

Niektóre aspekty bankowości centralnej na przykładzie Europejskiego Banku Centralnego i Systemu Rezerwy Federalnej USA

Adam Fiszer

Tekst ten poświęcony jest sposobowi prowadzenia polityki monetarnej przez Europejski Bank Centralny, System Rezerwy Federalnej oraz Narodowy Bank Polski. Wstępna analiza kreowanych polityk pieniężnych (przez trzy w/w banki) wskazuje na różną specyfikę każdej z odpowiadających im gospodarek. Porównanie dwóch walut światowych, jakimi są EUR i USD, oraz krajowej pozwala na określenie różnic wynikających z zaufania do gospodarki danego kraju lub ugrupowania gospodarczego „udzielanego” przez inwestorów zagranicznych. Artykuł ma za zadanie przybliżenie Czytelnikowi wybranych zjawisk ekonomicznych, które są brane pod uwagę podczas realizowanej polityki pieniężnej przez banki centralne. Podkreślono także znaczenie krótko i długoterminowego horyzontu czasowego postrzegania gospodarki i polityki pieniężnej.

Wstęp

Artykuł jest tylko elementem szerszego opracowania na temat polityki monetarnej jako instrumentu-narzędzia do osiągnięcia teoretycznych i praktycznych korzyści w gospodarce, wynikających z obrania określonego kierunku polityki pieniężnej¹. Zarys przedstawionych zjawisk, ze względu na objętość publikacji, jest tu mocno ograniczony i nie pozwala na szersze wyjaśnienie analizowanej sytuacji, ogranicza się do skupienia na polityce stopy procentowej. Cele artykułu to:

1. Krótka charakterystyka instytucji banku centralnego, przedstawienie jego podstawowych celów, które dzięki ściśle określonym prawnie warunkom umożliwiają realizację polityki pieniężnej sprzecznej z długoterminowymi celami polityki makroekonomicznej państwa;
2. Charakterystyka pod kątem prawnym działalności banków centralnych;
3. Otoczenie ekonomiczne (i jego różnice) FED, EBC i NBP w kontekście ich znaczenia dla rynku;
4. Zaprezentowanie zarysów realizowanej przez poszczególne banki polityki mone-

tarnej i skłonność do radykalnych, szybkich działań w polityce pieniężnej (zmiany rodzaju polityki, głębokość zmian, opóźnienia czasowe itp.);

5. Określenie związku pomiędzy zmianą polityki monetarnej a efektami gospodarczymi (wzrost PKB);
6. Zasygnalizowanie znaczenia banków centralnych w makroekonomii w erze globalizacji.

Uwarunkowania i możliwość stosowania instrumentu polityki stopy procentowej w przypadku Polski czy przytaczanej w tekście koncepcji prowadzenia polityki przez Europejski Bank Centralny oraz Systemu Rezerwy Federalnej Stanów Zjednoczonych różnią się od siebie. Dodatkowo mają różne tempo oddziaływania na sektor realny gospodarki. Dopiero dogłębne zapoznanie się z raportami rocznymi FED i EBC oraz NBP pozwala na wyciągnięcie pewnych wniosków dla tych trzech odrębnych „organizmów ekonomicznych”, jakimi są Polska, USA i Unia Gospodarczo-Walutowa.

Problematyka opóźnień czasowych, stan gospodarki, udział w globalnym rynku handlu zagranicznego i znaczenie danego kraju w światowej gospodarce czy w końcu fakt bycia w organizacji mającej własną walutę światową (UE, NAFTA) stwarza różne spojrzenia na gospodarkę i postrzeganie bankowości centralnej.

1. Powiązanie polityki pieniężnej banku centralnego z inflacją i koniunkturą gospodarczą (zarys)

Problematyka związana z funkcjami i celami bankowości centralnej nabrała większego znaczenia w latach siedemdziesiątych XX wieku. Wtedy to wystąpiły zjawiska inflacyjne zarówno w krajach, które w poprzedniej dekadzie miały niską inflację (lub jej nie miały), jak i w krajach, w których zjawisko to już występowało. Na wstępie należy zaznaczyć, że był to okres kryzysu naftowego i bezpośrednio z nim związanych zjawisk gospodarczych.

Ograniczenie negatywnego wpływu na rosnące ceny dóbr i usług zaczęło odgrywać znaczną rolę w polityce pieniężnej krajów, którym nagle wyrósł problem związany z drastycznym wzrostem nośników energii. Najbardziej skuteczną politykę udało się zrealizować w krajach rozwiniętych: w Stanach Zjednoczonych, Japonii, RFN, Francji i Wielkiej Brytanii. Państwom tym w latach osiemdziesiątych powiodło się sprowadzenie inflacji do poziomów z lat sześćdziesiątych. Było to efektem określenia walki ze wzrostem cen jako głównego celu polityki gospodarczej państwa.

Lata siedemdziesiąte i osiemdziesiąte to przede wszystkim głębokie zmiany doktrynalnych podstaw polityki stabilizacyjnej², której po wojnie nadano keynesowski charakter – narzędziem była polityka fiskalna, a polityka monetarna miała pełnić rolę uzupełniającą. Nowe założenia polityki gospodarczej zostały skierowane w stronę monetaryzmu. Na skutek tego zasadniczym narzędziem polityki stabilizacyjnej stała się polityka pieniężna, mająca jednocześnie pełnić rolę antyinflacyjną.

Na podstawie doświadczeń bankowości centralnej w poprzednich dziesięcioleciach obecne banki centralne głównych ośrodków finansowych³ próbują dostosować politykę monetarną zarówno do krótko, jak i długookresowych celów polityki pieniężnej i jednocześnie polityki gospodarczej.

