

MATERIAŁY I STUDIA

Zeszyt nr 162

Strategia jednolitej polityki pieniężnej w strefie euro – kluczowe elementy i zasady

Konrad Szelaǳ

Warszawa, czerwiec 2003 r.

Projekt graficzny:

Oliwka s. c.

Skład i druk:

Drukarnia NBP

Wydął:

Narodowy Bank Polski
Departament Komunikacji Społecznej
00-919 Warszawa, ul. Świętokrzyska 11/21
tel. (22) 653 23 35, fax (22) 653 13 21

© Copyright Narodowy Bank Polski, 2003

Materiały i Studia rozprawdane są bezpłatnie.

Dostępne są również na stronie internetowej NBP: <http://www.nbp.pl>

Spis treści

Spis tabel, schematów i wykresów	4
Streszczenie	5
Wprowadzenie	6
1. Geneza jednolitej polityki pieniężnej	7
2. Stabilność cen jako cel podstawowy	15
2.1. Ilościowa definicja stabilności cen EBC	16
2.2. Argumenty za i przeciw stabilności cen	18
3. Dwa filary strategii polityki pieniężnej EBC	23
3.1. Pierwszy filar strategii EBC	24
3.2. Drugi filar strategii EBC	27
3.3. Argumenty za i przeciw dwufilarowej strategii EBC	28
4. Strategia komunikacyjna i przejrzystość działań EBC	32
5. Niezależność i odpowiedzialność EBC	37
5.1. Argumenty za i przeciw niezależności banku centralnego	37
5.2. Niezależność a odpowiedzialność EBC	46
6. Podsumowanie	50
7. Słownik kluczowych pojęć	53
8. Bibliografia	60

Spis tabel, schematów i wykresów

Tabela 1 Agregaty pieniężne w strefie euro	25
Tabela 2 Elementy strategii komunikacyjnej EBC	34
Tabela 3 Stopień niezależności banków centralnych UE na tle innych państw	45
Schemat 1 Strategia polityki pieniężnej EBC oparta na dwóch filarach	23
Wykres 1 Zależność między poziomem inflacji a niezależnością banku centralnego w wybranych państwach (1955-1988)	40
Wykres 2 Zależność między poziomem inflacji a niezależnością banku centralnego w wybranych państwach (1961-1989)	41

Streszczenie

Niniejsze opracowanie ma na celu prezentację podstawowych elementów i zasad, na których opiera się strategia jednolitej polityki pieniężnej w strefie euro. Na wstępie nakreślona została geneza jednolitej polityki pieniężnej. Następnie szczegółowo przedstawiony został podstawowy cel strategii, która została wybrana przez EBC, czyli stabilność cen. Szeroko zaprezentowane zostały również kluczowe elementy strategii, a mianowicie ilościowa definicja stabilności cen oraz tzw. dwa filary (wykorzystywane do osiągnięcia ostatecznego celu, jakim jest zagwarantowanie stabilności cen). Istotną część strategii polityki pieniężnej EBC stanowi również strategia komunikacji z otoczeniem zewnętrznym, która ma na celu m. in. zapewnienie przejrzystości działań EBC. Strategiczne znaczenie ma także zagwarantowanie EBC pełnej niezależności w prowadzeniu polityki pieniężnej, z czym z kolei związana jest kwestia odpowiedzialności. W trakcie omawiania powyższych kwestii zaprezentowane zostały liczne argumenty za i przeciw określonym rozwiązaniom i koncepcjom, jak np. stabilności cen, dwufilarowej strategii EBC, czy niezależności banku centralnego.

Klasyfikacja JEL: E52, E58, F33

Słowa kluczowe: jednolita polityka pieniężna, stabilność cen, EBC, strefa euro, Eurosystem, UGW

Wprowadzenie

Od momentu wejścia w życie Unii Gospodarczej i Walutowej (UGW) prowadzona jest jednolita polityka pieniężna. Jest ona formułowana na szczeblu ponadnarodowym (dla całej strefy euro) przez ponadnarodowy bank centralny. W tym celu niezbędne było poczynienie stosownych przygotowań o charakterze instytucjonalno-organizacyjnym, strategicznym, operacyjno-proceduralnym itp.

Jedną z kluczowych spraw było określenie strategii polityki pieniężnej, która miała być formułowana przez Europejski Bank Centralny (EBC), a realizowana poprzez narodowe banki centralne wchodzące w skład Europejskiego Systemu Banków Centralnych (ESBC). W tym celu niezbędne było przewyższenie (lub pogodzenie) istniejących różnic pomiędzy państwami członkowskimi, ustalenie jasnych kryteriów wyboru, dokonanie przeglądu potencjalnych strategii i wreszcie określenie zasadniczych elementów przyszłej strategii. Ostatecznie wybrana została strategia, której podstawowym celem jest osiągnięcie i utrzymanie stabilności cen, a jej zasadniczymi elementami ilościowa definicja stabilności cen, oraz tzw. dwa filary wykorzystywane do osiągnięcia podstawowego celu jakim jest zagwarantowanie stabilności cen.

Istotną część strategii polityki pieniężnej EBC stanowi również strategia komunikacji z otoczeniem zewnętrznym, która ma na celu m. in. zapewnienie przejrzystości działań EBC. Strategiczne znaczenie ma także zagwarantowanie EBC pełnej niezależności w prowadzeniu polityki pieniężnej, z czym z kolei związana jest kwestia odpowiedzialności.

Cechą niniejszego opracowania jest próba spojrzenia na omawiane zagadnienia z różnych stron, tj. zarówno z punktu widzenia zwolenników, jak i krytyków danego rozwiązania, czy koncepcji. W związku z tym w większości rozdziałów zaprezentowane zostaną różnego rodzaju argumenty za i przeciw stabilności cen, dwufilarowej strategii EBC czy niezależności banku centralnego.

Aby uniknąć nieporozumień, warto na wstępie dokonać rozróżnienia pomiędzy wspomnianym ESBC a tzw. Eurosystemem. Określenie „Eurosystem” – mimo iż formalnie nie pojawia się w żadnych przepisach traktatowych – faktycznie zaistniało już w powszechnej świadomości i jest obecnie bardzo szeroko używane. Różnica pomiędzy ESBC a Eurosystemem polega na tym, że Eurosystem jest organizacją, której działania są związane z prowadzeniem jednolitej polityki pieniężnej w strefie euro, natomiast ESBC zajmuje się kwestiami dotyczącymi Unii Europejskiej (UE) jako całości. W skład ESBC wchodzi EBC i wszystkie banki centralne UE (obecnie 15), natomiast w skład Eurosystemu – tylko EBC i banki centralne ze strefy euro (obecnie 12). Eurosystem bywa czasami określany jako „twardy rdzeń”, czy „jądro” ESBC. Jednolita polityka pieniężna w strefie euro jest więc *de facto* prowadzona w ramach Eurosystemu, mimo iż Traktat WE posługuje się określeniem ESBC. To ostatnie będzie tożsame z pojęciem Eurosystem wówczas, gdy wszystkie państwa członkowskie UE przystąpią do strefy euro.

