwo jej rozpadu jest stosunkowo niewielkie (zob. szerzej [Eichengreen, 2007]). Z drugiej strony należy pamiętać, że dysfunkcyjność instytucji była w przeszłości częstą przyczyną załamania się unii walutowych. Dlatego analizując obecne dylematy UGW z perspektywy wcześniejszych unii walutowych, Bordo i James (2008) wskazują, że w przeszłości banki centralne i kierowane przez nie waluty traciły reputację z następujących powodów:

- poważnych problemów fiskalnych wywierających presję w kierunku monetyzacji długu publicznego,
- niskiego tempa wzrostu rodzącego naciski na bank centralny, aby zastosował bardziej ekspansywną politykę,
- dysproporcji regionalnych wywołujących żądania zastosowania zróżnicowanej polityki pieniężnej,
- poważnych kryzysów systemu finansowego, które podważyły reputację banków centralnych w okresie międzywojennym,

- sprzeczności między międzynarodową a krajową rolą waluty światowej, co wywoływało konflikty wokół polityki monetarnej Wielkiej Brytanii w latach 20. oraz Stanów Zjednoczonych w latach 60. i 70.

W świetle tych doświadczeń jest w pełni zrozumiałe, że poszukiwane są nowe rozwiązania instytucjonalne, które pozwoliłyby ograniczyć ryzyko wystąpienia powyższych problemów i zwiększyłyby efektywność UGW. Chodzi w tym przypadku o stworzenie odpowiednich ram prowadzenia polityki ekonomicznej, jak chyba najtrafniej można przetłumaczyć używane w tym kontekście angielskie pojęcie *economic governance*<sup>2</sup>. Zdaniem Begga [2008] pojęcie to „łączy filozofię i architekturę prowadzenia polityki ekonomicznej z instytucjami, mechanizmami i praktykami, które wpływają na ewolucję gospodarki”. Begg wyróżnia sześć aspektów tego pojęcia, które pozwalają mu przeprowadzić interesującą ocenę instytucjonalnych rozwiązań przyjętych w UGW: 1) paradygmat polityki; 2) podejście do prowadzenia polityki; 3) strukturę instytucjonalną (*institutional mix*); 4) legalność i poddanie się demokratycznej kontroli; 5) przejrzystość i formy komunikacji oraz 6) stopień udziału różnych podmiotów w podejmowaniu decyzji. Choć ocena ta jest, ogólnie rzecz biorąc, pozytywna, to jednocześnie autor ten podkreśla, że „bardziej dojrzała i bardziej zakorzeniona UGW wymaga nowych zasad”. Za istotną słabość dotychczasowych rozwiązań uznaje on brak dobrze działającego, politycznego mechanizmu artykułowania preferencji, który pozwalałby godzić sprzeczne interesy krajów członkowskich w warunkach wspólnej polityki pieniężnej. Kluczowe znaczenie ma w tym przypadku znalezienie lepszego mechanizmu koordynacji krajowych polityk. Chociaż reforma Paktu Stabilności i Wzrostu pozwoliła wyeliminować część słabości pierwotnego rozwiązania, to jednak nadal nie jest jasne, czy stworzy on wystarczająco silne bodźce do prowadzenia bardziej odpowiedzialnej polityki fiskalnej.

Begg [2008] słusznie zwraca uwagę, że w obecnych uwarunkowaniach międzynarodowych dla efektywnego funkcjonowania UGW ważniejsze są prawdopodobnie inne niż fiskalny obszary koordynacji polityk narodowych. Choć bowiem EBC łatwiej jest wywiązać się z przyznanego mu mandatu utrzymania stabilności cen przy mechanizmach wymuszających bardziej restrykcyjną politykę fiskalną, to co najmniej równie istotne z tego punktu widzenia są działania wzmacniające podażową stronę gospodarki. Gdyby poprzez odpowiednie reformy udało się zwiększyć konkurencję na rynku produktów oraz uelastyczyć rynek pracy, to przy danej presji popytowej mniejsza byłaby presja inflacyjna i tym samym wyższe bezpieczne tempo wzrostu (*speed limit*)<sup>3</sup>. W obecnych ramach instytucjonalnych brak jest jednak odpowiedniego politycznego mechanizmu negocjacyjnego, który umożliwiłaby koordynację polityki fiskalnej, pie-

<sup>2</sup> Pisani-Ferry *et al.* [2008] używają w podobnym znaczeniu określeń *appropriate policy system* oraz *good policy framework*.

<sup>3</sup> W dyskusji nad znaczeniem reform strukturalnych dla polityki pieniężnej zwraca się też uwagę na odwrotną zależność, a mianowicie, że prawdopodobieństwo ich przeprowadzenia jest większe przy łagodnej polityce popytowej (tzw. *two-handed approach*). Zob. szerzej Leiner-Killinger *et al.* [2007].

niężnej i strukturalnej. Brak jest również odpowiednich agencji, które w przypadku polityki fiskalnej i strukturalnej byłyby odpowiednikiem EBC w zakresie polityki pieniężnej. Begg w interesujący sposób przedstawia logikę działania takiego potencjalnego mechanizmu koordynacji. Otóż zgodnie z tą logiką, EBC w prowadzonej przez siebie polityce uwzględniałby zmiany zachodzące po podażowej stronie gospodarki<sup>4</sup>. Gdyby więc władze fiskalne potrafiły utrzymać dyscyplinę budżetową, a „władze strony podażowej” potrafiłyby zapewnić większą elastyczność rynków, to mogłyby oczekiwać „nagrody” w postaci niższych stóp procentowych. I odwrotnie, zbyt luźna polityka fiskalna oraz sztywności strony podażowej byłyby „karane” wyższymi stopami procentowymi.

Należy zwrócić uwagę, że Begg nawiązuje w tym przypadku do idei Pisani-Ferry’ego [2006] rozwiniętej następnie w obszernym raporcie [Pisani-Ferry *et al.*, 2008]. Pisani-Ferry [2006] uważa, że EBC powinien oficjalnie wspierać politykę, która zmierza do obniżenia bezrobocia strukturalnego oraz przeniesienia strefy euro na wyższą ścieżkę wzrostu o ile istnieje wspólne zobowiązanie do przeprowadzenia reform i jeśli nie zagraża to stabilności cen. Zdaniem tego autora, EBC przyznał już zresztą, że między polityką makroekonomiczną a reformami strukturalnymi występuje komplementarność i że postęp w reformach zwiększałby pole manewru dla wspólnej polityki pieniężnej. Sądzi jednak, że obecnie powinien zostać uczyniony kolejny krok, wzmacniający tego rodzaju komplementarność. Problem polega na tym, czy uczynienie tego kroku jest możliwe przy obecnych rozwiązaniach instytucjonalnych. Należy bowiem pamiętać, że do tej pory UGW była właściwie projektem „technicznym”, który nie miał swojego jednoznacznego odpowiednika w ponadnarodowych strukturach politycznych (por. [Begg, 2008]). Cytowani autorzy za najwłaściwsze rozwiązanie uznają wzmocnienie roli tzw. Eurogrupy<sup>5</sup>.

Należy przypomnieć, że obecne propozycje wpisują się w długą tradycję kontrowersji wokół właściwego mechanizmu koordynacji polityki gospodarczej w UGW. Pisani-Ferry *et al.* [2008, s. 2]) wskazują na trzy stanowiska w tej sprawie: 1) zwolennicy „właściwej” UGW (*bare bones EMU*) traktują niezależność banku centralnego, dyscyplinę budżetową oraz integrację rynków jako trzy najważniejsze i wystarczające elementy; 2) zwolennicy „federalnej” UGW przyjmują, że unia walutowa wymaga jakiejś formy unii politycznej i 3) zwolennicy UGW „opartej na koordynacji” uważają, że „właściwa” unia jest rozwiązaniem niekompletnym, ale opowiadają się za koordynacją polityki, a nie za centralizacją. Autorzy ci uważają, że obecnie konieczne staje się sprecyzowanie, jak w przyszłości ma wyglądać struktura instytucjonalna UGW. Za koniecznością tą przemawiają trzy przyczyny. Pierwsza ma charakter polityczny i dotyczy rozdźwięku między opinią elit politycznych i społeczeństwa na temat przyszłości UE, jaki zaznaczył się wyraźnie po referendum we Francji i Holandii. Druga

<sup>4</sup> Oznaczałoby to, że w funkcji reakcji banku centralnego znajdowałyby zmienne niezależne charakteryzujące sytuację fiskalną oraz stronę podażową gospodarki.

