

**Jan Borowiec**

Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu

## **POLITYKA PIENIĘŻNA EBC A SPÓJNOŚĆ GOSPODARCZA I SPOŁECZNA**

### **1. Wstęp**

Traktat WE nakłada na Wspólnotę obowiązek brania pod uwagę wzmocnienia spójności gospodarczej i społecznej na jej terytorium przy formułowaniu i urzeczywistnianiu jej polityki w różnych dziedzinach (art. 159 TWE). Odnosi się to także do polityki pieniężnej prowadzonej w strefie euro przez Europejski Bank Centralny (EBC).

W jaki sposób EBC może wpływać na gospodarczą i społeczną spójność Unii Europejskiej? Zgodnie z art. 105 TWE głównym celem Europejskiego Systemu Banków Centralnych jest utrzymanie stabilności cen. Stabilność ta jest najważniejszym elementem środowiska makroekonomicznego korzystnego dla wzrostu gospodarczego. Pozwala przede wszystkim na uniknięcie różnego rodzaju ujemnych skutków inflacji, pogarszających efektywność rynkowych mechanizmów alokacji zasobów. Operacje polityki pieniężnej wpływają na poziom cen za pośrednictwem podaży pieniądza, stóp procentowych i kursu walutowego. Stopy procentowe EBC oraz poziom inflacji są głównymi czynnikami określającymi realne stopy procentowe. Za ich pośrednictwem polityka pieniężna wpływa więc na koszt kapitału. Efektywny realny kurs walutowy, uwarunkowany również czynnikami innymi niż pieniężne, stanowi zaś odzwierciedlenie cenowej i kosztowej konkurencyjności gospodarki, ważnej także dla wzmocnienia spójności gospodarczej.

Poza utrzymywaniem cen na stabilnym poziomie, EBC może wspierać ogólną politykę gospodarczą, mającą na uwadze cele Wspólnoty, w tym odnoszące się do spójności gospodarczej i społecznej. EBC nie ma żadnej możliwości wpływania na potencjalny wzrost gospodarczy – główny czynnik zmniejszania dysproporcji w poziomie rozwoju regionów w Europie. Może jednak wpływać na to, jak te możliwości są wykorzystywane, stabilizując poziom produkcji i zatrudnienia. Działając tak, przyczynia się do wzmocnienia spójności gospodarczej i społecznej w ramach zrównoważonego rozwoju gospodarczego. Takie działania stabilizujące polityki pienięż-

nej mają jednak charakter warunkowy, są możliwe jedynie wówczas, gdy są zgodne z założeniem stabilności cen.

Celem artykułu jest określenie roli polityki pieniężnej EBC we wzmacnianiu spójności gospodarczej i społecznej Unii Europejskiej. Przedmiotem badań są następujące zagadnienia: relacja między wzrostem gospodarczym a stabilnością cen, warunki pieniężne polityki spójności oraz rola polityki pieniężnej w stabilizowaniu gospodarki. Kwestie te będą rozważane na przykładzie czterech krajów strefy euro: Irlandii, Grecji, Hiszpanii i Portugalii. Badania dotyczą nie tylko okresu rzeczywistego funkcjonowania europejskiej unii walutowej. Obejmują także lata poprzedzające jej rzeczywiste utworzenie, gdy polityka pieniężna była prowadzona przez krajowe banki centralne. Należy przy tym dodać, że zmierzała ona, zwłaszcza podczas drugiego etapu tworzenia unii gospodarczej i walutowej, do zapewnienia trwałej konwergencji w zakresie stabilności cen, jednego z warunków przystąpienia państwa członkowskiego do unii walutowej.

## 2. Wzrost gospodarczy a inflacja

Inflacja, zwłaszcza gdy jest nieprzewidywalna, wywołuje różnego rodzaju koszty. Obejmują one [Briault 1995]:

- koszty redystrybucyjne: nieprzewidywalna inflacja prowadzi do redystrybucji dochodów i dobrobytu, zwłaszcza od pożyczkodawców do pożyczkobiorców, gdy umowy kredytowe nie są całkowicie indeksowane, a także od osób otrzymujących stałe dochody nominalne do osób, które płacą im takie dochody;
- koszty podejmowania decyzji dotyczących konsumpcji, oszczędzania, zadłużania się i inwestycji: niepewność co do przyszłego ogólnego poziomu cen może zniekształcać alokację zasobów przez wzrost atrakcyjności realnych aktywów, ponieważ są one lepiej zabezpieczone przed inflacją, przez unikanie zawierania długoterminowych kontraktów, przez większą premię ryzyka od stopy procentowej, prowadzącą do wzrostu kosztów kredytów, a także przez zróżnicowane oczekiwania inflacyjne inwestorów i oszczędzających i wynikające z tego odmiennie postrzeganie przewidywanej realnej stopy procentowej;
- koszty zmian w cenach relatywnych: oprócz niepewności ogólnego poziomu cen, inflacja pociąga za sobą także niepewność cen relatywnych, która zniekształca ich funkcję informacyjną, utrudniając tym samym właściwą reakcję na zmiany tych cen ze szkodą dla efektywności alokacji zasobów.

Skutkiem wszystkich tych oddziaływań inflacji, pogarszających efektywność rynkowej alokacji zasobów, jest istnienie ujemnej korelacji między wzrostem gospodarczym a inflacją, co z resztą potwierdziły liczne badania ekonometryczne [Barro 1996; Cukierman i in. 1993; Feldstein 1996; Ghosh i Phillips 1998].