Obserwując obecne zjawiska w gospodarce, czyli m.in. dużą zmienność ceny nośnika energii, jakim jest ropa naftowa, oraz widząc osłabienie światowego wzrostu gospodarczego na początku XXI wieku, można dojść do wniosku, że poszczególne kraje powinny prowadzić w miarę spójną politykę monetarną. Globalny cykl koniunkturalny powoduje, że osłabienie przedzej czy później będzie dotyczyło większości gospodarek⁴.

Ogólnie w bankowości centralnej problemem pozostaje określenie skutecznego stosowania instrumentów polityki monetarnej (bezpośrednich lub pośrednich). O ile poszczególne instrumenty są zdefiniowane, to w praktyce trudno rozróżnić ich wpływ na politykę⁵. Jednocześnie, w zależności od przyjętych kryteriów, różnie można interpretować „skuteczność” realizowanej polityki monetarnej.

Kraje postsocjalistyczne muszą uważać na skuteczną politykę pieniężną: „[...] polityka monetarna musi być głównym narzędziem polityki ekonomicznej. Nieprawidłowa polityka prowadzi do powstawania nieefektywnej struktury gospodarki oraz do inflacji, a w pewnych okolicznościach do hiperinfla-

cji. Dobra polityka monetarna prowadzi do stworzenia silnej gospodarki z podstawami do rozwoju gospodarczego nie okupionego wzrostem inflacji”⁶.

2. Funkcje a polityka banku centralnego

Polityka banków centralnych niesie ze sobą w ostatnich czasach wiele różnych interpretacji. Ciągłe żywym na całym świecie jest problem niezależności polityki banku i nieuleganie wpływom m.in. polityków, organizacji itp., w zależności od ich doraźnych potrzeb⁷. Zwolennicy typowej polityki bankowości centralnej opowiadają się za realizowaniem klasycznych funkcji banku, czyli: dbaniem o stabilność waluty przez utrzymanie stabilnego poziomu cen (kontrolowaniu inflacji), obserwowaniu kursu walutowego oraz za prowadzeniem polityki stóp procentowych. Drugorzędnym tematem jest tu wpływ polityki monetarnej na pobudzanie wzrostu gospodarczego, czyli stosowaniu polityki monetarnej do pobudzania koniunktury gospodarczej (przypadek USA i aktywna rola Systemu Rezerwy Federalnej we wspieraniu rozwoju gospodarczego). Należy zaznaczyć, że Stany Zjednoczone dysponują walutą krajową, która jednocześnie jest walutą światową.

„Walutakrajowa jest częścią pieniądza światowego, z drugiej strony jej kondycja w stosunku do innych walut pozostaje w silnym związku ze stanem gospodarki kraju emitenta i meandrów polityki monetarnej i fiskalnej jego władz państwowych”⁸. Na dojrzałych rynkach objawia się to tym, że inwestorzy lokują środki finansowe tam, gdzie polityka banku centralnego jest przewidywalna, a gospodarka jest kształtowana przez wolny rynek. Uogólniając sytuację, można przyjąć, że takim miernikiem jest kurs walutowy EUR do USD, uzależniony głównie od poziomu stóp procentowych i bieżącej oraz przyszłej sytuacji gospodarczej emitenta waluty.

W przypadku Polski przepisy prawa określające działalność NBP mówią, że możliwe jest realizowanie polityki pro wzrostowej, o ile nie stanowi zagrożenia dla celów monetarnych, realizowanych ustawowo przez Narodowy Bank Polski⁹. Należy pamiętać, że bank centralny to nie tylko instytucja stworzona do emisji pieniądza czy dbania o stabilność waluty krajowej.

Inne funkcje banku to¹⁰:

1. organizowanie rozliczeń pieniężnych,
2. prowadzenie gospodarki rezerwami dewizowymi,
3. prowadzenie działalności dewizowej w granicach określonych ustawami,

4. prowadzenie bankowej obsługi budżetu państwa,
5. regulowanie płynności banków oraz ich refinansowanie,
6. kształtowanie warunków niezbędnych dla rozwoju systemu bankowego,
7. opracowywanie sprawozdawczego bilansu płatniczego oraz bilansów należności i zobowiązań zagranicznych państwa,
8. wykonywanie innych zadań określonych ustawami.

NBP jest bankiem banków i m.in. bankiem emisyjnym, wprowadzającym do gospodarki pieniądź. Określenie odpowiednich parametrów polityki makroekonomicznej¹¹ pozwala na bieżące monitorowanie i częściowe wpływanie na eliminację zjawisk inflacyjnych. Odbywa się to poprzez takie instrumenty jak m.in. operacje otwartego rynku, czy ustalanie stopy rezerw obowiązkowych. Najczęściej stosowanym instrumentem jest np. ustalanie poziomu stopy procentowej, która ma zastosowanie do rozliczeń międzybankowych oraz do określania rentowności papierów dłużnych emitowanych przez państwo.

Istnieje różnego typu¹² wzajemne oddziaływanie pomiędzy różnymi funkcjami banku centralnego, takie jak: emisja papierów rządowych dla potrzeb budżetu państwa lub sterylizacji rynku, ograniczenia poziomu zadłużenia papierów rządowych w banku centralnym, wywieranie wpływu na agregaty pieniężne oraz na rozwój rynku finansowego.

W celu prowadzenia polityki monetarnej bank dysponuje odpowiednią strukturą aktywów i pasywów. Pozwala to na realizowanie polityki monetarnej w sposób pośredni, jak i bezpośredni.

Bank centralny posiada zobowiązanie w postaci wyemitowanej gotówki i przyjętych depozytów. Od strony aktywów bank posiada rezerwy dewizowe oraz kredyty udzielone krajowym podmiotom.