<sup>5</sup> Tworzą ją ministrowie finansów strefy euro. Wzmocnienie pozycji Eurogrupy oznaczałoby osłabienie roli Ecofinu i prowadziłoby do napięć między członkami strefy euro a pozostałymi krajami UE.

ma charakter ekonomiczny i wiąże się ze zmianami zachodzącymi w gospodarce światowej. Zdaniem autorów, w latach 1999-2007 gospodarka strefy euro nie rozwijała się w sposób spektakularny, mimo że otoczenie zewnętrzne było bardzo korzystne. Ze względu na niekorzystne szoki realne i finansowe, które w różnym stopniu dotknęły ostatnio poszczególne kraje, problemy dostosowawcze będą bardziej palące. Podział koniecznych dostosowań między szczebel krajowy i szczebel UGW wymaga bardziej klarownych reguł gry. Trzecia przyczyna wiąże się natomiast z rozszerzeniem strefy euro o nowe państwa członkowskie. Reguły funkcjonowania UGW zostały określone na początku lat 90. i to pod kątem uwarunkowań „Dwunastki”. Tak więc rozszerzeniu UGW powinno towarzyszyć dostosowanie tych reguł do nowych warunków. Ze względu na te trzy grupy przyczyn, w obszernym raporcie Pisani-Ferry *et al.* [2008] przedstawiają szeroki program zmian instytucjonalnych w UGW, który ma na celu zwiększenie efektywności jej działania. Podkreślają jednak, że program ten opiera się na zmianach stopniowych i w niewielkim zakresie wymaga zmian w zapisach traktatowych.

Ekonomiści są coraz bardziej zgodni co do tego, że problemy gospodarcze Europy leżą po podażowej, a nie popytowej stronie gospodarki i że w przeszłości politycy atakowali wspólną walutę oraz EBC, aby odsunąć uwagę od własnej niezdolności do przeprowadzenia trudnych reform strukturalnych (por. [Alesina i Giavazzi, 2006, s. 150]). Obecnie zdecydowanie przeważa pogląd, że suboptymalne funkcjonowanie UGW wynika w stosunkowo niewielkim stopniu z rozwiązań przyjętych w jej „monetarnym ramieniu” (EBC, ESBC), natomiast w bardzo znaczącym stopniu z mechanizmów składających się na jej „ramię ekonomiczne”. Regling [2007] pokazuje przekonująco, jak duże znaczenie dla efektywnego funkcjonowania UGW będzie miało wzmocnienie jej „ekonomicznego ramienia” w czterech kluczowych obszarach. Z przytoczonych przez niego badań empirycznych wynika, że reformy obejmujące rynek towarów i rynek pracy, wzrost inwestycji na B+R oraz stworzenie jednolitego rynku usług finansowych mogłoby podnieść tempo wzrostu strefy euro o prawie jeden punkt procentowy.

Rozpatrywanie równowagi instytucjonalnej (lub jej braku) w UGW przez pryzmat interakcji między władzą monetarną, władzą fiskalną oraz władzą odpowiedzialną za reformy strukturalne jest nowszym rysem toczącej się dyskusji. Wcześniej analiza najczęściej obejmowała relacje między władzą fiskalną i monetarną. Wzmocnienie „ekonomicznego ramienia” wiązano przede wszystkim z poszukiwaniem nowych rozwiązań instytucjonalnych w sferze polityki fiskalnej. Problem polegał na asymetrii rozwiązań w obydwu sferach [Wyplosz, 2006]. W sferze polityki monetarnej były one oparte na dobrze ugruntowanych zasadach ekonomicznych: niezależności dobrze zaprojektowanego banku centralnego, strategii bezpośredniego celu inflacyjnego oraz właściwym doborze instrumentów. W przeciwieństwie do tego, w sferze polityki fiskalnej rozwiązania oparto na wadliwie zaprojektowanym Pakcie Stabilności i Wzrostu oraz nie do końca jasnym podziale kompetencji między rządy krajów członkowskich oraz organy ponadnarodowe.



Problem, poprzez jakie rozwiązania w sferze fiskalnej należy wzmocnić „ekonomiczne ramię” UWG, jest przedmiotem bardzo interesującej dyskusji. Ważna jej część koncentruje się na wadach i zaletach zreformowanego Paktu Stabilności i Wzrostu (zob. szerzej m.in. [Alves i Alfonso, 2007], [Pisani-Ferry *et al.*, 2008, roz. 4], [Wyplosz, 2006]).

Inny ważny nurt badań polega na wykorzystywaniu modeli ekonomicznych (z reguły opartych na teorii gier) do modelowania interakcji między władzami monetarnymi i fiskalnymi. Mimo że część tych modeli była konstruowana pod kątem UGW (zob. np. [Canzoneri, Cumby i Diba, 2005]), to ze względu na dosyć abstrakcyjny charakter, ich przydatność do oceny efektywności przyjętych rozwiązań instytucjonalnych była do niedawna ograniczona. W ostatnich latach pojawiły się już jednak modele, które uwzględniają istotne cechy instytucjonalne odzwierciedlające specyfikę rozwiązań przyjętych w UGW. Znaczącym przykładem tego rodzaju poszukiwań jest praca Balboniego, Butiego i Larcha [2007]. Interakcja zachodzi w tym przypadku między EBC a Radą i Komisją, które mogą mieć różne preferencje. Kluczowe znaczenie w modelu ma to, że w warunkach niepewności każda ze stron odmiennie ocenia aktualny stan koniunktury, na podstawie którego podejmowane są decyzje mające wpływ na przyszłą równowagę w zakresie produkcji, inflacji, deficytu budżetowego i stopy procentowej. Z zachowania modelu wynika, że jeśli decyzje dotyczące polityki pieniężnej i fiskalnej są podejmowane jednocześnie, to odmienna ocena koniunktury będzie prowadzić do nadmiernego aktywizmu, ponieważ każdy z graczy będzie próbował przesunąć zmienne ekonomiczne w odwrotnym kierunku. Model sugeruje również, w jaki sposób można obniżyć koszty konfliktu w prowadzonej polityce. Rozwiązaniem może być wypracowanie wspólnej oceny stanu koniunktury, nałożenie ograniczeń co do zakresu wykorzystania narzędzi polityki lub wzmocnienie pozycji przetargowej podmiotu o bardziej konserwatywnych poglądach fiskalnych. Innym rozwiązaniem jest przyjęcie odpowiedniej sekwencji decyzji poszczególnych graczy.

### **Kontrowersje wokół strategii polityki pieniężnej EBC**

Ogólnie rzecz biorąc, strategia polityki pieniężnej EBC budziła zdecydowanie więcej kontrowersji w okresie tworzenia tej instytucji niż po oficjalnym rozpoczęciu funkcjonowania UGW. Niemniej jednak dwa zarzuty wobec istotnych elementów strategii utrzymują się przez cały okres, aczkolwiek pewnym zmianom ulegało ich relatywne znaczenie. Pierwszy dotyczy oparcia strategii na dwóch filarach, z których pierwszy, tzw. filar monetarny polegał na monitorowaniu wskaźników wzrostu podaży pieniądza oraz kredytu. Częścią procedury było ogłaszanie wartości referencyjnej szerokiego agregatu podaży pieniądza M3. Jeśli w średnim okresie faktyczne tempo wzrostu M3 nie odbiegałoby znacząco od wartości referencyjnej, to byłby to sygnał, że prowadzona polityka jest spójna ze stabilnością cen. W zamyśle filar ten miał odgrywać rolę uzupełniającą w stosunku do filara drugiego, w ramach którego dokonywana była ocena