Procesy integracji walutowej korzystnie wpłynęły na stabilność cen w Irlandii, Grecji, Hiszpanii i Portugalii. Efekt ten jest szczególnie widoczny w długim okresie. Stopa inflacji, mierzona deflatorem prywatnej konsumpcji, po przystąpieniu tych

krajów do strefy euro była znacznie niższa niż w latach 80. czy 90. ubiegłego wieku. Podobne procesy miały miejsce także na całym obszarze waluty euro, ale kraje te były bardziej dotknięte inflacją niż pozostali członkowie unii walutowej (tab. 1).

Tabela 1. Roczna stopa inflacji w Irlandii, Grecji, Hiszpanii i Portugalii na tle strefy euro

Kraje	1986- -1990	1991- -1995	1996- -2000	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Zharmonizowany indeks cen konsumpcyjnych (HICP)										
Irlandia	.	.	.	5,3	4,0	4,7	4,0	2,3	2,2	2,7
Grecja	.	.	.	2,9	3,7	3,9	3,4	3,0	3,5	3,3
Hiszpania	.	.	.	3,5	2,8	3,6	3,1	3,1	3,4	3,6
Portugalia	.	.	.	2,8	4,4	3,7	3,3	2,5	2,1	3,0
EA 13	.	.	.	2,1	2,4	2,3	2,1	2,1	2,2	2,2
Deflator prywatnej konsumpcji										
Irlandia	3,2	2,7	4,8	6,0	4,0	5,0	3,7	1,5	1,2	2,6
Grecja	17,6	13,8	5,6	7,5	2,1	2,5	2,8	2,5	3,7	3,4
Hiszpania	6,6	5,6	2,8	3,7	3,4	2,8	3,1	3,5	3,4	3,6
Portugalia	11,9	7,5	2,7	3,4	3,4	3,0	2,9	2,6	2,5	3,3
EA 12	3,8	3,7	1,7	2,5	2,3	1,9	2,1	2,1	2,0	2,0

Źródło: [Eurostat 2007, European Commission 2007b].

Jak obniżanie inflacji wpłynęło na procesy wzrostu gospodarczego w tych krajach? W tab. 2 przedstawiono zależność między deflatorem PKB a wzrostem produktu krajowego brutto w omawianych krajach w latach 1981-2006<sup>1</sup>. Wynika z niej, że w okresie tym wyższemu poziomowi inflacji towarzyszyła niższa dynamika

Tabela 2. Zależność między wzrostem gospodarczym a inflacją w Irlandii, Grecji, Hiszpanii i Portugalii w latach 1981-2006

Przedziały stopy inflacji	Liczba obserwacji	Deflator PKB		Stopa wzrostu PKB	
		mediana	średnia arytmetyczna	mediana	średnia arytmetyczna
Powyżej 9,9	34	15,0	16,0	1,9	1,8
Od 5,0 do 9,9	23	5,9	5,6	3,5	3,9
Od 3,0 do 4,9	28	3,6	3,7	3,8	3,5
Poniżej 3,0	19	2,5	2,3	4,7	4,9

Źródło: na podstawie [European Commission 2007b].

<sup>1</sup> Deflator PKB, uwzględniający zmiany wszystkich cen, a nie tylko cen konsumpcyjnych, jak w wypadku zharmonizowanego indeksu cen konsumpcyjnych (HICP – wskaźnik określający ilościowo cel stabilności cen w strefie euro), jest powszechnie używanym wskaźnikiem w analizie ekonomicznej dotyczącej związków między inflacją a wzrostem gospodarczym. Służy on także do określania charakteru polityki pieniężnej, tj. stopnia jej restrykcyjności bądź ekspansywności na tle cyklicznych zmian w gospodarce.

ka wzrostu gospodarczego. Szczególnie silna inflacja, wynosząca 10% rocznie lub więcej, ujemnie wpływała na wzrost gospodarczy.

Związek między inflacją a wzrostem gospodarczym nie ma charakteru liniowego. Zależy on zarówno od wyjściowego poziomu inflacji (im jest on wyższy, tym potencjalne korzyści z obniżania inflacji są większe), jak i od stopnia zmniejszenia inflacji (umiarkowanej redukcji inflacji towarzyszą mniejsze korzyści niż redukcji silnej). Na takie cechy procesu obniżania inflacji zwracają także uwagę Ghosh i Phillips [1998].

### **3. Wpływ zmian stóp procentowych banku centralnego na wzrost PKB**

Bank centralny może wywierać zasadniczy wpływ na warunki istniejące na rynku pieniężnym. Zmiana stóp procentowych banku centralnego wpływa, aczkolwiek w różnym stopniu, na stopy procentowe rynku pieniężnego oraz na inne stopy procentowe, na pozostałe warunki na rynku pieniężnym – podaż kredytów, ceny aktywów finansowych i kurs walutowy – i na zachowania przy ustalaniu cen i płac, by ostatecznie wpłynąć na ogólny poziom cen w gospodarce i zmienne ekonomiczne (konsumpcja, oszczędności, inwestycje, bilans handlowy, PKB)<sup>2</sup>. Z punktu widzenia polityki spójności najważniejsze jest oddziaływanie zmian stóp procentowych banku centralnego na wzrost gospodarczy.

Tabela 3 zawiera wyniki symulacji wpływu wzrostu podstawowej stopy banku centralnego o 1 punkt procentowy na wzrost PKB. Symulacje te przeprowadzono z wykorzystaniem następujących modeli ekonometrycznych: NiGEM – National Institute of Economic and Social Research w Wielkiej Brytanii, AWM – Europejskiego Banku Centralnego i modeli krajowych banków centralnych strefy euro (NCB).