W bardzo dużym uproszczeniu źródłami pochodzenia aktywów sektora bankowego są: emitowana gotówka i depozyty w bankach. Aktywa to z kolei rezerwy dewizowe pozyskane z obsługi handlu zagranicznego, inwestycji zagranicznych (bezpośrednich i portfelowych) oraz kredyty krajowy, udzielony podmiotom krajowym.

3. Opóźnienia czasowe (acykliczność) w polityce monetarnej

Podjęcie konkretnej reakcji banku centralnego w dziedzinie ceny pieniądza (jaką jest stopa procentowa) wymaga określonych ana-

liz¹³, wyciągnięcia konkretnych wniosków i zareagowanie, czyli podwyższenie lub obniżenie stóp procentowych. Czasem działaniem jest pozostawienie stóp procentowych na niezmiennym poziomie, gdy rynek spodziewa się zmian (czyli skierowaniu się ku restrykcyjnej lub ekspansywnej polityce).

Polityka pieniężna jest jedną z metod polityki gospodarczej; pozwala ona na względnie szybkie reagowanie na zmiany sytuacji gospodarczej. To jest zasadnicza różnica w porównaniu do polityki fiskalnej, która musi przebyć drogę legislacyjną i uzyskać aprobatę parlamentu. Tak więc musi upłynąć określony, najczęściej długi okres czasu, zanim propozycje nowych rozwiązań podatkowych wejdą w życie.

Podobnie w polityce monetarnej musi minąć czas od momentu zorientowania się co do konieczności podjęcia działań do momentu, kiedy to te działania wywierą skutek na sferę realną gospodarki. Czas potrzebny np. Radzie Polityki Pieniężnej na reakcję, podjęcie określonych działań i uzyskanie w związku z tym pożądaných efektów gospodarczych i ekonomicznych można podzielić na trzy etapy. Są one wyodrębnione i spójne z trzema głównymi sektorami gospodarki, na które oddziałuje polityka banku. „Bank potrzebuje określonego czasu (opóźnienie wewnętrzne), aby do momentu zaistnienia „potrzeby działania” zebrać dokładnie informacje o przebiegu koniunktury oraz kształtowaniu się podstawowych wskaźników sytuacji gospodarczej (tempa wzrostu cen, zatrudnienia, inwestycji itp.), na podstawie których można dopiero prowadzić dokładną analizę sytuacji (opóźnienie informacyjne)”¹⁴. Przeanalizowanie sytuacji może wymagać czasu, przeprowadzenia prognoz, zebrania danych uzupełniających. Znalezienie kompromisu pomiędzy często sprzecznymi informacjami wymaga doświadczenia i wzięcia pod uwagę zaistniałych zmian, jak i dostosowania środków działania. Stąd też bierze się „opóźnienie interpretacyjne”. Po zdiagnozowaniu czynników dochodzi jeszcze tzw. opóźnienie decyzyjne i administracyjne. Następuje ono już po ustaleniu środków zaradczych.

Kolejnym rodzajem opóźnienia czasowego jest opóźnienie pośrednie, występujące wtedy, gdy okres dotyczy momentu od zastosowania środków polityki pieniężnej przez bank centralny do momentu wywołania pierwszych skutków sektorze realnym. Transmisja bodźców ekonomicznych do przedsiębiorstw i gospodarstw domowych następuje przez procesy dokonujące się w bilansach banków oraz niebankowych instytucji finansowych. Finalnie znajduje to końcowy efekt w posta-

ci zmian w wielkości obiegu pieniądza i stóp procentowych.

Ostatnim czynnikiem czasowym w opóźnieniach czasowych są zmiany na rynku pieniężno-kredytowym, czyli tym, który najbardziej interesuje sektor realny. Zmiany w sektorze realnym, czyli w gospodarce, są końcowym efektem prowadzonych przez bank centralny celów polityki monetarnej¹⁵. Opóźnienia czasowe mają jeszcze indywidualne, jak np. długość ich występowania i regularność.

Milton Friedman, znany monetarysta, doszedł do wniosku, że istnieje zależność pomiędzy rodzajem stosowanej polityki (restrykcyjną lub ekspansywną) a długością opóźnień czasowych. Stwierdził, że dla polityki restrykcyjnej opóźnienia są krótsze (średnio 12 miesięcy), a dla polityki ekspansywnej jest to średnio 16 miesięcy. Dodatkową cechą opóźnień jest ich nieregularność. Restrykcyjna polityka może dać efekty już po pół roku, a czasem po 29 miesiącach (oczywiście w pewnych warunkach). W przypadku polityki ekspansywnej jest to odpowiednio 4 i 22 miesiące¹⁶.

Zmienność i nieregularność opóźnień czasowych jest, według Friedmana, dowodem na tezę, która stwierdza brak możliwości prowadzenia skutecznej, antycyklicznej polityki pieniężnej. Za to istnieje zagrożenie, że wszystkie doraźne działania o charakterze krótkoterminowym będą pogłębiać zjawiska kryzysowe. Wtedy wahania koniunktury będą się pogłębiać. Nie można przewidzieć, czy decyzje podjęte w danych warunkach dadzą pozytywny skutek i czy zastosowane środ-

ki będą pasować do nowych, zmienionych po czasie warunków koniunktury. Wtedy to podjęte środki mogą skutkować negatywnymi zjawiskami, nieznanymi w momencie podejmowania decyzji¹⁷.