szerokiego zbioru wskaźników niepieniężnych. Twórcy strategii EBC w licznych publikacjach uzasadniali zalety tego typu strategii (zob. szerzej m.in. [Issing *et al.*, 2001], [Issing, 2002]). Krytycy zwracali przede wszystkim uwagę, na duże wahania w popycie na pieniądź oraz w podaży pieniądza i stąd na ograniczoną przydatność agregatu M3 w ocenie presji inflacyjnej. W okresie gdy coraz większa liczba banków centralnych przechodziła na strategię bezpośredniego celu inflacyjnego, przywiązywanie tak dużego znaczenia do filaru monetarnego wydawało się „płynięciem pod prąd historii”<sup>6</sup>. Należy jednak przypomnieć, że w okresie tym obawiano się, że nowo powstały bank nie będzie miał wystarczającej wiarygodności antyinflacyjnej, w związku z czym próbowano przenieść na niego część reputacji Bundesbanku, w którego polityce agregaty pieniężne odgrywały tradycyjnie dużą rolę. Za argument przemawiający za utrzymaniem filara monetarnego uznawano też wyniki badań empirycznych wskazujące, że popyt na pieniądź w strefie euro jest bardziej stabilny niż w innych dużych gospodarkach (zob. szerzej Calza i Sousa [2003]. Noyer [2007] przypomina z kolei, że w wyjątkowych okolicznościach, o kluczowym znaczeniu dla stabilności makroekonomicznej, kontrola podaży pieniądza miała istotny wpływ na skuteczność zastosowanej polityki. Przykładem jest tzw. dezinflacja Volckera z lat 1979-1981 w Stanach Zjednoczonych oraz polityka „ilościowego poluzowania” w Japonii ukierunkowana na wyjście z deflacji.

Drugi zarzut, powiązany zresztą z pierwszym, dotyczył niskiego stopnia przejrzystości oraz demokratycznej kontroli (*accountability*), szczególnie jeśli uwzględni się bardzo wysoki stopień niezależności, w jaki wyposażony został EBC. Związek z zarzutem dotyczącym pierwszego filara polegał na tym, że krótkookresowe wahania w M3 zmuszać będą EBC do ignorowania ich w procesie komunikacji, co ograniczy przejrzystość całej strategii, szczególnie jeśli w procesie tym zasadniczą rolę miałyby odgrywać prognoza inflacji<sup>7</sup>.

W wyniku doświadczeń zebranych w ciągu pierwszych lat funkcjonowania, a częściowo także w reakcji na wysuwane zarzuty, EBC zdecydował się przeprowadzić pewne zmiany w strategii, nie naruszając jednak przy tym jej podstawowej konstrukcji. Przesłanką korekt instytucjonalnych była przeprowadzona przez Radę Zarządzającą „ocena” pierwszych czterech lat działania strategii [ECB, 2003]. Korekty polegały m.in. na wyjaśnieniu, jak należy rozumieć sens oparcia strategii polityki pieniężnej na dwóch filarach. W tym celu wprowadzono pojęcia „analiza ekonomiczna” i „analiza monetarna” oraz odwrócono ich kolejność w porównaniu z wcześniejszymi nazwami filarów. Zrezygnowano z corocznego ogłaszania wartości referencyjnej dla podaży pieniądza i sprecyzowano, że „analiza monetarna” ma być narzędziem weryfikacji (*cross-checking*) wyników „analizy ekonomicznej”. Ich komplementarny cha-

<sup>6</sup> Argumenty przeciwko wykorzystywaniu w polityce pieniężnej agregatów monetarnych wynikały również z prac teoretycznych czołowych specjalistów (L. Svenssona czy M. Woodforda).

<sup>7</sup> EBC szybko zareagował na ten zarzut i zaczął publikować swoje projekcje najpierw dwa, a następnie cztery razy do roku. Są to jednak projekcje analityków Banku, w związku z czym ich rola komunikacyjna jest inna niż projekcje akceptowanej przez członków organu decyzyjnego (o czym będzie mowa dalej).



rakter wynika z odmiennego horyzontu, do jakiego każda z nich się odnosi. Potwierdzono i sprecyzowano również w sensie ilościowym pojęcie stabilności cen, tak aby podkreślić zobowiązanie do utrzymania odpowiedniego marginesu bezpieczeństwa chroniącego przed ryzykiem wystąpienia deflacji. Ogólnie dominowało jednak wśród ekspertów przekonanie, że zamiast zamierzonego sprecyzowania strategii, efektem „oceny” było dalsze zmniejszenie jej przejrzystości. Często pojawiały się nawet głosy, że było to działanie zamierzone po to, aby ograniczyć możliwość zewnętrznej oceny, jaki jest faktyczny cel strategii i w jakim stopniu jest ona realizowana (por. [Wyplosz, 2006]). Wątpliwości dotyczą samej „ilościowej definicji stabilności cen”. W zmodyfikowanej definicji przyjęto określenie „wzrost HICP poniżej 2%”, co rzeczywiście można uznać za przyjęcie bardziej symetrycznego podejścia do zagrożenia inflacją i deflacją. Z drugiej strony, nie określono jednoznacznie, czy pasmo nieoficjalnego celu inflacyjnego to 0-2%, a więc jego domniemany środek, czyli cel punktowy to 1%. Dominguez [2006] przypomina, że od 2000 r. przez zdecydowaną część okresu inflacja w strefie euro przekraczała 2%, co sugeruje, że w praktyce EBC traktował ten poziom jako środek, a nie górną granicę pasma. Ciekawe są dlatego wyniki symulacji przeprowadzonej przez Wyplosza [2006], który pokazuje, jak duże znaczenie dla oceny stopnia realizacji strategii EBC ma nie tyle szerokość pasma, ile jego „położenie”. Otóż okazuje się, że jeśli przyjmując jako pasmo 1-3%, to w okresie styczeń 1999 – listopad 2005 miesięczna inflacja w 96% znajdowała się wewnątrz tego pasma. Natomiast przy paśmie 0-2% wskaźnik ten spada do 43%.

W dalszych latach ewoluowały przede wszystkim te elementy strategii, które odnosiły się do procesu komunikacji. Wiele miejsca poświęcano wyjaśnianiu specyficznych cech strategii. Trichet [2005, s. 524-526] podkreślał m.in. znaczenie „aktywizmu” rozumianego jako specyficzna cecha strategii, którą należy odróżnić od tradycyjnego pojęcia polityki dyskrecjonalnej czy też „dostrajania” (*fine tuning*). Jego zdaniem, w pewnych warunkach bank centralny może odzyskać kontrolę nad oczekiwaniami sektora prywatnego bez konieczności dokonywania zmian stóp procentowych. Jest to możliwe wówczas, gdy bank w sposób wiarygodny potrafi wyjaśnić i zaakcentować swoją gotowość do działania, aby utrzymać inflację na poziomie spójnym z celem w postaci stabilności cen. Groźba podjęcia działań może skutecznie zastąpić zmianę stóp, o ile w przeszłości bank wywiązywał się z realizacji celu. Paradoksalnie, taka polityka oparta *a priori* na „podwyższonej gotowości” (*reinforced alertness*) będzie wydawać się *ex post* mniej „aktywna” ze względu na mniejszą liczbę dokonanych zmian stóp procentowych.

W ostatnich latach EBC jest znacznie rzadziej krytykowany za istotną rolę, jaką w jego strategii polityki pieniężnej odgrywa „analiza monetarna”. Wynika to z jednej strony stąd, że pojawiły się prace teoretyczne, których wnioski przemawiają za tego rodzaju strategią. Beck i Wieland [2007] pokazują na przykład, że w warunkach niedoskonałej informacji na temat potencjalnego PKB czy stóp procentowych równowagi, właściwym rozwiązaniem jest uwzględnienie w regule polityki również podaży pieniądza. Istotne znaczenie mają

również wnioski z nowych badań teoretycznych wskazujące, że niedoskonałości rynku kredytowego mogą być ważnym czynnikiem wzmacniającym wahania koniunkturalne. Znacznie ważniejsze są jednak wyniki badań empirycznych dokumentujących przebieg boomów i załamań gospodarczych i finansowych (*boom-bust cycles*). Okazuje się mianowicie, że zmiany w dynamice pieniądza i kredytu mają bardzo istotny wpływ na zachowanie się cen aktywów: silne stany nierównowagi (bańki spekulacyjne) mogą się rozwinąć, nawet jeśli inflacja pozostaje pod kontrolą (zob. szerzej [BIS, 2007, s. 70-78]). Można więc powiedzieć, że spór na temat znaczenia agregatów monetarnych i kredytowych w polityce pieniężnej to w dużej mierze spór o to, czy i w jaki sposób banki centralne powinny reagować na bańki spekulacyjne.