Z symulacji tych wynika, że zmiany oficjalnych stóp procentowych wpływają na poziom aktywności ekonomicznej w okresach krótkich i średnich. W okresach długich praktycznie nie wywierają one żadnego wpływu na wzrost gospodarczy. Oddziaływanie polityki pieniężnej na wzrost gospodarczy jest zróżnicowane w zależności od krajów. Symulacje z wykorzystaniem modeli narodowych banków centralnych wskazują na jej silniejszy wpływ na poziom realnego PKB w krajach kohezji niż w całej strefie euro.

Zróżnicowane skutki polityki pieniężnej są wynikiem nie tylko różnic w mechanizmach transmisyjnych polityki pieniężnej wewnątrz strefy euro. Istotną rolę odgrywają także inne czynniki, w tym przede wszystkim cykle koniunkturalne. Pogorszenie majątku finansowego przedsiębiorstw i gospodarstw domowych wzmacnia

---

<sup>2</sup> Stopień oddziaływania oficjalnych stóp procentowych na te zmienne jest zróżnicowany. Badania ekonometryczne pokazują, że wśród najbardziej wrażliwych na zmiany stóp procentowych banku centralnego są krótkoterminowe stopy procentowe i kursy walutowe. Wśród zmiennych realnych najbardziej wrażliwe na zmiany tych stóp są inwestycje i PKB, w najmniejszym stopniu zaś – stopa bezrobocia [McAdam, Morgan 2001; Van Els i in. 2001].

niektóre kanały transmisyjne polityki pieniężnej, w tym „kanał kosztu kapitału” oraz „kanał kredytowy”. Wyniki analizy opartej na modelach VAR (wektora autoregresji) pokazują, że wpływ polityki pieniężnej na poziom produkcji jest silniejszy w fazie recesji niż w fazie ożywienia gospodarczego [Peersman, Smets 2001].

Tabela 3. Wpływ wzrostu podstawowej stopy procentowej banków centralnych na stopę wzrostu PKB w Grecji, Hiszpanii, Irlandii i Portugalii oraz w strefie euro

Kraje	1 rok	2 rok	3 rok	5 rok	10 rok
Model NiGEM					
Grecja	-0,18	-0,26	-0,10	-0,01	-0,04
Hiszpania	-0,26	-0,41	-0,25	0,13	0,00
Irlandia	-0,28	-0,27	-0,08	-0,04	-0,04
Portugalia	-0,17	-0,06	0,02	-0,04	-0,04
Strefa euro	-0,24	-0,31	-0,19	-0,09	-0,02
Modele NCB					
Grecja	-0,41	-0,78	-0,69	-0,74	.
Hiszpania	-0,12	-0,43	-0,62	-0,39	.
Irlandia	-0,25	-0,48	-0,43	-0,32	.
Portugalia	-0,12	-0,56	-0,81	-0,61	.
Strefa euro	-0,22	-0,38	-0,31	-0,02	.
Model AWM					
Strefa euro	-0,34	-0,71	-0,71	-0,57	.

Źródło: [McAdam, Morgan 2001, s. 27 i 32; Van Els i in. 2001, s. 58].

Skutki polityki pieniężnej mogą być także zróżnicowane w zależności od sektorów produkcyjnych. Wynika to z kilku przyczyn [BCE 2002, s. 49-51]:

- popyt na różne dobra może być bardziej lub mniej wrażliwy na zmiany stóp procentowych, np. dobra inwestycyjne szybciej reagują na politykę pieniężną, gdyż decyzję o ich zakupie łatwiej można odroczyć na inny termin,
- gdy zmiany stóp procentowych wpływają na kurs walutowy, sektory wytwarzające dobra wymienne bardziej niż inne sektory doświadczają skutków polityki pieniężnej,
- zmiany stóp procentowych w zróżnicowany sposób wpływają na sektory produkcyjne w zależności od faz produkcji: producenci dóbr finalnych są bardziej wrażliwi na zmiany tych stóp niż producenci dóbr pośrednich lub surowców.

Na politykę pieniężną w coraz większym stopniu wpływa globalizacja rynków finansowych, która zmienia procesy transmisyjne polityki pieniężnej, zmniejszając zdolność krajowych banków centralnych do kontroli inflacji, zwłaszcza w warunkach braku międzynarodowej koordynacji polityki pieniężnej. Umiedzynarodowienie rynków finansowych może zmniejszyć skuteczność kontroli inflacji przez banki centralne za pośrednictwem trzech mechanizmów: premii płynności jako funkcji raczej globalnej płynności niż krajowej; realnej stopy procentowej zależnej od glo-

balnego bilansu oszczędności i inwestycji, a nie od bilansu w danym kraju, presji inflacyjnej wynikającej bardziej z szoków w gospodarce światowej niż z wewnętrznej luki produktowej [Woodford 2007].