4. Elementy polityki wybranych banków centralnych

Polityka banku centralnego, nastawiona głównie na dbanie o stabilność waluty, eliminowanie negatywnego wpływu zjawisk inflacyjnych, jest najczęściej realizowana przez politykę stopy procentowej. Bardzo uproszczone uogólnienie można przedstawić w postaci zestawienia wzrostu PKB, inflacji, poziomu stopy procentowej i jej wpływ na wzrost PKB w kolejnym okresie (ze względu na opóźnienia czasowe zauważalne w sektorze realnym, występuje często po kilkunastu miesiącach, np. po roku od zaistniałych zmian).

Zasadniczym instrumentem realizowanej polityki monetarnej jest obecnie polityka stopy procentowej. Tabela 1 uwidacznia następujące zjawiska:

1. Do roku 2000 włącznie, globalny cykl koniunkturalny objawiał się wzrostem gospodarczym w granicach 3,8-4,3% (USA), 2,5-3,5% (UE) oraz 3,9-4,9% wzrostu PKB w skali roku dla Polski.
2. Okres ten wiązał się z ekspansywną polityką RPP (spadek stóp w 1998 r. i polityką restrykcyjną w latach 1999-2000) oraz z przyspieszeniem realizacji zmów polityki ekspansywnej w latach osłabionego wzrostu gospodarczego (spadek stóp z 19 do 5,25 w latach 2000-2003). Sprzyjający

ROK	POLSKA			EU			USA		
	PKB (w%)	Inflacja (w %)	Stopa Referenc. (w %)	PKB (w%)	Inflacja (w %)	Stopa Referenc. (w %)	PKB (w%)	Inflacja (w %)	Stopa Referenc. (w %)
2003	3,7	0,8	6,75 → 5,25	0,2	2,0	2,75 → 2,0	3,1	1,9	1,0
2002	1,25	0,7	11,5 → 6,75	0,8	2,3	3,25 → 2,75	2,4	2,3	1,25 → 1,0
2001	0,97	3,6	19 → 11,5	1,4	2,3	4,75 → 3,25	0,3	1,9	6 → 1,25
2000	4,22	8,3	16,5 → 19,0	3,5	2,1	3,0 → 4,75	3,8	3,4	5 → 6
1999	3,95	9,4	15,5 → 16,5	2,5	1,1	3,0	4,1	2,6	4,75 → 5
1998	4,90	8,3	24 → 15,5	2,8	1,2	3,0	4,3	1,5	5 → 4,75

Tab. 1. Podstawowe dane polityki monetarnej i wzrost gospodarczy w Polsce, Unii Europejskiej i Stanach Zjednoczonych Ameryki Północnej w latach 1998-2003. Źródło: Opracowanie własne, dane z raportów rocznych z lat 1998-2003 NBP, Europejskiego Banku Centralnego, Systemu Rezerwy Federalnej USA (FED)

temu był szybszy niż oczekiwano spadek inflacji, szczególnie jest to zauważalne w roku 2002 i kolejnym).

- Unia Europejska po niskiej inflacji i wysokim wzroście gospodarczym w latach 1998- 1999, rozpoczęła rok 2000 podwyżką stóp o 1,75%. Znaczny spadek wzrostu PKB w 2001 r. i kolejnych skłoniły EBC do ekspansywnej polityki monetarnej.

Najlepiej na tym tle wypadają Stany Zjednoczone: po dobrej koniunkturze w latach 1998-2000 (wzrost PKB o 3,8-4,2%), zanotowano tylko jednoroczne kłopoty (2001 r. – wzrost tylko 0,3%), sytuacja skłoniła USA do prowadzenia szybkiej, bezprecedensowej polityki ekspansywnej (spadek stóp z 6% do 1,25% w roku 2001). Również trzymanie wyznaczonego kursu polityki w latach 2002-2003 przyczyniło się to do poprawy koniunktury i wzrostu PKB o ponad 3% w roku 2003.

4.1. Europejski Bank Centralny

Polityka monetarna Europejskiego Banku Centralnego opiera się głównie na dwóch filarach. Są to : trzymiesięczna średnia krocząca rocznej stopy wzrostu agregatu M3¹⁸ oraz analizie danych dotyczących m.in. produkcji przemysłowej, rynku pracy i aktywności ekonomicznej.

Celem ECB jest utrzymanie stabilności cen w strefie euro. Stabilność cen oznacza wzrost inflacji nie wyższy niż 2%¹⁹. Osiągnięcie niskiej inflacji ma być uzyskane w średnim terminie, przy czym nie jest określone, czy będzie to rok, czy też dwa lata. EBC wykorzystuje dane historyczne (poziom inflacji, wzrost PKB, poziom bezrobocia) do prognozowania przyszłych danych gospodarczych i prowadzi politykę monetarną, tak aby osiągnąć zamierzony cel. Jeśli chodzi o sposób prowadzenia polityki pieniężnej, najważniejszym założeniem EBC jest stonowane (łagodne) działanie, ukierunkowane średnioterminowo. Ponieważ obecnie polityka pieniężna prowadzona jest w warunkach wysokiej niepewności i nieprzewidywalności, stopień stonowania działań EBC uzależniony jest od poziomu niepewności gospodarczej w danym okresie. Można powiedzieć, iż polityka pieniężna prowadzona przez EBC ma nie szkodzić gospodarce.

Polityka monetarna EBC jest ukierunkowana na stabilne utrzymanie poziomu inflacji. Jednak, jak to widać na przykładzie lat 2000-2002, inflacja osiągnęła poziom 2,3%²⁰, czyli powyżej zalecanego poziomu 2%. Mimo to EBC zdecydował się na obniżkę stóp procentowych. Fakt ten spowodowany był znacznym spadkiem wzrostu gospodarczego

w opisywanych dwóch latach (z 1,4% do 0,8% PKB). Obniżka ceny pieniądza miała na celu poprawę koniunktury gospodarczej, większą skłonność do inwestycji przy spadającej tendencji do inwestycji na świecie.