Na zakończenie należy wyraźnie zaznaczyć, że niniejsze opracowanie koncentruje się wyłącznie na kluczowych elementach i zasadach strategii polityki pieniężnej w strefie euro, a nie na całej polityce pieniężnej w ramach UGW. Tematyka ta jest bowiem zagadnieniem tak obszernym i złożonym, iż zdecydowanie przekracza zakres i objętość opracowań takich jak to. W związku z tym celowo pominięta została analiza takich kwestii, jak np. cele i zadania Eurosystemu, aspekty instytucjonalne, instrumenty polityki pieniężnej, mechanizm transmisji polityki pieniężnej, jak również dotychczasowe efekty prowadzenia jednolitej polityki pieniężnej w strefie euro.

1

Geneza jednolitej polityki pieniężnej

Geneza jednolitej polityki pieniężnej w strefie euro jest nierozzerwalnie związana z historią jednolitej waluty europejskiej – euro¹. W tym kontekście należy wspomnieć, że pierwsze plany wprowadzenia unii walutowej i wspólnej waluty we Wspólnocie zostały zgłoszone już na początku lat siedemdziesiątych – w tzw. Planie Wernera z 1970 r. Plan Wernera zakończył się ostatecznie niepowodzeniem, ale jeszcze w tej samej dekadzie dokonano istotnego postępu w zakresie integracji walutowej, czego efektem był Europejski System Walutowy (ESW), który powstał w 1979 r. Jego centralnym elementem była Europejska Jednostka Pieniężna (ECU), będąca swego rodzaju prekursorem późniejszej jednolitej waluty – euro. Do idei Planu Wernera powrócono na przełomie lat osiemdziesiątych i dziewięćdziesiątych, czego efektem było opracowanie i opublikowanie w 1989r. tzw. Raportu Delorsa, w którym ponownie zaproponowano utworzenie unii gospodarczej i walutowej we Wspólnocie. W następstwie tych propozycji, a także kilkuletnich uzgodnień pomiędzy państwami członkowskimi, przyjęty został Traktat z Maastricht, którego wejście w życie w 1993 r. umożliwiło powstanie Unii Gospodarczej i Walutowej. Zarówno Raport Delorsa, jak i Traktat z Maastricht, zakładały, że ustanowienie UGW nastąpi w trzech etapach (rozpoczynających się w 1990r., 1994 r. i 1999 r.). Wraz z rozpoczęciem trzeciego (finalnego) etapu UGW, tj. 1 stycznia 1999 r., wprowadzona została jednolita waluta euro. Od tego momentu w strefie euro prowadzona jest jednolita polityka pieniężna, co oznacza, że państwa, które przyjęły wspólną walutę, musiały przekazać swoje kompetencje w zakresie formułowania polityki pieniężnej na szczebel ponadnarodowy – na rzecz Europejskiego Banku Centralnego².

Przejście od narodowych polityk pieniężnych, prowadzonych samodzielnie przez poszczególne państwa członkowskie UE, do jednolitej polityki pieniężnej, przewidzianej przez Traktat z Maastricht, stanowiło fundamentalną zmianę w odniesieniu do istniejącego stanu rzeczy i oczywiście wiązało się z wieloma różnego rodzaju problemami. Banki centralne, które miały wejść w skład Eurosystemu, bardzo się bowiem różniły pod względem organizacyjnym, a ponadto funkcjonowały w niezwykle zróżnicowanym otoczeniu prawnym (odnosiło się to m. in. do przepisów dotyczących dostępu rządu do pożyczek banku centralnego, nadzoru bankowego, systemów płatniczych itd.). Wreszcie, bardzo różnił się także sam sposób prowadzenia polityki pieniężnej przez poszczególne banki centralne. Każdy bank centralny miał bowiem własne metody w tym zakresie, w związku z czym naturalnie był on zainteresowany, aby swoje podejście zachować możliwie najdłużej. Poszczególne banki centralne były więc zainteresowane, aby jak najwięcej z ich indywidualnych sposobów prowadzenia polityki pieniężnej zostało przeniesione i przyjęte w ramach wspólnego podejścia – jednolitej polityki pieniężnej. W takich warunkach znalezienie kompromisu było niezwykle trudne, w związku z czym istniała świadomość, że uwzględnianie w równym stopniu wszystkich odmian polityki pieniężnej, z których wiele było w znacznej mierze niezgodnych z postanowieniami Traktatu z Maastricht, byłoby rozwiązaniem politycznie poprawnym, ale raczej wyłącznie teoretycznym. W praktyce istniało jednak przekonanie, że osiągnięcie porozumienia będzie koncentrować się wokół tego, w jakim stopniu jednolita polityka pieniężna EBC ma się opierać na polityce Bundesbanku, który był nie tylko bankiem centralnym kluczowego państwa ówczesnego ESW i przyszłej UGW, ale także w największym stopniu spełniał wymogi z Maastricht³.

Decyzja o prowadzeniu jednolitej polityki pieniężnej, która została podjęta w Maastricht, miała w dużym stopniu charakter polityczny, a przez to także stosunkowo ogólny. Niezbędne było więc

¹ Wyjaśnienie kluczowych pojęć dotyczących genezy jednolitej waluty i jednolitej polityki pieniężnej (takich jak np. Plan Wernera, Europejski System Walutowy, ECU, Raport Delorsa, Traktat z Maastricht, Unia Gospodarcza i Walutowa itd.) znajduje się w słowniku umieszczonym na końcu niniejszego opracowania.

² Szerzej na temat genezy euro: zob. np. Szeląg (1998, 2001).

³ Por. Nöbling (1993), s. 187-190.

przyjęcie określonej strategii, a następnie jej uszczegółowienie. W związku z tym postanowiono, że prace przygotowawcze zostaną przeprowadzone przez Europejski Instytut Walutowy (EIW), który został powołany na mocy Traktatu z Maastricht jako prototyp przyszłego EBC. Ostateczną decyzję dotyczącą wyboru konkretnej strategii pozostawiono zaś Radzie Zarządzającej EBC. Aby umożliwić jej podjęcie możliwie najlepszej decyzji, prace przygotowawcze należało wykonać z odpowiednim wyprzedzeniem, przedstawiając przy tym kilka rozwiązań alternatywnych. W związku z tym już w 1997r. EIW przedstawił trzy kluczowe dokumenty dotyczące (1) zasadniczych elementów przyszłej strategii⁴, (2) określenia ram operacyjnych⁵, a także (3) instrumentów i procedur polityki pieniężnej na trzecim etapie UGW⁶.