#### 4. Zmiany długoterminowej realnej stopy procentowej i stopy inwestycji

W tradycyjnym mechanizmie transmisyjnym polityki pieniężnej bank centralny wpływa na inwestycje za pośrednictwem realnych stóp procentowych pozostających pod wpływem oczekiwań inflacyjnych i nominalnych stóp procentowych. Z badań

Tabela 4. Zmiany w długoterminowej realnej stopie procentowej i stopie inwestycji w latach 1992-2006

Rok	Irlandia		Grecja		Hiszpania		Portugalia	
	<i>i</i>	<i>I</i>	<i>i</i>	<i>I</i>	<i>i</i>	<i>I</i>	<i>i</i>	<i>I</i>
1992	-1,1	-0,3	.	-1,3	-0,5	-2,0	0,1	-1,2
1993	-3,8	-1,4	-0,2	-1,0	0,7	-1,8	-1,9	-1,5
1994	3,7	1,1	0,7	-1,7	0,4	-0,1	0,8	0,0
1995	-0,8	0,9	-2,2	0,0	0,3	0,8	0,5	0,6
1996	0,3	1,9	-0,3	0,9	-0,1	-0,1	-0,7	0,5
1997	-2,3	1,4	-3,8	0,3	-2,3	0,4	-1,3	2,2
1998	-4,3	1,6	-0,1	1,3	-1,7	1,2	-1,0	1,3
1999	2,4	1,8	0,0	1,6	-0,2	1,6	0,6	0,3
2000	-1,5	0,2	-2,9	0,4	-0,1	1,2	0,2	0,3
2001	-0,5	-0,9	3,1	0,4	-1,1	0,2	-1,4	-0,6
2002	0,5	-0,8	-2,2	0,0	-0,2	0,3	-0,3	-1,5
2003	1,6	0,6	-0,5	1,8	-0,7	0,9	-0,3	-2,1
2004	0,7	1,6	0,1	-0,1	0,1	0,9	0,2	-0,2
2005	-2,5	2,4	-1,0	-1,5	-0,8	1,2	-0,7	-0,8
2006	2,8	0,3	0,9	1,9	0,7	1,0	0,6	-0,8

Kombinacje zmian realnej stopy procentowej i stopy inwestycji:

- obniżka stopy procentowej (okres  $t$ ), wzrost stopy inwestycji (okres  $t$ ): 21 obserwacji,
- obniżka stopy procentowej (okres  $t$ ), spadek stopy inwestycji (okres  $t$ ): 13 obserwacji,
- wyższa stopy procentowej (okres  $t$ ), spadek stopy inwestycji (okres  $t$ ): 7 obserwacji,
- wyższa stopy procentowej (okres  $t$ ), wzrost stopy inwestycji (okres  $t$ ): 14 obserwacji,
- pozostałe kombinacje: 4 obserwacje.

Kombinacje zmian stopy procentowej i stopy inwestycji z uwzględnieniem opóźnień towarzyszących polityce pieniężnej:

- obniżka stopy procentowej (okres  $t$ ), wzrost stopy inwestycji (okres  $t+1$ ): 24 obserwacji,
- obniżka stopy procentowej (okres  $t$ ), spadek stopy inwestycji (okres  $t+1$ ): 10 obserwacji,
- wyższa stopy procentowej (okres  $t$ ), spadek stopy inwestycji (okres  $t+1$ ): 6 obserwacji,
- wyższa stopy procentowej (okres  $t$ ), wzrost stopy inwestycji (okres  $t+1$ ): 11 obserwacji,
- pozostałe kombinacje: 5 obserwacji.

*i* – długoterminowa realna stopa procentowa, *I* – stopa inwestycji brutto jako % PKB.

Źródło: na podstawie [European Commission 2007b].

ekonometrycznych wynika, że spośród zmiennych nominalnych i realnych krótkoterminowe oraz długoterminowe stopy procentowe pozostają pod bardzo silnym wpływem stóp procentowych banku centralnego w okresach do dwóch lat (McAdam i Morgan 2001, s. 22).

W tab. 4 przedstawiono dane dotyczące zmian, w stosunku do roku poprzedniego, w realnej długookresowej stopie procentowej i stopie inwestycji brutto w latach 1991-2006. Umożliwi to ocenę wpływu polityki pieniężnej na inwestycje za pośrednictwem kosztu kapitału.

Z danych tab. 4 wynika, że związek między realną długoterminową stopą procentową a inwestycjami jest bardziej złożony. Polityka pieniężna wpływająca na koszt kapitału jest tylko jednym z czynników kształtujących decyzje inwestycyjne przedsiębiorstw. Spośród różnych możliwych kombinacji zmian tych dwóch zmiennych przeważała kombinacja stanowiąca połączenie obniżki stopy procentowej i wzrostu stopy inwestycji. Bank centralny podejmuje ekspansywną politykę pieniężną w okresach pogorszenia się warunków cyklicznych w gospodarce. W okresach tych przedsiębiorstwa chętniej się zadłużają, ponieważ dysponują mniejszymi zyskami, a koszt kapitału jest niższy. Czasami niski koszt kapitału nie stanowi jednak wystarczającej zachęty do inwestowania. W badanych krajach przypadków takich było więcej niż przypadków negatywnego oddziaływania wzrostu stóp procentowych na inwestycje. Restrykcyjnej polityce pieniężnej, ważnej z punktu widzenia obniżania inflacji, częściej towarzyszył wzrost stopy inwestycji. A zatem wzrost kosztu kapitału nie stanowił przeszkody w inwestowaniu. Istnieje więc pewna asymetria w oddziaływaniu polityki pieniężnej na decyzje inwestycyjne przedsiębiorstw: polityka ekspansywna na ogół skuteczniej wpływa na inwestycje niż polityka restrykcyjna.

## 5. Zmiany efektywnego kursu walutowego

Polityka pieniężna unii walutowej może wpływać na spójność gospodarczą i społeczną za pośrednictwem zmian realnego kursu walutowego. Wynikająca ze zmian oficjalnych stóp procentowych zmiana krajowych stóp procentowych wpływa na kurs walutowy.