Wzrost M3 o 7,0% w 2002 w stosunku do wzrostu o 9,0% rok wcześniej (przy zalecanym przez EBC wzroście o 4,5%) spowodowany był wysoką niepewnością rynków finansowych i w większości przypadków odznaczał się wzrostem zainteresowania inwestorów krótkoterminowymi płynnymi aktywami o mniejszym ryzyku. Dodatkowo przyczyną były stosunkowo niskie stopy procentowe w strefie euro.

4.2. Polityka Systemu Rezerwy Federalnej USA

System Rezerwy Federalnej, w skrócie popularnie określanej jako Fed, został utworzony ustawą kongresu w 1913 roku. Ten odpowiednik polskiego banku centralnego, jest odpowiedzialny za ogólnie znane funkcje banków centralnych. W realizacji zadań widać jednak pewne różnice w podejściu do prowadzenia polityki monetarnej

Fed prawnie²¹ zobowiązany jest do formułowania i prowadzenia polityki pieniężnej kraju. Jej realizacja polega na kontroli i utrzymaniu stopy wzrostu agregatów pieniężnych w celu utrzymania długotrwałego wzrostu gospodarczego, opartego na docelowo maksymalnym poziomie zatrudnienia, stabilnym poziomie cen oraz kształtowaniu odpowiedniego poziomu długoterminowych stóp procentowych. Tu widoczna jest pewna różnica pomiędzy polityką NBP²² a działaniami Fed. Dla Polski cel inflacyjny jest nadrzędny, nawet kosztem osłabienia wzrostu gospodarczego. Dla Fed polityka monetarna ma zarówno trzymać ceny, jak i aktywnie przyczyniać się do długoterminowego wzrostu PKB.

Gospodarka amerykańska po bardzo dobrym okresie wzrostu gospodarczego przez większość lat 90. zaczęła odczuwać objawy przegrzania koniunktury pod koniec XX wieku. Podwyżka stóp w latach 1999 i 2000 miała za zadanie ograniczyć popyt. Począwszy od roku 2001 zaczęła się zdecydowanie pogarszać koniunktura gospodarcza. Spadek wzrostu PKB z wielkości ok. 4% do wielkości poniżej 0,5%²³ w roku 2001 odbił się na poziomie agregatów pieniężnych i przyroście lokat najbardziej płynnych w sensie rynkowym, zawartych w M3 (wzrost wskaźnika o 12,75% w stosunku do poprzedniego roku). Było to związane z reakcją inwestorów – ograniczeniem ryzyka inwestycyjnego i inwestowaniem w najłatwiej zbywalne aktywa.

Gwałtowne i konsekwentne obniżki stóp w 2001 roku dały pozytywne efekty w 2002 roku, kiedy to gospodarka amerykańska powróciła do ponad 2% wzrostu PKB. Ciekawą jest rok 2000, w którym nastąpił spadek agregatu M1 o 3%, (czyli gotówki w obiegu i depozytów na żądanie), w kolejnym roku odnotowano spadek wzrostu PKB (o 0,3%) w stosunku do roku poprzedniego (3,8%). Środki finansowe na rynku amerykańskim prawdopodobnie ulokowane zostały w lokatach zaliczanych do M2 lub M3. Z kolei silny roczny wzrost M1 w 2001 (o ponad 8%) spowodowany był niższym poziomem M1 w 2000 r. (M1 z 2001 wzrosło o 4,4% w stosunku do 1999 r.). Rok 2000 i kolejny to następne wzrosty agregatów M3, zawirowania na rynku kapitałowym (w tym na rynku NASDAQ, gdzie notowane są spółki technologiczne) spowodowały wzrost depozytów na żądanie w 2001 r i najbardziej płynnych (M3) w obydwu latach.

5. Porównanie polityki EBC i FED

Po zapoznaniu się z polityką prowadzoną przez Europejski Bank Centralny w latach 1998-2003, można dojść do wniosku, że banki centralne po osiągnięciu „kontrolni” nad wzrostem inflacji gotowe są do podejmowania krótkotrwałych działań, polegających na wpłynięciu na ożywienie gospodarki. Spadający (w stosunku do lat poprzednich) wzrost PKB w Unii Europejskiej w latach 2001-2002 pociągnął za sobą obniżkę stóp procentowych z 4,75% do 3,25%.

Jednak zdecydowanie odważniejszą politykę obniżki stóp procentowych reprezentuje amerykański Fed. Spadek koniunktury w 2001 roku (zapoczątkowany jeszcze w końcowej fazie roku poprzedniego) od razu spowodował zdecydowane ruchy w stopach procentowych. Obniżanie ich poziomu rozpoczęło się już od początku roku 2001, a do jego końca dokonano ponad dziesięciu cięć stóp. Są to działania mające na bieżąco reagować na spadek koniunktury. Zakres, częstość zmian są zdecydowanie inne w przypadku Fed, a inne w przypadku EBC. Europa nie jest gotowa i zdeterminowana, by tak nagle i konsekwentnie ciąć stopy procentowe, w celu ratowania spowalniającej gospodarki.

Ogólnie rzecz biorąc, realizowana polityka pieniężna, mając na uwadze różnice w strukturze gospodarki, roli i postrzeganiu banku centralnego, powinna brać pod uwagę kompleksowe spojrzenie na zmiany w agregatach pieniężnych²⁴, wskaźnikach wyprzedzających koniunktury i ogólnych tendencjach w światowej gospodarce i na rynkach finansowych, w celu odpowiedniego dopasowania strategii minimalizującej efekty opóźnień czasowych.