Jeżeli chodzi o zasadniczą kwestię, czyli wybór strategii polityki pieniężnej dla strefy euro, to EIW przewidywał, że niezbędne będzie wzięcie pod uwagę dwóch zasadniczych spraw. Z jednej strony, chodziło o zestaw podstawowych zasad normatywnych, na podstawie których dokonana zostanie ocena różnych potencjalnych strategii, z drugiej zaś, o warunki istniejące w otoczeniu gospodarczym i finansowym, w których będzie funkcjonował ESBC.

W odniesieniu do pierwszej sprawy, uznano, że wybór przyszłej strategii polityki pieniężnej dla strefy euro powinien zostać dokonany w oparciu o odpowiednie **kryteria wyboru**. Kryteria te powinny zawierać w sobie następujące ogólne zasady:

- **efektywność**: wybrana strategia musi zapewnić ESBC skuteczną realizację nałożonego na niego ostatecznego celu polityki pieniężnej (stabilności cen);
- **odpowiedzialność**: wybrana strategia powinna przewidywać formułowanie i ogłaszanie celów polityki pieniężnej, aby w ten sposób zapewnić odpowiedzialność ESBC przed opinią publiczną za podejmowane działania;
- **przejrzystość**: proces ustalania celów, jak również podejmowania decyzji z zakresu polityki pieniężnej, musi być jasny i zrozumiały dla opinii publicznej;
- **średniookresowa orientacja**: wybrana strategia musi umożliwiać ESBC osiągnięcie jego podstawowego celu w średnim okresie (stabilizując w ten sposób oczekiwania inflacyjne), ale jednocześnie powinna zapewniać ESBC odpowiednią elastyczność w reagowaniu na krótkookresowe odchylenia od założonego celu;
- **ciągłość**: strategia wybrana przez ESBC powinna zostać oparta na doświadczeniach zdobytych przez narodowe banki centralne przed rozpoczęciem trzeciego etapu UGW;
- **zgodność z zasadą niezależności ESBC**: wybrana strategia musi być zgodna z przepisami traktatowymi, na mocy których ESBC zagwarantowany został status w pełni niezależnej instytucji⁷.

Jeżeli chodzi o drugą kwestię, czyli **charakterystykę warunków gospodarczo-finansowych**, w których będzie prowadzona jednolita polityka pieniężna, to zwracano uwagę na trzy główne uwarunkowania, z którymi ESBC zetknie się już na początku trzeciego etapu UGW. Po pierwsze, chodziło o kwestie dotyczące handlu zagranicznego państw wchodzących w skład strefy euro, po drugie, mechanizmy transmisji polityki pieniężnej, a po trzecie, pionierski charakter przedsięwzięcia, jakim jest prowadzenie jednolitej polityki pieniężnej.

Zasadnicza zmiana dotycząca pierwszego z wymienionych zagadnień wynika z faktu, że po rozpoczęciu trzeciego etapu UGW oczekiwane było znaczące przesunięcie w strukturze handlu zagranicznego państw wchodzących w skład strefy euro. Wskazywano, że z punktu widzenia polityki pieniężnej strefa euro będzie jednolitym obszarem walutowym, a tym samym – wraz z ustanowieniem UGW – **handel zagraniczny pomiędzy państwami strefy euro stanie się automatycznie ich handlem wewnętrznym** (co w istocie nastąpiło). Było to o tyle istotne, że

⁴ EMI (1997b).

⁵ EMI (1997a).

⁶ EMI (1997c).

⁷ EMI (1997b), s.3; EMI (1997a), s.7.

przed wprowadzeniem euro znaczący był udział handlu wewnątrzspółnotowego, co wynikało z utworzenia unii celnej we Wspólnocie oraz związanych z nią efektów kreacji i przesunięcia handlu. Miało to miejsce w warunkach istnienia odrębnych walut narodowych i kursów walutowych, których poziom istotnie rzutował na opłacalność eksportu i importu.

Po wprowadzeniu euro spodziewano się natomiast zasadniczej zmiany sytuacji. Oczywiście było, że stosunek handlu zagranicznego strefy euro jako całości do jej PKB znacznie się zmniejszy w porównaniu z analogicznym stosunkiem handlu zagranicznego poszczególnych państw do ich PKB (przed przystąpieniem do strefy euro). Jednocześnie słusznie przewidywano, że w dalszym ciągu państwa członkowskie strefy euro będą dla siebie ważnymi partnerami handlowymi, a przy tym – z uwagi na likwidację walut narodowych – nie narażonymi już we wzajemnych obrotach handlowych na ryzyko kursowe. Biorąc pod uwagę powyższe czynniki, przewidywano, że przyszłe **kształtowanie się poziomu kursu walutowego euro będzie miało prawdopodobnie mniejsze znaczenie dla polityki pieniężnej prowadzonej przez EBC** niż miało to miejsce w przypadku narodowych banków centralnych UE przed ich przystąpieniem do strefy euro. Taki obrót sprawy uznano za korzystny, gdyż zgodnie z postanowieniami traktatowymi, kwestie związane z prowadzeniem polityki kursowej w ramach UGW powierzone zostały głównie Radzie UE (we współpracy z EBC i Komisją Europejską).

Kolejna sprawa, charakteryzująca przyszłe otoczenie, w którym miał funkcjonować Eurosystem, dotyczyła mechanizmu transmisji polityki pieniężnej. Biorąc pod uwagę, że mechanizm ten odgrywa zawsze bardzo ważną rolę i ma kluczowe znaczenie dla każdej polityki pieniężnej, wskazywano jednocześnie na dużą niepewność dotyczącą efektów jego działania w strefie euro, z którą zetknie się EBC już na początku trzeciego etapu UGW. Niepewność ta miała wynikać nie tylko z istniejącego ciągle niepełnego zbadania tego złożonego zagadnienia, ale również – a może przede wszystkim – z faktu, że jeszcze przed wejściem w życie UGW **efekty działania mechanizmu transmisji polityki pieniężnej w poszczególnych państwach członkowskich UE były bardzo zróżnicowane**. Potwierdzały to liczne badania prowadzone w latach dziewięćdziesiątych, które miały na celu porównanie oddziaływania mechanizmu transmisji w państwach mających wkrótce przystąpić do strefy euro⁸. Wyniki tych badań wprawdzie bardzo się różniły, ale miały też pewne istotne punkty wspólne. Pokazywały one, że decyzje z zakresu polityki pieniężnej (zmiany krótkookresowych stóp procentowych) miały bardzo zróżnicowany wpływ na gospodarkę poszczególnych państw (zwłaszcza na poziom ich produkcji). Wpływ ten był czasami wielokrotnie (np. dwu- lub trzykrotnie) wyższy lub niższy w zależności od państwa, co wskazywało na znaczące różnice w ich podatności na działanie mechanizmu transmisyjnego. Generalny wniosek, który można wyciągnąć z powyższych badań jest taki, że zmiany stóp procentowych miały większy wpływ na sytuację gospodarczą (zwłaszcza zaś na poziom produkcji) w tzw. państwach centralnych (jak np. Niemcy czy Francja) niż w tzw. państwach peryferyjnych (jak np. Hiszpania czy Włochy)⁹.