W tab. 5 zawarto indeksy realnego efektywnego kursu walutowego. Jednym z zagrożeń dla procesów konwergencji realnej jest aprecjacja realnego kursu walutowego, na którą potencjalnie narażone są kraje relatywnie słabiej rozwinięte gospodarczo.

Wprowadzeniu euro towarzyszyła, z wyjątkiem lat 2000-2001, silna aprecjacja waluty europejskiej w stosunku do innych walut, zwłaszcza dolara amerykańskiego – głównej waluty na rynkach międzynarodowych. Prowadziła ona także do aprecjacji realnego efektywnego kursu walutowego wewnątrz strefy euro. W Irlandii, Grecji, Hiszpanii i Portugalii aprecjacja ta była jednak większa niż w innych krajach unii walutowej, a sprzyjały jej takie czynniki, jak wyższa stopa inflacji oraz wzrost jednostkowych względnych kosztów pracy. Koszty te wzrosły najbardziej w Irlandii.

dii, pomimo dużej elastyczności rynków pracy w tym kraju. Głównymi czynnikami pogarszania się kosztowej konkurencyjności gospodarki były: 1) bardzo wysokie tempo wzrostu gospodarczego, sprzyjające aprecjacji realnego kursu walutowego, 2) pogarszająca się sytuacja na rynkach pracy, wynikająca głównie z silnie rosnącego popytu na pracę w warunkach stosunkowo niskiego wzrostu zasobów pracy.

Tabela 5. Roczna stopa wzrostu PKB i realny efektywny kurs walutowy (REER) w stosunku do 36 krajów uprzemysłowionych\* (indeks 1999 = 100)

Rok	Roczna stopa wzrostu PKB					Wskaźniki kosztów relatywnych – jednostkowe koszty pracy w całej gospodarce (REER)				
	IE	EL	ES	PT	EA	IE	EL	ES	PT	EA
1994	5,9	2,0	2,4	1,0	.	112,2	89,5	101,5	95,4	113,4
1995	9,6	2,1	5,0	9,8	.	108,1	94,6	103,3	97,8	119,2
1996	8,3	2,4	2,4	3,6	1,5	109,4	97,5	105,5	100,1	119,5
1997	11,7	3,6	3,9	4,2	2,6	108,3	101,6	101,0	99,7	107,7
1998	8,5	3,4	4,5	4,8	2,8	105,1	98,9	101,2	100,3	101,4
1999	10,7	3,4	4,7	3,9	3,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
2000	9,4	4,5	5,0	3,9	3,8	94,8	93,0	97,4	100,0	89,3
2001	5,8	5,1	3,6	2,0	1,9	97,5	90,6	98,4	102,9	90,2
2002	6,0	3,8	2,7	0,8	0,9	99,0	95,6	100,2	105,4	93,6
2003	4,3	4,8	3,1	-0,7	0,8	106,9	98,3	105,2	110,2	103,8
2004	4,3	4,7	3,3	1,5	2,0	114,2	102,1	107,8	110,4	106,7
2005	5,5	3,7	3,6	0,5	1,5	116,9	103,6	108,0	110,3	104,2
2006	6,0	4,3	3,9	1,3	2,8	119,4	105,0	109,6	109,9	103,3

\* Państwa członkowskie UE-27, Australia, Japonia, Kanada, Meksyk, Norwegia, Nowa Zelandia, Stany Zjednoczone, Szwajcaria i Turcja.

IE – Irlandia, EL – Grecja, ES – Hiszpania, PT – Portugalia, EA – strefa euro.

Źródło: [Eurostat 2007, European Commission 2007a].

Pogarszanie się względnej kosztowej konkurencyjności gospodarki krajów kohezji nie wywarło istotnego wpływu na ich wzrost gospodarczy. Aprecjacji REER towarzyszyła częściej poprawa wzrostu gospodarczego niż jego pogorszenie (18 przypadków poprawy rocznego tempa wzrostu PKB, 12 przypadków obniżenia się rocznego tempa wzrostu PKB). Podobne były tendencje zmian w PKB towarzyszące deprecjacji REER – 9 przypadków poprawy wzrostu wobec 5 przypadków pogorszenia się wzrostu. Pogorszenie się względnej konkurencyjności kosztowej gospodarki Irlandii, Grecji, Hiszpanii i Portugalii nie stanowiło więc przeszkody



w procesie zmniejszania ich opóźnień rozwojowych w stosunku do strefy euro jako całości. Kraje te, z wyjątkiem Portugalii, miały większą dynamikę wzrostu gospodarczego, pomimo silniejszej aprecjacji realnego efektywnego kursu walutowego.

Polityka pieniężna EBC, nawet jeśli prowadzi – przez wzrost stóp procentowych – do pogorszenia się cenowej i kosztowej konkurencyjności gospodarki, niekoniecznie musi ujemnie wpływać na wzrost gospodarczy oraz na spójność gospodarczą i społeczną. Wpływ stóp procentowych banku centralnego na zmiany realnego kursu walutowego jest bowiem stosunkowo niewielki, co potwierdzają wyniki badań ekonometrycznych. Na przykład z badań przeprowadzonych przez McAdama i Morgana [2001] wynika, że w strefie euro jest on bardzo słaby (model NiGEM) lub słaby (model AWM). Kursy walutowe w długim okresie pozostają także pod wpływem innych czynników, w tym zagranicznych stóp procentowych, relatywnego poziomu cen, cel i kontyngentów handlowych, preferencji względem dóbr krajowych i zagranicznych oraz produktywności [Mishkin 2002, s. 223-227].