Utrzymują się nadal zarzuty w stosunku do innych aspektów strategii polityki pieniężnej EBC. Dotyczą one przede wszystkim przejrzystości i demokratycznej kontroli. Porównawcze badania empiryczne pokazują, że EBC zajmuje wyższą pozycję w rankingach przejrzystości niż demokratycznej kontroli. Lepsza komunikacja i większa przejrzystość mogą w pewnym zakresie skompensować „deficyt demokracji”. Problem polega jednak na tym, że w przypadku EBC poziom przejrzystości mierzony odpowiednimi wskaźnikami jest znacząco wyższy od poziomu postrzeganego przez uczestników rynku [De Grauwe, 2006]. Rozbieżność ta może wynikać z samego sposobu komunikowania się z rynkami (np. z braku spójności ocen w wypowiedziach członków Rady Zarządzającej, ale również z pewnych mankamentów w rozwiązaniach instytucjonalnych. De Grauwe słusznie zwraca uwagę, że niewłaściwe ilościowe zdefiniowanie stabilności cen oraz oparcie strategii na dwóch filarach wprowadza wiele niepotrzebnego zamieszania w komunikacji z rynkami i utrudnia proces budowania wiarygodności EBC<sup>8</sup>.

Zarzutom wobec przyjętych w EBC rozwiązań instytucjonalnych towarzyszą często propozycje zmian. Reprezentatywnym przykładem są rekomendacje zawarte w raporcie Pisani-Ferry'ego *et al.* [2008, s. 24-30]). Autorzy zalecają przede wszystkim rezygnację ze strategii opartej na dwóch filarach i zastąpienie jej jawną strategią bezpośredniego celu inflacyjnego. Pierwszy argument za takim rozwiązaniem wiążą oni z podwyższoną ostatnio inflacją, która może utrudnić zakotwiczenie oczekiwań inflacyjnych na poziomie 2%. Nie mają oni wątpliwości, że jasno określony ilościowo cel, z symetrycznym pasmem odchyień jest najlepszym sposobem trwałego zakotwiczenia oczekiwań. Drugi argument odnosi się natomiast do komunikowania się banku z otoczeniem. Aczkolwiek komunikacja z rynkami nie nastroczała poważnych problemów, to według autorów, klarowne przekazanie intencji może okazać się znacznie trudniejsze w sytuacji, gdy wyższej inflacji towarzyszy ryzyko spowolnienia tempa wzrostu.

<sup>8</sup> W odniesieniu do pierwszej przyczyny autor pisze, że „gdyby EBC przyjął 2% jako cel punktowy, to uchroniłby się przed kłopotliwą koniecznością wyjaśniania, dlaczego nie udało mu się zrealizować zamierzonego celu”. W nawiązaniu natomiast do drugiej kwestii zauważa, że „akcentując wzrost podaży pieniądza (...) EBC musi jednego dnia mówić rynkom, dotyczących jej danych nie powinno się traktować poważnie, a drugiego dnia (np. w grudniu 2005 r.), że dane te są ważne i są powodem podniesienia stóp procentowych”.

Przyjęcie celu inflacyjnego powinno wówczas sprzyjać stabilizowaniu oczekiwań. Jeszcze bardziej pozytywnie może to wpłynąć na relacje z politykami, ponieważ „jednoznaczny i symetryczny cel inflacyjny stwarza podstawę dla wprowadzenia większej dyscypliny intelektualnej w dialogu z rządami strefy euro”. Zgodnie z tym argumentem, politycy opowiadający się za obniżeniem stóp procentowych musieliby również bardziej precyzyjnie formułować swoje sądy na temat samego celu inflacyjnego.

Inna propozycja, jaką Pisani-Ferry *et al.* [2008, s. 28-29] formułują w zakresie poprawy sposobu komunikowania się, polega na zwiększeniu stopnia upublicznienia prognoz. Autorzy wyraźnie przeciwstawiają rolę projekcji przygotowywanych przez analityków Banku (które pełnią rolę „technicznych ćwiczeń”) oficjalnym prognozom Rady Zarządzającej. Gdyby Bank zdecydował się na publikowanie tych drugich, to byłoby to korzystne z trzech powodów. Po pierwsze, sprzyjałoby to kształtowaniu oczekiwań inflacyjnych, ponieważ prowadzona polityka stałaby się bardziej zrozumiała. Po drugie, pokazując różne warianty uwarunkowań, łatwiej byłoby wyjaśnić różne rodzaje ryzyka i związane z nimi opcje polityki. Po trzecie, projekcje wzmocniłyby demokratyczną kontrolę, ponieważ dzięki nim dyskusja z parlamentem i innymi instytucjami nad podjętymi decyzjami stałaby się bardziej merytoryczna. Ogólnie rzecz biorąc, proponowane zmiany zwiększyłyby jakość dyskusji publicznej na temat polityki pieniężnej, a tym samym odpowiedzialność polityków za wygłaszane uwagi.

Propozycje zmian instytucjonalnych w EBC przyjmują zazwyczaj za punkt wyjścia problem koniecznej równowagi między stopniem niezależności banku a stopniem poddania go demokratycznej kontroli. Zawarta jest w nich słuszna myśl, że bardziej trwałe naruszenie tej równowagi grozi pojawieniem się ataków na bank centralny zmierzających do ograniczenia jego niezależności. Zdecydowana większość autorów formułuje przy tym diagnozę, która dokumentuje „deficyt demokracji” i następnie przedstawia propozycje, jak ten deficyt zmniejszyć. Odwrotny sposób przywracania równowagi proponuje Buitter [2006]. Aby ograniczyć „domenę braku demokratycznej kontroli” (*domain of unaccountability*) właściwe byłoby, jego zdaniem, przekształcenie operacyjnie niezależnego banku wyposażonego we wszystkie główne funkcje w „minimalistyczną” operacyjnie niezależną władzę monetarną. Ujmując to bardziej konkretnie, Buitter sugeruje pozbawienie takiej „władzy monetarnej”: a) głosu w publicznej dyskusji w kwestiach innych niż polityka pieniężna (czyli np. stabilności finansów publicznych, reform strukturalnych czy płacy minimalnej); b) jakiegokolwiek roli w zakresie nadzoru i regulacji w sektorze bankowym; c) roli w systemach rozliczeń międzybankowych oraz w systemach rozliczeń dotyczących innych segmentów rynku finansowego oraz d) aktywnej roli w zapobieganiu i ograniczaniu niestabilności finansowej.

Propozycje Buittera nabrały nowego, nieoczekiwane znaczenia w kontekście zaburzeń na światowych rynkach finansowych, które rozpoczęły się w sierpniu 2007 r. Zbyt wcześnie jest, aby ocenić, kiedy, w jaki sposób i jakimi kosztami zaburzenia te zakończą się w strefie euro. Nasuwa się jednak już na tym etapie pytanie, jak zaburzenia te przebiegałyby, gdyby EBC był „minima-

listytczną operacyjnie niezależną władzą monetarną”. Kluczowe znaczenie ma oczywiście to, że wówczas wszystkie funkcje inne niż prowadzenie polityki pieniężnej musiałyby być realizowane przez inne instytucje (narodowe i ponadnarodowe), tak więc z dużym prawdopodobieństwem pojawiłby się „defekt koordynacji”. Taki defekt, i to bardzo poważny, wystąpił w jesieni 2007 r. w Wielkiej Brytanii, gdy na granicy upadłości znalazł się bank Northern Rock. Wydawało się, że mechanizm koordynacji między bankiem centralnym, ministerstwem finansów a wyodrębnionym nadzorem finansowym zadziała sprawnie. Gdy mechanizm zawiódł, całe odium spadło na Bank Anglii, którego reputacja znacząco ucierpiała. Ze względu na sprawność w przeprowadzeniu operacji zasilania rynku płynnością, rola EBC w zarządzaniu kryzysem była jak dotąd oceniana wyraźnie lepiej niż podobne działania Banku Anglii oraz Systemu Rezerwy Federalnej. Nie wyklucza to jednak, że na dłuższą metę przynajmniej niektóre z propozycji Buitera okażą się warte rozważenia.