Problemem był również fakt, że **dla poszczególnych państw członkowskich UE różne znaczenie miały określone kanały transmisji monetarnej** – co wykazały późniejsze badania dotyczące takich kanałów transmisji, jak kanał kredytowy (kredytów bankowych)¹⁰, kanał kursowy¹¹, czy kanał stopy procentowej¹². Jeżeli chodzi o kanał kredytowy, to jego oddziaływanie było najsilniejsze w Holandii, a także w Belgii, Francji i Hiszpanii; najsłabsze zaś w Finlandii, Irlandii i we Włoszech. Stosunkowo niewielki wpływ miał kanał kursowy, którego zauważalne – aczkolwiek bardzo słabe – efekty działania odnotowano jedynie w przypadku kilku państw o małych i otwartych gospodarkach, jak np. Finlandia, Irlandia czy Holandia. Bezwzględnie największe znaczenie we wszystkich państwach członkowskich miał kanał stopy procentowej, który odpowiadał za zdecydowaną większość (około 80%) wszystkich efektów polityki pieniężnej. Generalnie, na podstawie obserwowanych poważnych różnic – zarówno w przypadku znaczenia poszczególnych kanałów, jak i siły oddziaływania mechanizmu transmisji – przewidywano, że również po wejściu w życie UGW i prowadzeniu jed-

⁸ Zob. np. Gerlach, Smets (1995); Britton, Whitley (1997); Ehrmann (1998); Ramaswamy, Sloek (1998).

⁹ Clements, Kontolemis, Levy (2001), s.3.

¹⁰ Zob. np. Cecchetti (1999); Favero, Giavazzi, Flabbi (1999).

¹¹ Zob. np. Dornbush, Favero, Giavazzi (1998).

¹² Zob. np. Mojon (2000).

nolitej polityki pieniężnej w strefie euro, jej wpływ na działalność gospodarczą w poszczególnych państwach członkowskich będzie prawdopodobnie dość zróżnicowany. Ponadto, różnice te wskazywały, że – w przypadku braku innych towarzyszących polityk (np. polityki fiskalnej) – jednolita polityka pieniężna mogłaby jeszcze bardziej powiększyć rozbieżności w sytuacji gospodarczej państw strefy euro, jeżeli w danym momencie znajdowałyby się one w różnych fazach cyklu koniunkturalnego. Wszystko to traktowano jako poważne wyzwanie dla EBC, któremu to wyzwaniu będzie musiał on stawić czoła prowadząc jednolitą politykę pieniężną dla strefy euro¹³.

Przed rozpoczęciem trzeciego etapu UGW zwracano także uwagę na ewentualne problemy wynikające z faktu, że prowadzenie jednolitej polityki pieniężnej dla kilkunastu państw będzie przedsięwzięciem pionierskim i bezprecedensowym, a tym samym niezwykle trudnym i niepewnym, ze względu na **brak wcześniejszych doświadczeń** tego typu, które mogłyby stanowić wzór i zostać wykorzystane w ramach ESBC. EBC miał wprawdzie opierać się na wcześniejszych doświadczeniach państw strefy euro, ale – nie umniejszając absolutnie słuszności i użyteczności takiego podejścia – prowadzenie indywidualnej polityki pieniężnej jest jednak pod względem jakościowym i ilościowym czymś całkowicie odmiennym niż prowadzenie jednolitej polityki pieniężnej dla obszaru walutowego składającego się z kilkunastu państw.

Podobnie sprawa wyglądała w przypadku **reputacji i wiarygodności nowego banku centralnego**. Istniały wprawdzie opinie, że EBC może w pewnym stopniu „odziedziczyć” reputację po narodowych bankach centralnych państw wchodzących w skład strefy euro (głównie po Bundesbanku, na którym był wzorowany), ale z całą pewnością od samego początku będzie musiał również, a właściwie przede wszystkim, sam pracować na swoją opinię – będzie bowiem instytucją zupełnie nową, o nowym (ponadnarodowym) charakterze, bardzo szerokich uprawnieniach i daleko posuniętej niezależności. Uważano, że zwłaszcza w początkowym okresie może to oznaczać prowadzenie polityki pieniężnej w niezbyt sprzyjających warunkach, charakteryzujących się uważną obserwacją każdego posunięcia w EBC i ewentualną krytyką w przypadku każdego (nawet najdrobniejszego) potknięcia czy niepowodzenia. Przewidywano również, że ten początkowy okres funkcjonowania będzie dla EBC bardzo ważną próbą i sprawdzianem, które – jeżeli przetrwa pomyślnie (tzn. wykaże się odpornością na krytykę i naciski, a także konsekwencją w realizacji przyjętej strategii) – pozwolą mu osiągnąć bardzo silną pozycję, jak również wiarygodność i zaufanie w oczach uczestników rynku oraz społeczeństwa.

Po ustaleniu kryteriów wyboru przyszłej polityki pieniężnej dla strefy euro, a także rozpoznaniu specyficznych warunków otoczenia gospodarczo-finansowego, w których będzie funkcjonował ESBC, należało dokonać przeglądu i oceny różnych (alternatywnych) strategii polityki pieniężnej. Przed rozpoczęciem trzeciego etapu UGW teoretycznie rozważanych było **pięć potencjalnych strategii**, które mogłyby być przyjęte przez EBC. Należały do nich:

- strategia celu w postaci kursu walutowego (*exchange rate targeting*),
- strategia celu w postaci stóp procentowych (*interest rate pegging*),
- strategia celu w postaci dochodu nominalnego (*nominal income targeting*),
- strategia celu w postaci agregatów pieniężnych (*monetary targeting*),
- strategia bezpośredniego celu inflacyjnego (*direct inflation targeting*)¹⁴.

Spośród powyższych strategii pierwsze trzy zostały uznane jako nieodpowiednie dla strefy euro z różnych przyczyn. Strategia zakładająca cel pośredni w postaci **kursu walutowego** została uznana za niewłaściwą, gdyż – w opinii EIW – w przypadku obszaru tak dużego jak strefa euro tego rodzaju podejście mogłoby być niespójne z wewnętrznym celem jakim jest stabilność cen. Strefa euro jest bowiem znacznie większym i jednocześnie mniej otwartym obszarem gospodarczym niż poszczególne państwa wchodzące w jej skład, a tym samym związek pomiędzy kursem walutowym a cenami byłby na takim obszarze zapewne mniej trwały. Ponadto, jak już wspomniano

¹³ Por. Clements, Kontolemis, Levy (2001), s.20-28. Zob. także: Angeloni, Kashyap, Mojon (red.) (2003).