## 6. Rola polityki pieniężnej w stabilizowaniu gospodarki

EBC może także wspierać ogólną politykę gospodarczą w zakresie wzmocnienia spójności gospodarczej i społecznej przez takie zmiany swoich stóp procentowych, które ograniczają wahania cykliczne produktu krajowego brutto, sprzyjając zrównoważonemu wzrostowi gospodarczemu w okresach średnich. Tabela 6 zawiera dane

Tabela 6. Luka produktowa i realna krótkoterminowa stopa procentowa w latach 1991-2006

Lata	Irlandia		Grecja		Hiszpania		Portugalia	
	YGAP	<i>i</i>	YGAP	<i>i</i>	YGAP	<i>i</i>	YGAP	<i>i</i>
1991	0,6	-3,1	2,1	3,7	2,3	-1,5	5,0	3,8
1992	-1,7	1,0	1,0	5,8	0,3	0,2	2,6	-2,8
1993	-4,7	-5,5	-2,3	-0,4	-3,1	0,6	-2,3	1,1
1994	-5,5	0,1	-2,3	4,3	-3,3	3,1	-4,0	-2,1
1995	-4,4	-0,8	-2,4	-6,8	-3,2	0,4	-2,6	2,6
1996	-3,2	0,4	-2,6	-0,4	-3,3	-0,5	-1,7	-1,6
1997	0,2	-0,6	-2,0	-0,2	-2,2	-1,0	-0,4	-2,9
1998	1,0	-3,4	-1,8	2,8	-0,8	-1,2	1,1	-1,3
1999	3,7	0,0	-1,8	-1,7	0,7	-1,4	2,0	-0,9
2000	5,7	-0,9	-1,3	-5,1	2,2	0,5	3,1	1,7
2001	4,1	-0,1	-0,1	0,5	2,1	-0,8	2,6	-0,8
2002	3,3	-0,5	-0,1	-2,5	1,1	-1,1	1,3	-1,2
2003	1,6	1,5	0,6	-0,7	0,1	-0,8	-1,1	-0,2
2004	0,1	0,5	1,5	-0,1	-0,6	-0,1	-1,3	0,2
2005	-0,3	-1,6	1,4	-0,2	-1,2	0,0	-2,1	0,0
2006	-0,4	1,8	1,7	1,3	-1,1	1,2	-2,1	0,8

YGAP – luka produktowa (% potencjalnego PKB), *i* – realna krótkoterminowa stopa procentowa.

Źródło: na podstawie [European Commission 2007b].

statystyczne dotyczące luki produktowej (YGAP) i realnej krótkoterminowej stopy procentowej ( $i$ ) w Irlandii, Grecji, Hiszpanii i Portugalii w latach 1991-2006.

Na podstawie zmian realnej krótkoterminowej stopy procentowej w stosunku do roku poprzedniego, z jednoczesnym uwzględnieniem warunków cyklicznych, tj. dodatniej lub ujemnej luki produktowej, charakter polityki pieniężnej można określić w sposób następujący:

- polityka ekspansywna antycykliczna (obniżka stopy procentowej, ujemna luka produktowa),
- polityka ekspansywna procykliczna (obniżka stopy procentowej, dodatnia luka produktowa),
- polityka restrykcyjna procykliczna (zwyżka stopy procentowej, ujemna luka produktowa),
- polityka restrykcyjna antycykliczna (zwyżka stopy procentowej, dodatnia luka produktowa),
- polityka neutralna (niezmieniona stopa procentowa).

W tab. 7 przedstawiono taką charakterystykę polityki pieniężnej w Irlandii, Grecji, Hiszpanii i Portugalii – jej charakter antycykliczny bądź procykliczny w różnych warunkach cyklicznych.

Z charakterystyki tej wynika, że przed przystąpieniem tych krajów do strefy euro ich polityka pieniężna była lepiej przystosowana do cyklu koniunkturalnego. Przystosowanie to było różne w zależności od warunków cyklicznych, ponieważ w okresach występowania zarówno ujemnej, jak i dodatniej luki produktowej była ona częściej ekspansywna niż restrykcyjna. Politykę pieniężną tych krajów charakteryzowała więc asymetria reakcji na warunki cykliczne gospodarki krajowej.

Unia walutowa zupełnie zmieniła środowisko ekonomiczne i prawnoinstytucjonalne polityki pieniężnej. Stała się ona polityką jednolitą, określaną przez EBC na podstawie zmiennych ekonomicznych i monetarnych gospodarki strefy euro, a nie poszczególnych państw członkowskich. W warunkach niedostatecznej synchronizacji cykli koniunkturalnych i asymetrii szoków makroekonomicznych istnieje duże ryzyko nieprzystosowania tej polityki do warunków cyklicznych gospodarki krajowej. Na ryzyko to najbardziej narażone są Irlandia, Grecja, Hiszpania i Portugalia. W pierwszych dwóch z tych krajów zaobserwowano największe różnice w cyklach koniunkturalnych, co znalazło odbicie zarówno w charakterze, jak i w poziomie luki produktowej. W Irlandii przez cały ten okres luka ta była dodatnia, podczas gdy w strefie euro była ona częściej ujemna niż dodatnia, a w Grecji jej charakter był w ogóle odmienny niż w strefie euro [OECD... 2007]. Grecję i Portugalię charakteryzuje także największa asymetria szoków w stosunku do szoków w całej strefie euro [Gilson 2006].