### **Stopień restrykcyjności polityki stóp procentowych EBC**

Jest czymś oczywistym, że ocena danej instytucji i prowadzonej przez nią polityki ulega ewolucji w czasie. Niekiedy w krótkich odstępach czasu dana instytucja jest za to samo działanie raz chwalona, a następnym razem krytykowana. Czasem wynika to z błędów w komunikacji; bardzo podobna polityka może być wyjaśniana bądź przekonująco, bądź też nieprzekonująco<sup>9</sup>. W ostatnim czasie, „dzięki” kryzysowi bankowemu polityka EBC jest oceniana lepiej. Ta ogólna pozytywna ocena jest przenoszona na szczegółowe aspekty jego funkcjonowania, a w tym na politykę pieniężną. Można nawet sformułować przypuszczenie, że gdyby nie dotychczasowy sukces EBC związany z zarządzaniem kryzysem 2007/2008, to byłby on prawdopodobnie obwiniany obecnie, podobnie jak A. Greenspan, za zbyt niskie stopy procentowe na początku dekady. Aby uniknąć zniekształcającego wpływu bieżących wydarzeń na ocenę prowadzonej przez EBC polityki, konieczne jest przyjrzenie się wynikom bardziej systematycznych badań.

Ocena skuteczności polityki pieniężnej może być prowadzona na różne sposoby. EBC jest na przykład chwalony za to, że potrafił zapewnić strefie euro stabilność cen, mimo że jako nowa instytucja musiał dopiero budować wiarygodność i antyinflacyjną reputację. Pochwały te są oczywiście tylko częściowo uzasadnione, ponieważ bardzo istotną rolę w tym zakresie odegrały sprzyjające uwarunkowania międzynarodowe. W podobnym okresie również większość krajów rozwijających się obniżyła silnie inflację, a następnie utrzymywała ją na niskim poziomie, mimo że banki centralne dopiero niedawno

<sup>9</sup> Alesina i Giavazzi [2006, s. 150] uważają na przykład, że polityka EBC była „rozsądna i konwencjonalna”, natomiast „błędna była retoryka”. Ich zdaniem, „przy każdej okazji EBC powtarza, że jego jedynym celem jest stabilność cen nie wyjaśniając jednocześnie, iż jest to równoznaczne z utrzymywaniem popytu na poziomie odpowiadającym tempu wzrostu potencjalnej produkcji w gospodarce”.

uzyskały niezależność (zob. szerzej [Rogoff, 2003]). Z tego punktu widzenia interesujące są też przeprowadzone przez Barrella i Kirby'ego [2007] symulacje próbujące pomóc w odpowiedzi na pytanie dotyczące potencjalnego kształtowania się inflacji w Wielkiej Brytanii, gdyby przystąpiła ona do strefy euro. Jak można się spodziewać, uzyskane rezultaty zależą nie tylko od przyjętych w modelu założeń, ale także od momentu potencjalnego przystąpienia do UGW. Okazuje się na przykład, że wariant „wczesnego członkostwa” (w 2001 r.) byłby z pewnością korzystny ze względu na niższą inflację w kolejnych latach<sup>10</sup>, ale – zdaniem autorów – przy ówczesnym kursie funta do euro wariant ten nie był do zaakceptowania z politycznego punktu widzenia. Gdyby Wielka Brytania przystąpiła w 2003 r. (przy ówczesnych stopach EBC i kursie funta), to inflacja byłaby wyraźnie wyższa (w latach 2005-2006 nawet o ponad 1 pkt proc.). Gdyby natomiast przystąpiła w 2007 r., to w kolejnych sześciu latach inflacja byłaby niższa o ok. 0,6-0,8 pkt proc.<sup>11</sup>

Z perspektywy obecnych zawirowań na światowych rynkach finansowych istotne jest to, że Barrell i Kirby [2007], uwzględniają w symulacjach również potencjalny wpływ członkostwa w UGW na ceny domów w Wielkiej Brytanii. Okazuje się, że ze względu na wyraźnie niższe stopy w EBC oraz podobne zmiany funta i euro w stosunku do dolara, największy dodatni wpływ na ceny domów wystąpiłby przy członkostwie w 2003 r. W przypadku wczesnego przystąpienia, po początkowym dodatnim wpływie, w kolejnych latach (2005, 2006, 2007) ceny domów ulegałyby spadkowi (odpowiednio o 1,43%, 2,88% i 3,88%). Wyraźnie w kierunku spadku cen domów oddziaływałoby natomiast przystąpienie w 2007 r.; w ostatnim roku objętym symulacją (2013) spadek ten wynosiłby już prawie 5%.

Nawet w ramach określonej strategii (np. bezpośredniego celu inflacyjnego) sposób prowadzenia polityki pieniężnej jest pojęciem szerszym niż stopień jej restrykcyjności (lub ekspansywności). Pojęcie to obejmuje m.in. takie dodatkowe aspekty, jak: a) częstotliwość zmian stóp (stopień „wygładzania” stóp); b) stopień dyskrecjonalności lub oparcia polityki na określonej regule; c) stopień ukierunkowania polityki na przyszłość; d) główny miernik inflacji (inflacja CPI *versus* inflacja bazowa). Choć te i inne techniczne aspekty prowadzenia polityki pieniężnej mają istotne znaczenie dla oceny jej skuteczności, to jednak z punktu widzenia szerszego jej społecznego odbioru kluczowe znaczenie ma stopień jej restrykcyjności. W przypadku UGW istotne znaczenie mają dwa wymiary restrykcyjności. Po pierwsze, chodzi o to, czy stopień restrykcyjności wspólnej polityki pieniężnej jest ogólnie (w dłuższym okresie) wyższy czy niższy w porównaniu z polityką prowadzoną wcześniej przez poszczególne kraje członkowskie w podobnych warunkach. Po drugie, na ten ogólny stopień restrykcyjności nakładają się efekty wynikające z asynchroniczności cyklu koniunkturalnego i asymetrycznych szoków: w krótkim okresie dana polityka,

<sup>10</sup> Inflacja byłaby niższa w niektórych latach (np. w 2003, 2006-2007) nawet o ok. 0,5 pkt proc.

<sup>11</sup> Odwrotne co do kierunku byłyby oczywiście skutki dotyczące produkcji.



która jest optymalna dla całej unii może być zbyt lub za mało restrykcyjna dla danego kraju.

Ze względu na kluczowe znaczenie dla oceny potencjalnych korzyści i kosztów wspólnej polityki pieniężnej, problem stopnia restrykcyjności polityki pieniężnej EBC stał się przedmiotem dużego zainteresowania badaczy zanim jeszcze UGW zaczęła oficjalnie funkcjonować. Badania te stały się jeszcze bardziej intensywne, gdy pojawiły się pierwsze doświadczenia związane z polityką prowadzoną przez EBC. Punktem odniesienia dla oceny stopnia restrykcyjności EBC była najczęściej albo wcześniejsza polityka Bundesbanku, albo polityka Systemu Rezerwy Federalnej (Fed). W zdecydowanej większości przypadków przyjęta strategia badawcza opiera się na wykorzystaniu jako narzędzia analitycznego określonego wariantu reguły Taylora. Ze względu na liczne zalety, reguła Taylora stała się w minionych latach standardowym podejściem do oceny charakteru prowadzonej polityki pieniężnej, a w tym również jej restrykcyjności<sup>12</sup>.