¹⁴ EMI (1997a), s.8-9.

no, z uwagi na przewidywane przesunięcia w handlu zagranicznym po wprowadzeniu euro oczekiwano spadku znaczenia kursu walutowego dla jednolitej polityki pieniężnej.

Strategia nastawiona na cel pośredni w postaci **stóp procentowych** także została uznana przez EIW za nieodpowiednią. Powodem były trudności w określeniu poziomu równowagi w przypadku realnych stóp procentowych, który byłby spójny z podstawowym celem – stabilnością cen.

Wreszcie, strategia ukierunkowana na osiągnięcie pośredniego celu w postaci określonej wysokości **dochodu nominalnego** (PKB) również została odrzucona przez EIW, choć stwierdził on, że wprawdzie strategia ta byłaby zgodna z celem stabilności cen, ale EBC trudno byłoby kontrolować poziom nominalnego dochodu. To zaś mogłoby prowadzić do mylnych interpretacji ostatecznego celu ESBC, konieczności dokonywania okresowych zmian celu pośredniego, a w rezultacie stwarzałoby ogólną niepewność co do kształtowania się procesów inflacyjnych w gospodarce. Ponadto tego typu strategia nie była stosowana w żadnym państwie członkowskim UE, więc nie powinna być również zalecana dla strefy euro.

W odniesieniu do pozostałych dwóch strategii – odnoszących się do celu w postaci agregatów pieniężnych i bezpośredniego celu inflacyjnego – wskazywano, że choć na gruncie teoretycznym obie strategie są łatwe do odróżnienia, to w praktyce nie jest to już tak ewidentne. Wynikało z faktu, że wiele państw stosowało strategię polityki pieniężnej, które łączyły w sobie różne elementy obu strategii. Podobieństwa między obiema strategiami dotyczą przede wszystkim tego, że ich ostatecznym celem jest stabilność cen, a ponadto wykorzystują one szeroki zestaw wskaźników ekonomicznych i finansowych, na podstawie których dokonuje się oceny czy decyzje i działania podejmowane w ramach polityki pieniężnej były właściwe. Podstawowa różnica pomiędzy powyższymi strategiami polega natomiast na roli, jaką odgrywają w nich agregaty pieniężne.

Strategia celu w postaci agregatów pieniężnych skupia się na kontroli podaży pieniądza. W opinii EIW, zaletą tej strategii było to, że jasno określa zakres odpowiedzialności za kształtowanie się poziomu określonych zmiennych (wielkości agregatów pieniężnych), które mogą być dość łatwo kontrolowane przez bank centralny. Tym samym strategia ta może być łatwo obserwowana, interpretowana i oceniana przez opinię publiczną, dzięki czemu staje się ona bardziej przejrzysta. W związku z rolą, jaką w omawianej strategii odgrywała kontrola podaży pieniądza, za kluczową kwestię rzutującą na efektywność tej strategii – jeżeli zostałaaby wybrana przez EBC – uważano długookresową stabilność popytu na pieniądź w strefie euro. Stabilny popyt na pieniądź postrzegano również jako istotny czynnik, dzięki któremu przyszła strategia EBC byłaby w stanie stabilizować oczekiwania inflacyjne. Jednocześnie, niepewność dotycząca kształtowania się popytu na pieniądź w strefie euro na trzecim etapie UGW uznano za główny argument przemawiający przeciwko wyborowi strategii celu w postaci agregatów pieniężnych jako odpowiedniego rozwiązania dla Eurosystemu.

Strategia bezpośredniego celu inflacyjnego, jak sama nazwa wskazuje, nastawiona jest na osiągnięcie celu w postaci odpowiedniego poziomu inflacji, który na ogół bywa określany jako konkretna wielkość liczbowa lub przedział, w którym powinna zmieścić się stopa inflacji na koniec danego okresu (zwykle na koniec każdego roku). W opinii EIW strategia ta byłaby odpowiednia dla Eurosystemu, gdyż bezpośrednio określałaby odpowiedzialność EBC za osiągnięcie i utrzymanie stabilności cen w strefie euro. Ponadto, działania z zakresu polityki pieniężnej podejmowane w ramach takiej strategii byłyby w sposób bezpośredni, logiczny i spójny powiązane ze spodziewanym kształtowaniem się cen w przyszłości, co z kolei – jeżeli przyjęta strategia byłaby wiarygodna – pozytywnie wpływałoby na oczekiwania opinii publicznej w tym zakresie. EIW zwracał jednakże uwagę, że strategia bezpośredniego celu inflacyjnego – aby była skuteczna – również wymaga istnienia stabilnych powiązań pomiędzy różnymi zmiennymi ekonomicznymi i finansowymi, z jednej strony, a przyszłym poziomem inflacji, z drugiej¹⁵.

Jak wynika z powyższego, EIW zajęł jasne stanowisko odrzucając trzy potencjalne strategie (nastawione na cele w postaci kursu walutowego, stóp procentowych i dochodu nominalnego),

¹⁵ EMI (1997b), s. 6-11.

1

a opowiadając się za wyborem jednej z dwóch pozostałych strategii (bezpośredniego celu inflacyjnego lub celu w postaci agregatów pieniężnych) jako odpowiednich dla Eurosystemu. Mimo iż ostateczny wybór pozostawiony został EBC, w opinii EIW, który formalnie zajął neutralne stanowisko, dość wyraźnie widoczna była sugestia, że bardziej wskazany byłby wybór strategii bezpośredniego celu inflacyjnego niż strategii kontroli agregatów pieniężnych. Podsumowując powyższą argumentację, EIW stwierdził jednak, że w zachowaniu banków centralnych przyjmujących jedną z tych dwóch strategii jest więcej podobieństw niż różnic, gdyż – niezależnie od dokonanego wyboru strategii – każdy z nich obserwuje i analizuje szeroki zestaw podobnych zmiennych ekonomicznych i finansowych jako wskaźników pomocnych w określaniu kierunków polityki pieniężnej.