Te właśnie czynniki spowodowały, że polityka pieniężna EBC była w małym stopniu przystosowana do warunków cyklicznych tych krajów. Zdecydowanie częściej okazywała się ona procykliczna niż antycykliczna, zwłaszcza w okresach przegrzania koniunktury gospodarczej. Największe nieprzystosowanie tej polityki do cy-

klu koniunkturalnego dostrzega się w Irlandii w latach 2000–2003, gdy wzrost PKB znacznie przewyższał jego wzrost potencjalny, wywołując silną presję inflacyjną, prowadzącą do znacznego obniżenia się realnych stóp procentowych.

Tabela 7. Charakter polityki pieniężnej w Irlandii, Grecji, Hiszpanii i Portugalii

Rok	Irlandia		Grecja		Hiszpania		Portugalia	
	– YGAP	+ YGAP	– YGAP	+ YGAP	– YGAP	+ YGAP	– YGAP	+ YGAP
1991		P		A		P		A
1992	P			A		A		P
1993	A		A		P		P	
1994	P		P		P		A	
1995	A		A		P		P	
1996	P		A		A		A	
1997		P	A		A		A	
1998		P	P		A			P
1999		N	A			P		P
2000		P	A			A		A
2001		P	P			P		P
2002		P	A			P		P
2003		A		P		P	A	
2004		A		P	A		P	
2005	A			P	N		N	
2006	P			A	P		P	
Polityka pieniężna prowadzona przez krajowe banki centralne: polityka ekspansywna antycykliczna – 14 przypadków (41,2%), polityka ekspansywna procykliczna – 6 przypadków (17,6%), polityka restrykcyjna procykliczna – 10 przypadków (29,4%), polityka restrykcyjna antycykliczna – 4 przypadki (11,8%)								
Polityka pieniężna EBC: polityka ekspansywna antycykliczna – 4 przypadki (13,3%), polityka ekspansywna procykliczna – 13 przypadków (43,3%), polityka restrykcyjna procykliczna – 5 przypadków (16,7%), polityka restrykcyjna antycykliczna – 5 przypadków (16,7%), polityka neutralna – 3 przypadki (10%)								

YGAP – luka produktowa (% potencjalnego PKB), A – polityka antycykliczna, N – polityka neutralna, P – polityka procykliczna.

Źródło: na podstawie danych tab. 6.

Jakie wynikają z tego wnioski dla polityki spójności? Z pewnością nie przyczyniała się ona do urzeczywistnienia jej celów przez promowanie zrównoważonego wzrostu gospodarczego. Niedostateczna synchronizacja cykli koniunkturalnych zmniejsza możliwość stabilizowania poziomu produktu za pośrednictwem stóp procentowych EBC w stopniu możliwie największym, zbieżnym z jego poziomem po-

tencjalnym. Niedostateczna skuteczność działań stabilizacyjnych nie powinna jednak stanowić przeszkody w umacnianiu spójności gospodarczej Unii Europejskiej. Przede wszystkim polityka ta nie wywiera żadnego wpływu na potencjalny wzrost gospodarczy, niezwykle ważny dla zmniejszania dysproporcji rozwojowych regionów europejskich. Poza tym polityka stabilizacyjna EBC mogłaby szkodzić polityce spójności, gdyby w niedostatecznym stopniu kontrolowała inflację. Zbyt wysoka stopa inflacji mogłaby bowiem wpłynąć ujemnie na efektywność alokacji zasobów ze szkodą dla wzrostu gospodarczego. Ryzyko takiej inflacji w strefie euro jest bardzo małe ze względu na prymat stabilności cen w polityce pieniężnej, niezależność EBC i krajowych banków centralnych, eliminującą wszelkie naciski polityczne na decyzje władz monetarnych, oraz zasady polityki budżetowej sprzyjające utrzymaniu stabilności cen.

Relatywnie niższe realne stopy procentowe sugerują korzystne oddziaływanie polityki pieniężnej EBC na spójność Unii. Niższe stopy mogą stanowić zachętę do inwestowania. Mechanizmy transmisyjne polityki pieniężnej są bardziej złożone, a ponadto są one zróżnicowane wewnątrz strefy euro. Skutkiem tego mogą być pewne różnice w zmianach stóp procentowych kredytów dla gospodarstw domowych i przedsiębiorstw. W latach 1999-2006 zmiany oprocentowania kredytów hipotecznych i kredytów dla niefinansowych przedsiębiorstw wśród krajów kohezji były najniższe w Irlandii, pomimo najwyższej w UE dynamiki wzrostu gospodarczego, zwiększającej również popyt na pieniądź, oraz relatywnie wysokiej inflacji. Największa zmienność tych stóp wystąpiła natomiast w Grecji [ECB 2007, s. 25-26]. Kraje te są bardzo zróżnicowane pod względem stopnia rozwoju rynków finansowych. W Irlandii rynki te są znacznie lepiej rozwinięte. Nierówny stopień rozwoju tych rynków spowodował także pewne różnice w reakcjach tych dwóch grup podmiotów na zmiany stóp procentowych EBC, takich samych na obszarze wspólnej waluty.

## 7. Zakończenie

Polityka pieniężna EBC wpływa na spójność gospodarczą i społeczną za pośrednictwem stabilności cen, warunków pieniężnych polityki spójności i wspierania zrównoważonego wzrostu gospodarczego. Utrzymanie stabilności cen pozwala na uniknięcie ujemnego oddziaływania inflacji na wzrost gospodarczy. Obniżaniu inflacji w Irlandii, Grecji, Hiszpanii i Portugalii towarzyszył wyższy wzrost gospodarczy. Efekty tego wzrostu były jednak zróżnicowane, ponieważ zależały one zarówno od warunków początkowych, jak i od stopnia obniżania inflacji.