Przeгляд wyników badań warto zacząć od ważnego raportu Alesiny *et al.* [2001]. Aczkolwiek raport ten ocenia jedynie dwa pierwsze lata funkcjonowania UGW, to warto go uwzględnić m.in. dlatego, że zainteresowanie tym okresem stało się obecnie ponownie bardzo ważne ze względu na możliwe skutki prowadzonej wówczas polityki dla późniejszego kształtowania się stanów nierównowagi na rynkach finansowych. Okres objęty analizą jest co prawda krótki, ale obejmuje łącznie osiem zmian stóp procentowych (jedna obniżka o 0,5 pkt proc., dwie podwyżki o 0,50 oraz sześć podwyżek o 0,25). W rezultacie tych zmian główna stopa EBC spadła najpierw z 3% na 2,50%, a następnie stopniowo rosła do poziomu 4,75% w końcu 2000 r. Na podstawie danych z krajów członkowskich z okresu przed utworzenia UGW autorzy oszacowali parametry dla dwu wariantów reguły Taylora<sup>13</sup>. W efekcie zastosowanych procedur przyjęli realną stopę procentową równowagi na poziomie 2,5%, inflację równowagi na poziomie 0,8% oraz stopę wzrostu potencjalnego PKB na poziomie 2,25%. Porównanie rzeczywistej ścieżki stóp EBC ze ścieżką wynikającą z reguły Taylora pokazało, że oprócz początku 1999 r. ta pierwsza przebiega przez prawie cały analizowany okres wyraźnie wyżej, a maksymalna różnica między stopami osiągnęła nawet 160 pkt bazowych. Próbując wyjaśnić ten dosyć zaskakujący rezultat dotyczący „sposobu ustalania przez EBC stóp procentowych” w warunkach narastającej presji inflacyjnej, autorzy biorą pod uwagę aż siedem różnych hipotez, z których żadna z osobna nie jest w pełni przekonująca<sup>14</sup>. Skłoniło to autorów do wysunięciu kolejnej hipotezy, w myśl

<sup>12</sup> Jak przekonująco pokazuje Taylor (2007), zaproponowana przez niego reguła może być wykorzystana również do analizy niektórych najnowszych zjawisk i „zagadek”, w tym np. przyczyn boomu i kryzysu na rynku nieruchomości w Stanach Zjednoczonych.

<sup>13</sup> W pierwszym wariantcie uwzględniony jest człon równania uwzględniający odchylenia inflacji rzeczywistej od docelowej, natomiast w drugim występuje dodatkowo człon obrazujący odchylenia rzeczywistego PKB od potencjalnego.

<sup>14</sup> 1) ECB słabo reaguje na wzrost zagrożeń inflacyjnych; 2) realna stopa procentowa równowagi jest niższa niż przyjęto; 3) decyzje są podporządkowane układowi interesów krajów człon-

której EBC kierował się w swoich decyzjach pewną nieformalną „hybrydową regułą”. Polega ona na tym, że bank centralny reaguje dosyć agresywnie na odchylenia od celu zarówno inflacji bazowej, jak i prognozy inflacyjnej, przy czym obydwie zmienne mają jednakowe wagi. Zdaniem autorów, zachowanie inflacji bazowej wyjaśnia poluzowanie polityki w połowie 1999 r., natomiast przyjęcie oczekiwanej zamiast rzeczywistej inflacji pomaga wyjaśnić stosunkowo umiarkowane podwyżki od listopada 1999 r. mimo szybko przyspieszającego tempa wzrostu cen. Mimo poważnych wątpliwości interpretacyjnych, o czym świadczy choćby liczba rozpatrywanych hipotez, z analizy Alesiny *et al.* płynnie wniosek, że w pierwszych dwu latach funkcjonowania UGW trudno byłoby mówić o prowadzeniu przez EBC restrykcyjnej polityki pieniężnej. Jest to o tyle zaskakujące, że wśród ekspertów zdecydowanie dominował wcześniej pogląd, zgodnie z którym dążenie do zbudowania antyinflacyjnej reputacji będzie skłaniał EBC do prowadzenia wyraźnie restrykcyjnej polityki właśnie w tym początkowym okresie.

Niektóre wyniki raportu Begg *et al.* [2002] warto w tym kontekście przytoczyć z co najmniej dwu powodów. Po pierwsze, wyniki te pokazują, że wydłużenie czasu analizy o jeden rok może znacząco zmodyfikować ocenę prowadzonej polityki nawet przy bardzo podobnym podejściu. Po drugie, autorzy wykorzystują regułę Taylora do porównania polityki prowadzonej przez EBC i Fed, co jest typową strategią badawczą w późniejszych opracowaniach, o których będzie mowa. Okazuje się, że uwzględnienie w analizie trzeciego roku funkcjonowania UGW powoduje, że „reguła hybrydowa” zasugerowana przez Alesinę *et al.* [2001] znacznie już gorzej odwzorowuje rzeczywistą politykę EBC. Ze względu na przyspieszenie inflacji w 2001 r. będące skutkiem wzrostu cen ropy w 2000 r., mechaniczne zastosowanie tej reguły oznaczałoby wzrost stopy procentowej aż do poziomu powyżej 6%, czyli o ok. 2 pkt proc. wyższego niż w rzeczywistości. Begg *et al.* [2002, s. 44] zaproponowali więc „nową regułę” ze współczynnikami przy inflacji bazowej i wzroście PKB wynoszącymi odpowiednio 2,0 i 0,8<sup>15</sup>. Stopień restrykcyjności polityki nie jest oceniany bezpośrednio, ale pośrednio poprzez porównanie faktycznej polityki EBC z tym, co na jego miejscu zrobiłby System Rezerwy Federalnej („Fed in Frankfurt”). Okazuje się, że w pierwszych dwu latach Fed prowadziłyby wyraźnie bardziej restrykcyjną politykę, natomiast w 2001 r. poziom szacowanych i faktycznych stóp jest bardzo podobny. Uzyskane rezultaty pozwalają też autorom sformułować wniosek, że EBC nie reaguje wolniej na nowe wydarzenia niż Fed, a obserwowane różnice w rozkładzie decyzji w czasie wynikają raczej

---

kowskich, a nie inflacji w całej UGW; 4) decyzje odzwierciedlały sytuację w trzech krajach (Francji, Niemczech i Austrii), 5) istotny wpływ na decyzje miały zmiany w luce PKB; 6) EBC kierował się zmianami w inflacji bazowej oraz 7) polityka była ukierunkowana w pełni na oczekiwaną a nie rzeczywistą inflację.

<sup>15</sup> Przy konstruowaniu „nowej reguły” przyjęto założenie, że długookresowa realna stopa procentowa wynosi 2%, cel dotyczący inflacji bazowej to 2%, a długookresowe tempo wzrostu 1,2%.

stań, że zmiany koniunktury w strefie euro są opóźnione w stosunku do cyklu w gospodarce amerykańskiej<sup>16</sup>.

Najnowsze badania obejmują już dużo dłuższe szeregi czasowe i tym samym dużo większą liczbę podejmowanych przez EBC decyzji<sup>17</sup>. Pozwala to lepiej zrozumieć charakter prowadzonej polityki w tym również to, czy jej zaskakująca łagodność w początkowym okresie nie była czymś przypadkowym. Dominguez [2006] dla oceny restrykcyjności polityki EBC w latach 1999–2004 wykorzystuje jako punkt odniesienia regułę Taylora oszacowaną na podstawie wag przypisywanych inflacji i produkcji przez Bundesbank w latach 1985–1998. Okazuje się, że w ciągu sześcioletniego okresu stopa EBC znajdowała się systematycznie poniżej stóp, które ustalałby Bundesbank, przy czym w końcowych dwu latach luka między stopami zwiększa się aż do 3 pkt proc.

W pracy Belke'go i Polleita [2007] okres analizy jest poszerzony o kolejny rok. Autorzy próbują znaleźć odpowiedź na dwa pytania: 1) czy EBC stosował jakąś spójną regułę polityki stabilizującą inflację i produkcję? oraz 2) czy w zachowaniu EBC i Fed występowały różnice i na czym polegały. W analizie przyjmują trzy warianty reguły Taylora. Pierwszy wariant to tradycyjna forma równania uwzględniająca odchylenia inflacji i produkcji od wartości docelowych. Drugi wariant uwzględnia specyfikę strategii polityki pieniężnej EBC polegającą na istotnym znaczeniu filara monetarnego. Dlatego w funkcji reakcji EBC pojawia się dodatkowy człon odnoszący się do rocznego tempa wzrostu agregatu pieniężnego M3. W trzecim wariantcie reguły uwzględniony jest natomiast dodatkowo nominalny kurs dolara do euro<sup>18</sup>. Główny wniosek płynący z analizy trzech wariantów reguły jest taki, że EBC przywiązuje mniejszą wagę do odchylenia inflacji od celu niż do odchylenia produkcji. Co szczególnie zaskakujące, otrzymane rezultaty sugerują, że w prowadzonej polityce nie jest spełniona tzw. zasada Taylora mówiąca o tym, że współczynnik przy członie dotyczącym odchylenia się inflacji od celu powinien być większy od jedności. Z punktu widzenia restrykcyjności polityki pieniężnej ma to kluczowe znaczenie, ponieważ od spełnienia tego warunku zależy stabilizująca (antycykliczna) własność reguły. Oznacza to bowiem, że wówczas wzrost nominalnej stopy procentowej oznacza jednocześnie wzrost stopy realnej. Wyniki uzyskane przez Belkego i Polleita potwierdzają te wcześniejsze badania, które wskazywały, że EBC reaguje na wzrost oczekiwanej inflacji podwyżkami stóp nominalnych, ale

<sup>16</sup> „To, że Fed pierwszy dokonuje zmiany w stopach procentowych niekoniecznie oznacza, iż EBC w sposób systematyczny spóźnia się w reakcji na nowe informacje” [Begg *et al.*, 2002, s. 42].