W praktyce, przed wejściem w życie UGW niektóre państwa członkowskie stosowały powyższe strategie polityki pieniężnej. Na przykład, Bundesbank realizował strategię, w której podstawowe znaczenie miała kontrola agregatów pieniężnych (czyli wzrostu podaży pieniądza)¹⁶. Podkreśla się jednak, że spośród jej dwóch potencjalnych odmian – tj. „ścistej” i „pragmatycznej”¹⁷ – niemiecki bank centralny stosował w praktyce tę ostatnią. „Ścisła” strategia kontroli agregatów pieniężnych (mająca charakter hipotetyczny i nie stosowana w praktyce przez żaden bank centralny) zakładała, że w przypadku konfliktu pomiędzy celem w postaci kontroli podaży pieniądza a celem inflacyjnym, pierwszeństwo będzie miał ten pierwszy. Natomiast Bundesbank, realizując swoją „pragmatyczną” strategię kontroli monetarnej, w przypadku takiego konfliktu priorytet nadawał celowi inflacyjnemu, nie zważając jednocześnie na swój cel w postaci wzrostu podaży pieniądza¹⁸. W przeciwieństwie do niemieckiego banku federalnego, banki centralne innych państw europejskich – Wielkiej Brytanii, Hiszpanii, Finlandii i Szwecji – prowadziły swoje polityki pieniężne w oparciu o strategię bezpośredniego celu inflacyjnego, w ramach której określały planowaną wysokość stopy inflacji¹⁹. W przypadku tej strategii w rzeczywistości również występowała nie tyle jej „ściśła”, lecz raczej „elastyczna” odmiana. Stosowanie „elastycznej” strategii celu inflacyjnego oznaczało, że banki centralne skupiały się nie tylko na samej zmienności inflacji i jej relacji w stosunku do wyznaczonego celu inflacyjnego, ale także na innych realnych zmiennych w gospodarce²⁰.

Przed rozpoczęciem trzeciego etapu UGW rozważano w jakim stopniu EBC przy określaniu swojej polityki pieniężnej będzie skłonny opierać się na celach pośrednich w postaci agregatów pieniężnych, a w jakim na celu bezpośrednim w postaci określonej maksymalnej stopy inflacji. **Oczekiwano, że w swojej strategii EBC będzie uwzględniał zarówno cele pośrednie, jak i cel bezpośredni.** Przewidywano bowiem, że uwzględnianie w strategii jednolitej polityki pieniężnej dla strefy euro powyższych celów pośrednich będzie wynikało głównie z chęci kontynuowania tradycji kluczowego banku centralnego nowego obszaru walutowego – Bundesbanku. Jak bowiem wspomniano, Bundesbank przywiązywał bardzo dużą wagę do agregatów pieniężnych, wychodząc z założenia, że w średnim okresie poziom inflacji jest uzależniony przede wszystkim od wielkości masy pieniężnej, w związku z czym najbardziej skutecznym sposobem osiągnięcia i utrzymania pożądanej stopy inflacji jest nieustanne szczegółowe kontrolowanie podaży pieniądza. Skoncentrowanie strategii Bundesbanku na kontroli agregatów pieniężnych wynikało ponadto z przeświadczenia, że reagują one szybciej na modyfikacje polityki pieniężnej niż cel ostateczny w postaci stabilności cen. Zaletą stosowania celów pośrednich w polityce pieniężnej jest również możliwość bieżącej (tj. bez większego opóźnienia czasowego) obserwacji przez społeczeństwo w jakim stopniu są one osiąganane. Natomiast oczekiwanie, że EBC będzie uwzględniał w swojej strategii także **bezpośredni cel inflacyjny**, wynikało z niezbyt korzystnych doświadczeń niektórych państw dotyczących możliwości trafnego przewidywania w jakim stopniu określona wielkość danego agregatu pieniężnego wpłynie na poziom inflacji. Innym argumentem było także coraz powszechniejsze występowanie innowacji finansowych, które – zniekształcając powiązanie pomiędzy wzrostem podaży pieniądza a poziomem inflacji (zwłaszcza w krótkim okresie) – podważa częściowo skuteczność

¹⁶ Szerzej na ten temat: zob. np.: von Hagen (1999); Neumann (1997); Laubach, Posen (1997).

¹⁷ Zob. Svensson (1999b), s. 5 i nast.

¹⁸ Por. von Hagen (1995); Bernake, Mihov (1997); Clarida, Gertler (1997).

¹⁹ Zob. np. Vickers (1998), s. 368-375.

²⁰ Zob. Svensson, (1999b), s. 3; zob. także: Svensson (1999c), s. 607-654.

opierania polityki pieniężnej na celach pośrednich. Z kolei kontrargumentem przemawiającym przeciwko strategii bezpośredniego celu inflacyjnego było stosunkowo duże opóźnienie, z jakim polityka pieniężna przynosi skutki w zakresie kształtowania się cen (wynoszące zwykle od 18 do 24 miesięcy), co utrudnia bieżącą obserwację i ocenę skuteczności działań podejmowanych w ramach polityki pieniężnej²¹.

Mimo iż przed rozpoczęciem trzeciego etapu UGW nie było konieczne dokładne określenie szczegółów przyszłej strategii polityki pieniężnej, EIW wskazywał, że niezależnie od tego jaka strategia zostanie ostatecznie wybrana dla ESBC, powinna ona opierać się na pewnych ogólnych, ale niezbędnych zasadach. Za **kluczowe elementy przyszłej strategii** uznano:

- publiczne ogłoszenie ilościowej definicji ostatecznego celu polityki pieniężnej (stabilności cen), aby w ten sposób zwiększyć przejrzystość i wiarygodność strategii ESBC;
- publiczne ogłoszenie celu lub celów pośrednich, na podstawie których możliwa będzie bieżąca ocena działań ESBC, co w rezultacie zwiększy jego odpowiedzialność;
- wykorzystywanie wszelkich dostępnych informacji, które mogłyby być użyteczne z punktu widzenia ostatecznego celu polityki pieniężnej – tzn. szerokiego zestawu wskaźników i zmiennych, które byłyby pomocne w ocenie ryzyka dotyczącego przyszłej stabilności cen, w tym również odpowiednich zmiennych finansowych (jak np. krzywa rentowności rynku pieniężnego, agregaty pieniężne i kredytowe, warunki rynku kredytowego, rentowność obligacji, kursy walutowe, ceny aktywów) i niefinansowych (jak np. zmienne cenowo-kosztowe, wskaźniki zagregowanego popytu i podaży, bilans płatniczy, badania dotyczące oczekiwań uczestników rynku);
- przyznanie kluczowej roli i znaczenia agregatom pieniężnym, a także określenie celów dotyczących wielkości ich wzrostu (pod warunkiem, że popyt na pieniądź będzie odpowiednio stabilny w długim okresie);
- opracowywanie przez ESBC własnych prognoz dotyczących inflacji oraz innych zmiennych ekonomicznych²².

EIW uznał, że praktyce powyższe elementy mogłyby być łączone w ramach przyszłej strategii polityki pieniężnej na różne sposoby, podobnie jak możliwe byłoby również połączenie pewnych elementów obu potencjalnych strategii, np. położenie nacisku przede wszystkim na kontrolowanie agregatów pieniężnych, a jednocześnie stosowanie pewnych uzupełniających elementów ze strategii bezpośredniego celu inflacyjnego (lub odwrotnie). Jednakże jakiegokolwiek próby określania konkretnych sposobów, dotyczących możliwości łączenia wymienionych powyżej kluczowych elementów przyszłej strategii polityki pieniężnej, uznano na ówczesnym etapie za przedwczesne, zdając sobie sprawę, że w znacznej mierze będzie to uzależnione od warunków istniejących na trzecim etapie UGW.