Wpływ stóp procentowych EBC na warunki pieniężne polityki spójności był największy w odniesieniu do rynkowych stóp procentowych. Z różnych symulacji wynika, że w porównaniu ze strefą euro wzrost gospodarczy w krajach kohezji jest bardziej wrażliwy na zmiany podstawowych stóp procentowych banków centralnych. Dążenie tych krajów do unii walutowej oraz ich członkostwo w niej obniżyło

ich realne stopy procentowe. Obniżce tej towarzyszył także wzrost inwestycji. Natomiast jej zwyczajka rzadko prowadziła do ograniczenia działalności inwestycyjnej.

Wpływ polityki pieniężnej EBC na realny kurs walutowy był stosunkowo niewielki, ponieważ jest on zależny od wielu innych czynników. Nawet jeśli skutkiem wzrostu stóp procentowych jest pogorszenie się cenowej i kosztowej konkurencyjności gospodarki, to niekoniecznie musi ono ujemnie wpływać na wzrost gospodarczy i spójność. Silna aprecjacja realnego kursu walutowego w Irlandii, Grecji i Hiszpanii nie wpłynęła ujemnie na procesy konwergencji realnej, kraje te bowiem miały znacznie wyższą dynamikę wzrostu PKB niż pozostałe kraje wspólnej strefy euro.

Polityka pieniężna EBC nie wpływała korzystnie na spójność gospodarczą i społeczną za pośrednictwem wspierania zrównoważonego wzrostu gospodarczego. Główną tego przyczyną jest zjawisko nieprzystosowania tej polityki do warunków cyklicznych poszczególnych krajów. W odniesieniu do badanych krajów polityka ta częściej miała charakter procykliczny niż antycykliczny. Dotyczy to zwłaszcza polityki ekspansywnej. Na szczęście inflacja towarzysząca tej polityce nie była na tyle duża, aby mogła zaszkodzić procesom wzrostu gospodarczego w tych krajach.

## Literatura

- Barro R., *Determinants of Economic Growth: A Cross-country Empirical Study*, „NBER Working Paper” 1996 no. 5698.
- BCE, *Les conclusions récentes sur la transmission de la politique monétaire dans la zone euro*, „Bulletin mensuel de la BCE”, październik 2002.
- Briault C., *The Costs of Inflation*, „Bank of England Quarterly Bulletin” 1995 vol. 35, no. 1.
- Cukierman A., Kalaitzidakis P., Summers I., Webb S., *Central Bank Independence, Growth, Investment and Real Rates*, „Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy” 1993 no. 39.
- ECB, *Financial Integration in Europe*, Frankfurt am Main 2007.
- European Commission, *Price and Cost Competitiveness. Second Quarter of 2007. Part 2: Country Graphs and Tables*, European Communities 2007a.
- European Commission, *Statistical Annex of European Economy*, Spring 2007b.
- Eurostat, *EU Economic Data Pocketbook 2-2007*, Office for Official Publications of European Communities, Luxembourg 2007.
- Feldstein M., *The Costs and Benefits of Going from Low Inflation to Price Stability*, „NBER Working Paper” 1996 no. 5469.
- Gilson N., *How to be Well Shod to Absorb Shocks? Shock Synchronization and Joining the Euro Zone*, „CESifo Working Paper” 2006 no. 1878.
- Ghosh A., Phillips S., *Inflation, Disinflation, and Growth*, „IMF Working Paper” 1998 no. 68.
- OECD, *OECD Economic Outlook*, Paris 2007.
- McAdam P., Morgan J., *The Monetary Transmission Mechanism at the Euro-Area Level: Issues and Results Using Structural Macroeconomic Model*, „ECB Working Paper” 2001 no. 93.
- Mishkin F.S., *Ekonomika pieniądza, bankowości i rynków finansowych*, PWN, Warszawa 2002.
- Peersman G., Smets F., *Are the Effects of Monetary Policy in the Euro Area Greater in Recession than in Booms?*, „ECB Working Paper” 2001 no. 52.

Van Els P., Locarno A., Morgan J., Villetelle J.-P., *Monetary Policy Transmission in the Euro Area: What do Aggregate and National Structural Models Tell us?*, „ECB Working Paper” 2001 no. 94.  
Woodford M., *Globalization Monetary Control*, „NBER Working Paper” 2007 no. 13329.

## **THE ECB’S MONETARY POLICY VERSUS ECONOMIC AND SOCIAL COHESION OF THE EUROPEAN UNION**

### **Summary**

The article aims to define the role of the ECB’s monetary policy in cohesion reinforcement within the European Union. Greece, Ireland, Portugal, and Spain set an example.

The monetary policy has had a positive impact on economic and social cohesion, mainly through the price stability and the financial conditions, which it has established. Due to price stability maintenance, these countries have managed to avoid the negative impact of the inflation on economic growth. The real interest rates were followed by the growth in investment.

Since the ECB’s monetary policy was not adjusted to the cyclical variability of the national economies, it has not supported the sustainable economic growth through the output stabilization. Thus, more often it had a more pro-cyclical rather than counter-cyclical manner. This statement refers to expansive policy itself, but in this case, the inflation which accompanied the pro-cyclical policy was not relevant enough to be able to hamper the real convergence processes in the countries studied.