Nadal otwarte jest pytanie, czym jest odpowiednia polityka monetarna. Na pewno powinna ona uwzględniać inne (charakterystyczne dla każdej gospodarki) uwarunkowania, tj. deficyt budżetowy, kurs walutowy (w tym wpływ kursu na wymianę w handlu zagranicznym czy na pozostałe przepływy kapitałowe), popyt wewnętrzny (krajowy) gospodarki, dochód per capita, skłonność do inwestycji (w tym źródeł ich finansowania) i inne.

Podsumowanie

Odnosząc się do poszczególnych charakterystyk banków centralnych, należy zwrócić uwagę, że zasadnicze ich cele są wspólne, z tą różnicą (na korzyść USA), że realizowana przez Fed polityka pieniężna ma na celu pobudzenie stabilnego wzrostu gospodarczego i maksymalnego zatrudnienia. Na tym tle sukcesy EBC są dużo mniejsze; być może przyczyna leży w większej części w strukturze gospodarki, a nie samej polityce monetarnej EBC. W dłuższym okresie gospodarka wymaga ograniczonego wzrostu cen (ograniczonej inflacji – dla strefy euro jest przyjęta za docelowy poziom 2% w skali roku). Stabilność wzrostu cen wymaga restrykcyjnej polityki pieniężnej – ograniczania podaży pieniądza, co w krótkim okresie może stanowić dla gospodarki pewne obciążenie. Zaprezentowana w artykule pewnego typu rozbieżność pomiędzy realizacją celów długookresowej polityki makroekonomicznej a doraźnymi – krótkoterminowymi celami – wskazuje na niezbędne i słuszne działania prawne mające na celu utrzymanie niezależności banków centralnych (case Bundesbanku i EBC). Skłonność do zmiany nastawienia polityki monetarnej uwzględnia obecnie również cele krótkoterminowe, jednak są one podporządkowane osiągnięciu efektów długoterminowych. Służyć temu ma wspomniana w tekście niezależność trzech opisywanych banków centralnych – podstawowy warunek ich funkcjonowania. Ograniczenia prawne w przepisach nakładają pewne ramy na politykę monetarną, widoczne jest to szczególnie w EBC oraz NBP, gdzie walka z inflacją jest celem nadrzędnym.

Otoczenie ekonomiczne USA, krajów strefy Euro oraz Polski jest diametralnie inne. Stany Zjednoczone, jako potentat gospodarczy, członek NAFTA dysponują od lat walutą światową, ogólnym zaufaniem do dolara (który nadal jest dominującą pozycją w rezerwach walutowych banków centralnych). Unia Europejska i nieco mniejsza od niej strefa euro z kolei jest niejednorodną do koń-

ca strukturą, mającą za zadanie dogonienie USA w licznych dziedzinach rozwoju. By to zadanie spełnić, Unia musi wprowadzić reformy strukturalne i na bieżąco monitorować przyczyny małego w ostatnich latach wzrostu gospodarczego. Wszystko to wpływa na możliwość zastosowań odpowiedniej skali zmian polityki monetarnej, jak widać mających zupełnie inne odbicie w realnej gospodarce USA, strefy euro i Polski. Podsumowując, można stwierdzić, że różnice w skalach wielkości gospodarek nie mogą w dużej mierze prowadzić do wniosku, że śmiało można prowadzić tak samo odważną ekspansywną politykę w przypadku Polski jak w przypadku USA (w okresie dekuniunktury). Jednocześnie pewną niesprzyjającą okolicznością jest możliwość występowania nagłych zmian w przepływach finansowych i wahaniami kursów walutowych na skutek globalizacji rynków finansowych. Zmiana wartości waluty może mieć wpływ na inflację, inflacja na oczekiwania inflacyjne społeczeństwa itp. Do tego dochodzą opóźnienia czasowe po zmianach w polityce pieniężnej. To wszystko czyni często politykę monetarną mniej czytelną i nie do końca przewidywalną. Z perspektywy kraju dążącego do strefy euro, a więc i spełnienia kryteriów z Maastricht, nie ma jednoznacznej odpowiedzi co do „najlepszej” polityki monetarnej. Przyjęcie przez Polskę euro powinno zwiększyć stabilność waluty w porównaniu do złotówki, kosztem oddania niezależności kreowania polityki monetarnej.

Zaprezentowane w tekście niektóre aspekty bankowości centralnej podkreślają złożoność organizmu, jakim jest gospodarka. Skupienie uwagi na polityce stopy procentowej było podyktowane faktem, że jest to najważniejszy instrument polityki monetarnej. Tekst przybliża prowadzoną politykę monetarną EBC i Fed, i opisuje sposób realizowania polityki pieniężnej, jaki będzie prawdopodobnie realizowany po przyjęciu przez Polskę wspólnej waluty.

Informacje o autorze

mgr Adam Fiszer – doktorant w Katedrze Gospodarki Narodowej Wydziału Zarządzania Uniwersytetu Warszawskiego.
E-mail: adamfiszer@wp.pl.

Przypisy

- ¹ Można przyjąć, że chodzi tu o politykę restrykcyjną lub ekspansywną z głównym instrumentem stopy procentowej w gospodarce o płynnym kursie walutowym.
- ² Patrz szerzej Bednarczyk „Polityka pieniężna przeciw inflacji, studium gospodarki kapitalistycznej”, wyd.

PWN, Warszawa 1990, s. 5.