<sup>17</sup> Należy podkreślić, że utrzymanie stóp na niezmiennym poziomie, szczególnie w obliczu wyraźnie zmieniających się uwarunkowań jest również istotną decyzją o określonych implikacjach dla oceny stopnia restrykcyjności polityki pieniężnej.

<sup>18</sup> Zdaniem autorów, za uwzględnieniem w funkcji reakcji EBC kursu walutowego przemawiają dwa względy. Po pierwsze, choć nadal nie jest jasne, czy banki centralne reagują lub powinny reagować bezpośrednio na zmiany kursu, to w pierwszych latach funkcjonowania EBC może szczególnie zależeć na przeciwdziałaniu deprecjacji euro, aby stworzyć przekonanie, że nowa waluta kontynuuje tradycję silnej marki. Po drugie, bezpośrednie uwzględnienie w regule zmian kursu może pomagać w obniżeniu zmienności inflacji.

nie na tyle dużymi, aby powodowało to wzrost stóp realnych. Prowadzi ich to nawet do konkluzji, że EBC prowadził politykę amortyzującą szoki inflacyjne, co upodabnia ją do polityki Fed sprzed „ery” Volckera, a wyraźnie różni od polityki Bundesbanku. Dodatkowe symulacje przeprowadzone przez autorów na podstawie danych spoza próbki sugerują, że w latach 2004-2005 polityka EBC była nadmiernie ekspansywna. Ich zdaniem, wyjaśnieniem może być mniejsza rola, jaką w strategii i bieżącej polityce odgrywają po maju 2003 r. agregaty pieniężne.

Analiza drugiego wariantu reguły wykazała, że zmiany w podaży pieniądza miały znaczący wpływ na decyzje o zmianie stóp procentowych. Jedną z intrygujących interpretacji, jaką sugerują Belke i Polleit polega w tym przypadku na tym, że EBC prowadził politykę restrykcyjną (antyinflacyjną) reagując jednak raczej na przyspieszenie wzrostu podaży pieniądza niż inflacji. W przypadku trzeciego wariantu stwierdzono statystycznie znaczącą i zgodną z teorią ujemną zależność między kursem walutowym a stopniem restrykcyjności polityki pieniężnej. Uzyskane oszacowania pokazują, że 1% dewaluacji prowadzi do wzrostu długookresowych stóp o 4 pkt bazowe.

Przeprowadzona przez autorów podobna analiza dotycząca polityki Fed w latach 1987-2005 wskazuje ogólnie na wyższą jej restrykcyjność, ponieważ tzw. zasada Taylora nie została naruszona: podwyżki stóp procentowych oznaczały jednocześnie wzrost stóp realnych. Trzykrotnie silniejsza niż w przypadku EBC okazała się zależność między stopami a kursem walutowym: 1% deprecjacja dolara prowadzi do wzrostu długookresowych stóp o 12 pkt bazowych.

Inny ciekawy sposób wykorzystania reguły Taylora do oceny stopnia restrykcyjności polityki EBC znajduje się w pracy Flaschela i Proaño [2007]. Próbując zbadać, w jakim stopniu polityka EBC jest kontynuacją polityki Bundesbanku do reguły odnoszącej się do Niemiec włączając stopę inflacji w całej strefie euro, a nie tylko w tym kraju. Podejście to pozwala również „symulować” skutki wspólnej polityki pieniężnej dla Niemiec (s. 182). Z przeprowadzonej analizy wynika, że tzw. zasada Taylora nie jest spełniona, aby Bundesbank mógł „kontrolować” inflację w całej strefie euro, a nie tylko w Niemczech, to musiałby prowadzić bardziej aktywną politykę niż historycznie miało to miejsce (s. 189).

Porównaniu zachowań Fed, Bundesbanku i EBC poświęcona jest też praca Ullrich [2005]. Autorka próbuje oszacować, jaka zmiana w nominalnych stopach byłaby konieczna, aby przy wzroście inflacji o 1 pkt proc. nie zmieniło się prawdopodobieństwo utrzymania się stóp realnych na stałym poziomie. W odniesieniu do okresu 1992-1999 konieczna podwyżka stóp przez Fed wyniosłaby 1,18 pkt proc., dla Bundesbanku 1,36, a dla EBC 1,46. Z punktu widzenia ciągłości polityki Bundesbanku i EBC ciekawy jest wniosek dotyczący znaczenia agregatów pieniężnych, przy czym istotne jest to czy analiza jest prowadzona *ex post* czy też w czasie rzeczywistym. W tym pierwszym przypadku okazuje się, że w polityce Bundesbanku trudno jest stwierdzić wpływ agregatów pieniężnych na podejmowane decyzje, podczas gdy w EBC ich znaczenie jest istotne. W drugim przypadku, wpływ zmian w podaży pieniądza na politykę Bundesbanku jest „wysoko znaczący”, natomiast reakcja obydwu banków na zmianę inflacji rozpatrywana przez pryzmat tzw. zasady Taylora jest podobna.

Osobnym wątkiem analizowanym przez Ullrich, łączącym się z innym już nurtem badań nad polityką pieniężną w strefie euro, są współzależności w podejmowaniu decyzji przez Fed i EBC. Podstawowy wniosek, jaki formułuje autorka jest następujący. Otóż wyższy poziom stopy EBC skłania Fed do obniżenia stopy, a prawdopodobieństwo obniżek zwiększa się. Jeśli natomiast Fed podwyższa stopę procentową, to EBC będzie skłonny podjąć podobną decyzję, a prawdopodobieństwo obniżki stóp obniży się. Zdaniem Ullrich, stwierdzone zależności między polityką pieniężną obydwu banków są silniejsze niż wynikałoby to tylko z różnic z przebiegu cyklu koniunkturalnego. W kontekście tych wyników warto zaznaczyć, że ciekawego materiału empirycznego do tego typu analizy dostarcza polityka Fed i EBC w czasie zaburzeń na światowych rynkach finansowych od sierpnia 2007 r. W tym przypadku problem dotyczy reakcji (czy może ściślej braku reakcji) EBC na agresywne obniżki stóp przez Fed w sytuacji, gdy jeszcze kilka miesięcy wcześniej obydwa banki były zgodne co do konieczności zacieśniania polityki pieniężnej.

### Uwagi końcowe

Przy ograniczonych z konieczności rozmiarach opracowania niektóre niezwykle istotne wątki badań nad uwarunkowaniami i skutkami polityki pieniężnej EBC musiały zostać pominięte. Na pewno zaliczyć do nich trzeba badania próbujące znaleźć odpowiedź na pytanie, czy UGW zwiększyła stopień synchronizacji cyklu koniunkturalnego. Wiele ważnych wniosków płynie też z analiz efektywności wspólnej polityki monetarnej prowadzonych przez pryzmat doświadczeń poszczególnych krajów członkowskich. Odrębnym, niezwykle ciekawym pominiętym wątkiem są dylematy EBC w warunkach zaburzeń na światowych rynkach finansowych.