Strategię polityki pieniężnej można zdefiniować ogólnie jako zestaw procedur, według których bank centralny – biorąc pod uwagę rozwój sytuacji gospodarczej – decyduje w jaki sposób powinien postępować, aby osiągnąć cel ostateczny, który został mu postawiony. Tak zdefiniowana strategia zawiera w sobie dwa aspekty – po pierwsze, wewnętrzny proces podejmowania decyzji w ramach banku centralnego, a po drugie, przedstawianie i objaśnianie działań z zakresu polityki pieniężnej szeroko pojętej opinii publicznej²³.

Analogiczne podejście zastosowano w przypadku EBC, stwierdzając, że przyjęta przez niego strategia polityki pieniężnej dla Eurosystemu powinna wypełniać dwa kluczowe zadania:

- po pierwsze, przyjęta strategia narzuca jasną strukturę **procesu podejmowania decyzji**. Strategia musi zapewniać, że Rada Zarządzająca EBC będzie posiadać wszelkie informacje, które będą jej niezbędne do podejmowania skutecznych działań z zakresu polityki pienięż-

²¹ Por. Oręziak (1998), s. 39-40; Oręziak (2003), s. 68.

²² EMI (1997b), s.12-13; EMI (1997a), s. 10.

²³ Tamże, s. 6.

nej, które pozwolą utrzymać stabilność cen. W związku z tym Rada musi mieć zapewnione odpowiednie **zaplecze analityczne**, badające szczegółowo rozwój sytuacji gospodarczej i przedkładające jej wyniki swoich prac. Zostaną one przełożone przez Radę na właściwe decyzje dotyczące zastosowania odpowiednich instrumentów polityki pieniężnej, dzięki którym EBC będzie mógł sprawować znaczącą kontrolę operacyjną nad krótkookresowymi rynkowymi stopami procentowymi, które z kolei będą wpływać na inne zmienne ekonomiczne, w tym zwłaszcza na poziom cen;

- po drugie, strategia polityki pieniężnej Eurosystemu jest **narzędziem komunikowania się** z otoczeniem zewnętrznym (społeczeństwem, uczestnikami rynków itd.). Jak wiadomo, polityka pieniężna jest najbardziej skuteczna, jeżeli jest wiarygodna. Ma to miejsce wówczas, gdy cieszy się ona zaufaniem opinii publicznej, która jest całkowicie przekonana, że polityka pieniężna jest nierozzerwalnie związana z celem w postaci stabilności cen i jest prowadzona w sposób umożliwiający skuteczne osiągnięcie tego celu. Tak więc strategia polityki pieniężnej musi nie tylko sygnalizować jej nadrzędny cel, ale również przekonać opinię publiczną, że cel ten zostanie osiągnięty²⁴.

W związku z powyższym uznaje się, że strategia EBC jest realizowana na trzech różnych, ale ściśle ze sobą powiązanych i wzajemnie uzupełniających się poziomach. Są to:

- 1) **poziom analityczny** (*analytical level*),
- 2) **poziom decyzyjny** (*decision making level*),
- 3) **poziom komunikacyjny** (*communication level*).

Pierwsze dwa poziomy mają charakter wewnętrzny, zaś trzeci – zewnętrzny. Istotne jest przy tym, aby skierowane na zewnątrz działania na poziomie komunikacyjnym możliwie najbardziej odzwierciedlały wewnętrzny proces analityczno-decyzyjny²⁵.

Biorąc pod uwagę powyższe argumenty, w październiku i grudniu 1998 r. Rada Zarządzająca EBC ogłosiła najważniejsze założenia **nastawionej na stabilność strategii polityki pieniężnej dla Eurosystemu** (*stability-oriented monetary policy strategy of the Eurosystem*). Zgodnie z tą strategią podejmowane są wszystkie decyzje z zakresu polityki pieniężnej podczas trzeciego etapu UGW. Strategia ta składa się z trzech podstawowych elementów, którymi są:

a) **ilościowa definicja stabilności cen**, oraz

b) **tzw. dwa filary** (*two pillars*) wykorzystywane do osiągnięcia ostatecznego celu jakim jest zagwarantowanie stabilności cen

Ponadto istotną część strategii polityki pieniężnej EBC stanowi **strategia komunikacji** z otoczeniem zewnętrznym, która ma na celu m. in. zapewnienie **przejrzystości działań** EBC. Strategiczne znaczenie ma także zagwarantowanie EBC pełnej **niezależności** w prowadzeniu polityki pieniężnej, z czym z kolei związana jest kwestia **odpowiedzialności**.

Wszystkie wymienione powyżej elementy składają się na strategię polityki pieniężnej EBC, która – mimo iż czerpie z wcześniejszych doświadczeń banków centralnych państw członkowskich – jest jednak w znacznej mierze odmienna od dotychczas stosowanych praktyk. W rzeczywistości **strategia EBC nie jest ani czystą strategią bezpośredniego celu inflacyjnego, ani też czystą strategią celu w postaci agregatów pieniężnych**. Jest ona bowiem czymś zupełnie nowatorskim i bezprecedensowym, tak jak całe przedsięwzięcie związane z wprowadzeniem UGW, jednolitej waluty i jednolitej polityki pieniężnej. Z uwagi na zakres i skalę oddziaływania strategia EBC jest też bardzo złożona i rozbudowana, ale dzięki połączeniu wielu elementów ma charakter kompleksowy²⁶.

²⁴ Zob. ECB (1999a), s. 43.

²⁵ Zob. Issing, Gaspar, Angeloni, Tristani (2001), s. 106-107.

²⁶ Szerzej na ten temat: zob. np. Angeloni, Gaspar, Tristani (1999).

2

Stabilność cen jako cel podstawowy

Jak wspomniano, Traktat z Maastricht wprowadził do Traktatu WE przepisy, zgodnie z którymi podstawowym celem ESBC, a właściwie Eurosystemu, jest utrzymywanie **stabilności cen** (*price stability*). Uznając stabilność cen za **cel podstawowy** (*primary objective*), zobowiązano jednocześnie ESBC do wspierania – bez naruszania celu głównego – ogólnych polityk gospodarczych w ramach Wspólnoty, a tym samym do przyczyniania się do osiągnięcia jej podstawowych celów (takich jak np. trwałe i nieinflacyjny wzrost gospodarczy czy wysoki poziom zatrudnienia i ochrony socjalnej) (art. 105 Traktatu WE).