- ³ Jako główne ośrodki finansowe świata można przyjąć USA, EU oraz Japonię. Ten ostatni kraj pełni obecnie mniejszą rolę w międzynarodowym przepływie usług i towarów, niż miało to miejsce do końca lat 80. Ostatnia dekada ubiegłego stulecia to walka Japończyków z deflacją, z brakiem popytu wewnętrznego, ograniczonym wzrostem gospodarczym oraz niekorzystnie dla gospodarki umacniającym się jenem.
- ⁴ Osłabienie globalnej aktywności gospodarczej było obserwowane w latach 2000-2003 na przykładzie USA i UE, kiedy to koniunktura gospodarcza podążała w zgodnych kierunkach (patrz tabela nr 2).
- ⁵ Lindgren Carl-Johan “the Trabsition from Direct to Indirect Instruments of Monetary Policy” wyd.: Downes Patrick Vaez-Zadeh Reza (editors) “The Envolving Role of Central Banks”, wyd. Central Banking Department, International Monetary Fund, Washington 1991.
- ⁶ Nowak A. Z., Żyżyński J. „The transformation of the Socialist Economy into Market Economy and the Monetary Policy” University of Illinois at Urbana-Champaign, College of Commerce and Business Administration Office of Research, no. 94-0104 s. 1.
- ⁷ Patrz szerzej na temat niemieckiego Bundesbanku. Maier Philip „The Impact Of Politics On Monetary Policy: A Study Of Bundesbank Ant Other Central Banks” wyd. Research School Systems, Organisation and Managet; LYBIRYT PUBLICATION HAAG 2001, s. 1 i nast.
- ⁸ Nowak A.Z., Ryc K. „Problemy Zarządzania” (rozdział: Polska wobec kryzysów walutowych), kwartalnik Wydziału Zarządzania Uniwersytetu Warszawskiego nr 2/2000 s. 68.
- ⁹ Art. 3 Ustawy z dnia 27 sierpnia 1997 o Narodowym Banku Polskim (Dz. U. Nr 140, poz. 938) mówi o utrzymaniu stabilności poziomu cen, przy jednoczesnym wspieraniu polityki gospodarczej Rządu „...o ile nie ogranicza ona podstawowego celu NBP”
- ¹⁰ Art. 3 pkt 2. ustawy... op. cit.
- ¹¹ Parametry związane z mikro i makroekonomicznymi zjawiskami w gospodarce określające zmiany dynamiki popytu i podaży m.in. na kredyt, dobra konsumpcyjne czy inwestycyjne.
- ¹² Downes Patrick Vaez-Zadeh Reza (editors) “The Envolving Role of Central Banks”, wyd. Central Banking Department, International Monetary Fund, Washington 1991. s. 3
- ¹³ Rada Polityki Pieniężnej, jako organ NBP, na comiesięcznych posiedzeniach dokonuje oceny sytuacji makroekonomicznej (pełny raport posiada punkty poświęcone m.in.: uwarunkowaniom zewnętrznym, sytuacji gospodarczej kraju, sytuacji sektora finansów publicznych, problematyce polityki pieniężnej – podaży pieniądza, kredytom, stopom procentowym, kursowi walutowemu, cenom i oczekiwaniom inflacyjnym. Patrz szerzej Raporty z posiedzenia RPP, www.nbp.pl/aktualności (data ściągnięcia z dnia 30.04.2004)
- ¹⁴ Bednarczyk... s. 61
- ¹⁵ Celem banku może być priorytet w postaci kontroli