Kryzys finansowy 2007-2008 pokazał, jak bardzo skomplikowane staje się dodatkowo prowadzenie wspólnej polityki pieniężnej, gdy poszczególne kraje członkowskie nie tylko znajdują się w odmiennej sytuacji koniunkturalnej, ale także różnią się stopniem, w jakim sektor bankowy okazał się wrażliwy na zaburzenia na rynkach aktywów. Stało się jasne, że dla efektywnego funkcjonowania strefy euro konieczne staje się uzupełnienie wspólnej polityki pieniężnej ponadnarodowymi rozwiązaniami w zakresie nadzoru finansowego. Poszukiwanie optymalnej *policy mix* oznacza więc obecnie wyraźne przesunięcie akcentu z tradycyjnego obszaru koordynacji polityki pieniężnej i fiskalnej na interakcje między narzędziami oddziałującymi na stabilność cen oraz na stabilność finansową. Obecny kryzys finansowy unaoczniał również, jak szybko, w wyniku dynamicznego charakteru zależności między krajową sferą finansową i sferą realną a otoczeniem zewnętrznym, może dojść do istotnych zmian w ocenie zagrożeń i tym samym w priorytetach polityki pieniężnej. W ciągu właściwie dwu miesięcy obawy przed utrwaleniem się w strefie euro podwyższonej inflacji ustąpiły zdecydowanie miejsca obawom przed długim okresem stagnacji czy recesji, któremu może towarzyszyć deflacja. Dlatego można oczekiwać, że



dalszy przebieg kryzysu będzie wywierać w najbliższych latach istotny wpływ nie tylko na bieżące decyzje w sprawie stóp procentowych, ale również na instytucjonalne uwarunkowania realizacji strategii polityki pieniężnej EBC.

## Bibliografia

- Alesina A., Giavazzi F., [2006], *The Future of Europe. Reform or Decline*, The MIT Press, Cambridge, Mass.
- Alesina A., Blanchard O., Gali J., Giavazzi F., Uhlig H., [2001], *Defining a Macroeconomic Framework for the Euro Area. Monitoring the European Central Bank 3*, Centre for Economic Policy Research, London.
- Alves R.H., Afonso O., [July/August 2007], *The „New” Stability and Growth Pact: More Flexible, Less Stupid?*, „Intereconomics”.
- Balboni F., Buti M., Larch M., [April 2007], *ECB vs Council vs Commission: Monetary and Fiscal Policy Interactions in the EMU When Cyclical Conditions Are Uncertain*, „European Economy”, Economic Papers 277, European Commission,.
- Barrell R., Kirby S., [April 2007], *Managing Decline in Inflation*, „National Institute Economic Review”.
- Beck G.W., Wieland V., [2007], *Money in Monetary Policy Design under Uncertainty: The Two-Pillar Phillips Curve versus ECB-style Cross-checking*, Deutsche Bundesbank Discussion Paper No. 20.
- Begg D., Canova F., De Grauwe P., Fatás A., Lane P.R., [2002], *Surviving the Slowdown. Monitoring the European Central Bank 4*, Centre for Economic Policy Research, London.
- Begg I., [March 2008], *Economic Governance in an Enlarged Euro Area*, „European Economy”, Economic Papers 311, European Commission.
- Belke A., Polleit T., [October 2007], *How the ECB and the US Fed Set Interest Rates*, „Applied Economics”.
- BIS, [24 June 2007], *77<sup>th</sup> Annual Report*, Bank for International Settlements, Basel.
- Bordo M., James H., [February 2008], *A Long Term Perspective on the Euro*, „European Economy”, Economic Papers 307, European Commission.
- Buiter W.H., [October 2006], *Rethinking Inflation Targeting and Central Bank Independence*, background paper for the lecture at LSE on 26<sup>th</sup>.
- Calza A., Sousa J., [September 2003], *Why Has Broad Money Demand Been More Stable in the Euro Area Than in Other Economies? A Literature Review*, European Working Paper No. 261.
- Canzoneri M.B., Cumby R., Diba B., [January 2005], *How Do Monetary and Fiscal Policy Interact in the European Monetary Union?*, NBER Working Paper No. 11055.
- De Grauwe P., [2006], *Flaws in the Design of the Eurosystem?*, „International Finance”, nr 1.
- Dominquez K.M.E., [2006], *The European Central Bank, the Euro, and Global Financial Markets*, „Journal of Economic Perspectives”, nr 4.
- ECB, [June 2003], *The Outcome of the ECB’s Evaluation of Its Monetary Policy Strategy*, „ECB Monthly Bulletin”.
- Eichengreen B., [September 2007], *The Break-up of the Euro Area*, NBER Working Paper No. 13393.
- Flaschel P., Proaño C.R., [2007], *AS-AD Disequilibrium Dynamics and the Taylor Interest Rate Policy Rule: Euro Area-Based Estimation*, [w:] Arestis P., Hein E., Le Heron E., (red.), *Aspects of Modern Monetary and Macroeconomic Policies*, Palgrave Macmillan, Basingstoke.
- Issing O., [August 29-31 2002], *Monetary Policy in a Changing Economic Environment*, [w:] *Rethinking Stabilization Policy*, Symposium Sponsored by the Federal Reserve Bank of Kansas City, Jackson Hole.
- Issing O., Gaspar V., Angeloni I., Tristani O., [2001], *Monetary Policy in the Euro Area. Strategy and Decision-Making at the European Central Bank*, Cambridge University Press, Cambridge.

- Leiner-Killinger N., López Pérez V., Stiegert R., Vitale G., [July 2007], *Structural Reforms in EMU and the Role of Monetary Policy. A Survey of Literature*, ECB Occasional Paper No. 66.
- Noyer C., [2007], *Why Money Still Matters*, „Central Banking”, No. 3.
- Pisani-Ferry J., Aghion P., Belka M., von Hagen J., Heikensten L., Sapir A., [2008], *Coming of Age. Report on the Euro Area*, Bruegel Blueprint Series, Volume IV, Bruegel, Brussels.
- Regling K., [2007], *Strengthening the Economic Leg of EMU*, „Central Banking”, No. 1.
- Rogoff K.S., [August 28-30 2003], *Globalization and Global Disinflation*, [w:] *Monetary Policy and Uncertainty: Adapting to a Changing Economy*, Symposium Sponsored by the Federal Reserve Bank of Kansas City, Jackson Hole.
- Taylor J.B., [December 2007], *The Explanatory Power of Monetary Policy Rules*, NBER Working Paper No. 13685.
- Trichet J.-C., [2005], *General Discussion*, [w:] *The Greenspan Era: Lessons, for the Future*, A Symposium Sponsored by the Federal Reserve Bank of Kansas City, Jackson Hole. August 25-27.
- Ullrich K., [2005], *Comparing the Fed and the ECB Using Taylor-Type Rules*, „Applied Economics Quarterly”, nr 3.
- Wyplosz C., [April 2006], *European Monetary Union. The Dark Side of a Major Success*, „Economic Policy”.

## MONETARY POLICY IN THE EURO AREA: OLD CONCERNS, NEW CHALLENGES

### Summary

The paper addresses some important dilemmas and factors determining the monetary policy of the European Central Bank (ECB). According to the author, in the coming years the ECB's monetary policy will to a large extent depend on how the ongoing financial crisis affects Europe and the world at large. At this point, it is too early to offer an evaluation of how this policy may change, Wojtyna says.

The article attempts to answer a number of questions related to the ECB's monetary policy. One question is whether or not an evaluation of the effects of the bank's policy should take into account some general institutional frameworks. Second, did the ECB do the right thing adopting a specific strategy for its monetary policy? Third, to what extent has the Taylor rule proved to be useful in the assessment of the restrictiveness of the ECB's monetary policy? The Taylor rule, proposed by U.S. economist John B. Taylor in 1993, is a rule that stipulates how much the central bank should change the nominal interest rate in response to divergences of actual GDP from potential GDP and of actual inflation rates from target inflation rates.

According to Wojtyna, the effects of the ECB's policy should be clearly differentiated from the effects of the Economic and Monetary Union as a whole. Second, the notion of "ECB policy" is broader than the term "monetary policy" with regard to the European Central Bank, the author says. Third, it is necessary to draw a distinction between various types of monetary policy depending on their scope, Wojtyna notes.

The paper also discusses the latest research on the institutional environment of monetary policy and focuses on selected disputed issues involving the monetary policy strategy adopted by the ECB.

**Keywords:** monetary policy, euro area, European Central Bank, strategy, Taylor rule