- inflacji, polityki pełnego zatrudnienia (USA), czy kontroli podaży pieniądza – m.in. ograniczenie nadmiernej ekspansji kredytowej (w celach antyinflacyjnych).
- ¹⁶ Bednarczyk... s. 63
- ¹⁷ Zmiany stóp procentowych (realizowana polityka monetarna) w sektorze realnym może być odczuwalna dopiero po upływie kilkunastu miesięcy.
- ¹⁸ Agregaty pieniężne określają podaż pieniądza. W ujęciu M1 to pieniądź transakcyjny, M2 = M1 + depozyty terminowe, M2 to M1 poszerzony o „oszczędności”, związany z popytem przezroczystym na pieniądź, M3 = M2 + pieniądź na rynku pieniężnym o dłuższym horyzoncie inwestycyjnym, czyli pieniądź „spekulacyjny”.
- ¹⁹ EBC ma w statucie podobny zapis jak inne banki centralne (stabilność cen). Patrz szerzej: „Protocol on the statute of the European System Of Central Banks And Of The European Central Bank” Article 2 s. 2.
- ²⁰ Dane liczbowe z raportów Rocznych EBC z odpowiednich lat.
- ²¹ Federal Reserve Act, SECTION 2A–Monetary Policy Objectives.
- ²² Art. 3 Ustawy z dnia 27 sierpnia 1997 o Narodowym Banku Polskim (Dz. U. Nr 140, poz. 938) mówi o utrzymaniu stabilności poziomu cen przy jednoczesnym wspieraniu polityki gospodarczej Rządu „[...] o ile nie ogranicza ona podstawowego celu NBP”.
- ²³ Dane liczbowe z Raportów Rocznych Fed z odpowiednich lat.
- ²⁴ Analiza kwartalnych, jak i rocznych wzrostów M1, M2 i M3 dla USA jest opisana w Raportach Rocznych Systemu Rezerwy Federalnej USA. Patrz szerzej 89th Annual Report 2002, Board of Governors of the Federal System, April 2003 s. 32-34 I s. 62.
- European Central Bank. 2000. Annual Report 2001, Frankfurt: ECB.
- European Central Bank. 2001. Annual Report 2002, Frankfurt: ECB.
- European Central Bank. 2002. Annual Report 2003, Frankfurt: ECB.
- Federal Reserve System. 2000. Federal Reserve Act, Section 2A–Monetary Policy Objectives, Washington: Federal Reserve System.
- Fedorowicz, Z. 1999. *Polityka pieniężna*, Warszawa: Poltext.
- Kamershen, D., McKenzie, R. i C. Nardinelli. 1993. *Ekonomia*, Gdańsk: Fundacja Gospodarcza NSZZ „Solidarność”.
- Kalicki, K. 1998. *Pieniądź a bilans płatniczy*, Warszawa: PWE.
- Krzyżkiewicz, Z. 2000. *Podręcznik nauki bankowości*, Warszawa: Biblioteka Menedżera i Bankowca.
- Krzyżkiewicz, Z., Jaworski, A. i M. Puławski. 1998. *Leksykon bankowo-gieldowy*, Warszawa: Poltext.
- Jaworski, W. (red.) 2000. *Współczesny bank*, Warszawa: Poltext.
- Lindgren, C. 1995. The Transition from Direct to Indirect Instruments of Monetary Policy. w: Downes, P. Vaez-Zadeh, R. (red.) *The Evolving Role of Central Banks*, Washington: Central Banking Department, International Monetary Fund.
- Lippi, F. 2002. *Monetary Policy with Unobserved Potential Output, The Challenges of the New Economy for Monetary Policy*, Warsaw: National Bank Of Poland.
- Maier, P. 2001. *The Impact Of Politics On Monetary Policy: A Study Of Bundesbank And Other Central Banks*, Haag: Research School Systems, Organisation and Management Lybiry Publication.
- Miskhin, F. 2002. *Ekonomia pieniądza, bankowości i rynków finansowych*, Warszawa: Wydawnictwo Naukowe PWN.
- NBP. 2003 Biuletyn Informacyjny, nr 4 i 5, Warszawa: NBP.
- NBP. 2003. Raport o inflacji w I kwartale 2003 roku, Warszawa: NBP.
- NBP. 2002. Raport Roczny 2001, Warszawa: NBP.
- NBP. 1998. Średniookresowa strategia polityki pieniężnej na lata 1999-2003, Warszawa: NBP.
- NBP. 2003. Strategia polityki pieniężnej po 2003 roku, Warszawa: NBP.
- NBP. 2002. Założenia polityki pieniężnej na 2003 rok, Warszawa: NBP.
- Nowak, A. Z., Żyżyński, J. 1994. *The transformation of the Socialist Economy into Market Economy and the Monetary Policy*, Illinois: University of Illinois at Urbana-Champaign, College of Commerce and Business Administration Office of Research, no. 94-0104.
- Nowak A. Z. 2002. *Integracja europejska Szansa dla Polski?* Warszawa: PWE.
- Nowak, A. Z., Stępnia, A. (red.) 2003. *Strefa euro – wyzwanie dla Polski?* Warszawa: Wydawnictwo Naukowe Wydział Zarządzania Uniwersytetu Warszawskiego 2003.
- Nowak, A. Z., Ryc, K. 2000. Polska wobec kryzysów walutowych. *Problemy Zarządzania*, nr 2, s. 41-76.

Bibliografia

- Board of Governors of the Federal System. 2000. 85th Annual Report 1999, Washington: Federal Reserve System.
- Board of Governors of the Federal System. 2001. 86th Annual Report 2000, Washington: Federal Reserve System.
- Board of Governors of the Federal System. 2002. 87th Annual Report 2001, Washington: Federal Reserve System.
- Board of Governors of the Federal System. 2003. 89th Annual Report 2002, Washington: Federal Reserve System.
- Baka, W. 2001. *Bankowość centralna*, Warszawa: Biblioteka menedżera i bankowca.
- Begg, D., Fischer, S. i R. Dornbush. 2002. *Ekonomia*, Warszawa: PWE.
- Bednarczyk, J. 1990 *Polityka pieniężna przeciw inflacji, studium gospodarki kapitalistycznej*, Warszawa: PWN
- Downes, P. Vaez-Zadeh, R. (red.) 1995. *The Evolving Role of Central Banks*, Washington: Central Banking Department, International Monetary Fund.
- Duwendag, D., Ketterer, K.-H., Kosters, W. i R. Pohl. 1995. *Teoria pieniądza, polityka pieniężna*, Warszawa: Poltext.

- EBC.2002. Protocol on the statute of the European System Of Central Banks And Of The European Central Bank, ECB.
- Rubaszek, M. 2003. Model równowagi bilansu płatniczego. Zastosowanie wobec kursu złotego. *Bank i Kredyt*, nr 5.
- Rządowe Centrum Studiów Strategicznych. 2003. Ocena sytuacji społeczno-gospodarczej w 2003 roku wraz z elementami prognozy na 2003 rok. RCSS.
- Rządowe Centrum Studiów Strategicznych. 2002. Organizacja i funkcjonowanie banku centralnego w Unii Europejskiej i wybranych państwach europejskich. RCSS.
- Ryć, K. 2003. *Tendencje kursu złotego a sytuacja polskiej gospodarki*. Working Paper, nr 1/2003., Wydawnictwo Naukowe Wydziału Zarządzania Uniwersytetu Warszawskiego.
- Solow Robert M. 2002. *Inflacja, bezrobocie a polityka monetarna*, Warszawa.
- Szpunar, P. 2000. *Polityka pieniężna: Cele i warunki skuteczności*, Warszawa: CeDeWu.
- Ustawa z dnia 27 sierpnia 1997 o Narodowym Banku Polskim (Dz. U. Nr 140, poz. 938).
- Żyżyński, J. 2003. *Budżet państwa i jego funkcje a problemy reformy finansów publicznych*. Working Paper, 4/2003. Wydawnictwo Naukowe Wydziału Zarządzania Uniwersytetu Warszawskiego.