Sformułowanie podstawowego celu polityki pieniężnej w strefie euro, a także powiązanie go z szeroko rozumianą polityką gospodarczą, nie jest przypadkowe. Przeciwnie, wynika ono z praktycznych doświadczeń wielu dziesięcioleci, a także licznych analiz i studiów ekonomicznych, które wyraźnie wskazują, że polityka pieniężna nastawiona na stabilność cen (w sensie unikania długotrwałej inflacji lub deflacji) przyczynia się w znacznym stopniu do podwyższania poziomu życia obywateli, a także pozytywnie wpływa na gospodarkę, w szczególności na wzrost gospodarczy i zatrudnienie (choć czasami bywa to kwestionowane – zob. dalej). W opinii EBC główne **korzyści z utrzymywania stabilności cen** są następujące:

- po pierwsze, stabilność cen powoduje większą przejrzystość tzw. mechanizmu cen względnych (*relative price mechanism*), tzn. sprawia, że zmiany tych cen stają bardziej widoczne i łatwiejsze do zaobserwowania, gdyż nie są zniekształcone i zamazane przez wahania ogólnego poziomu cen. W rezultacie, przedsiębiorstwa i konsumenci mogą podejmować bardziej trafne i oparte na lepszej informacji decyzje inwestycyjne i konsumpcyjne. Umożliwia to bardziej efektywną i wydajną alokację zasobów na rynku, co z kolei zwiększa potencjał produkcyjny gospodarki. W tym sensie, stabilność cen stwarza również korzystne warunki, w których niezbędne reformy strukturalne – przeprowadzane przez rządy państw w celu zwiększenia elastyczności i wydajności rynków – mogą być najbardziej efektywne;
- po drugie, jeżeli inwestorzy są przekonani, że stabilność cen będzie utrzymywana w przyszłości, wówczas nie oczekują oni tzw. premii inflacyjnej (*inflation risk premium*) jako rekompensaty za ryzyko związane z utrzymywaniem przez nich aktywów w dłuższym okresie. Poprzez redukcję premii inflacyjnej w realnych stopach procentowych, polityka pieniężna przyczynia się do bardziej efektywnej alokacji na rynku kapitałowym i stwarza bodźce do inwestowania, co z kolei pobudza wzrost gospodarczy;
- po trzecie, w warunkach niestabilności cen bardziej prawdopodobne jest, że osoby fizyczne i przedsiębiorstwa – chcąc zabezpieczyć się przed ewentualnymi startami wynikającymi z inflacji – będą wykorzystywać posiadane zasoby w sposób mniej produktywny niż w warunkach stabilności cen. Występowanie inflacji, zwłaszcza wysokiej, jest bowiem zachętą do utrzymywania wyższego poziomu zapasów, z uwagi na fakt, że w takich warunkach towary lepiej zachowują swą wartość niż pieniądź czy niektóre aktywa finansowe. Zamrażanie kapitału w formie zapasów nie należy oczywiście do efektywnych decyzji inwestycyjnych, a w konsekwencji hamuje wzrost gospodarczy;
- po czwarte, jeżeli systemy podatkowe i/lub systemy opieki społecznej stwarzają bodźce zniechęcające do podjęcia czy prowadzenia działalności gospodarczej, jednoczesne występowanie inflacji lub deflacji przyczynia się w większości przypadków do dalszego pogorszenia tej sytuacji. Natomiast utrzymywanie stabilności cen eliminuje realne koszty, które powstają w powyższej sytuacji;
- po piąte, utrzymywanie stabilności cen przeciwdziała arbitralnemu rozdzielaniu zasobów i dochodów, które ma miejsce zarówno w warunkach inflacji, jak i deflacji. Stabilność cen

sprzyja więc także utrzymaniu społecznej stabilności i spójności. Jest to bardzo istotne, gdyż liczne przykłady z ubiegłego stulecia pokazały, że wysoki poziom inflacji lub deflacji prowadził często do niestabilności i napięć społeczno-politycznych²⁷.

2.1. Ilościowa definicja stabilności cen EBC

Jak wynika z powyższej analizy istnieją liczne argumenty i korzyści ekonomiczne przemawiające za przyjęciem stabilności cen jako podstawowego celu polityki pieniężnej prowadzonej w strefie euro. Skutkiem tego było wspomniane wpisanie tego postanowienia do Traktatu WE (wraz ze zmianami wprowadzonymi przez Traktat z Maastricht). Jednakże, w związku z faktem, że postanowienia traktatowe są – jak każde tej rangi przepisy – dość ogólne, niezbędne było ich uszczegółowienie i skonkretyzowanie. W tym celu Rada Zarządzająca EBC zdecydowała się ogłosić **ilościową definicję stabilności cen** (*quantitative definition of price stability*). Rada zdecydowała się na to z wielu powodów. Przede wszystkim istniało przekonanie, że poprzez sprecyzowanie jak EBC interpretuje traktatowy cel, którego osiągnięcie zostało mu powierzono, definicja uczyni jednolitą politykę pieniężną bardziej przejrzystą i przyczyni się do jej większego zrozumienia. Ponadto uważano, że konkretne (liczbowe) zdefiniowanie stabilności cen będzie stanowić swoiste kryterium, za pomocą którego opinia publiczna będzie w stanie kontrolować EBC, gdyż odchylenia od zdefiniowanego celu będą łatwe do stwierdzenia, a w przypadku, gdyby utrzymywały się one przez dłuższy czas, EBC będzie zobowiązany do złożenia stosownych wyjaśnień (w szczególności dotyczących tego, w jaki sposób przewiduje ponowne osiągnięcie stabilności cen w rozsądnym i możliwym do zaakceptowania terminie). Wreszcie, poprzez ogłoszenie definicji stabilności cen zamierzano ukierunkować oczekiwania – zarówno opinii publicznej, jak i rynków finansowych – co do przyszłego kształtowania się poziomu cen w średnim okresie. Zapewnienie w ten sposób poczucia średniookresowej stabilizacji ma również na celu powstrzymanie podmiotów zaangażowanych w ogólny proces ustalania płac i cen (zwłaszcza związków zawodowych i przedsiębiorstw) przed zakładaniem przez nich wyższych stóp przyszłej inflacji podczas podejmowania decyzji płacowo-cenowych, co z kolei mogłoby poważnie utrudnić utrzymanie stabilności cen. Tak więc, generalnie, ogłoszenie ilościowej definicji stabilności cen miało przyczynić się do zwiększenia wiarygodności i efektywności jednolitej polityki pieniężnej w strefie euro²⁸.

Mając na względzie powyższe argumenty, w dniu 13 października 1998 r. Rada Zarządzająca EBC oficjalnie ogłosiła ilościową definicję stabilności cen. Zgodnie z nią, **stabilność cen oznacza wzrost cen (mierzony zharmonizowanym wskaźnikiem cen konsumpcyjnych – HICP), który w stosunku rocznym (rok do roku) jest niższy niż 2%**. Istotne jest przy tym, że **stabilność cen powinna być utrzymana w średnim okresie**²⁹. Ważne jest ponadto, że definicja ta jest zgodna z analogicznymi definicjami, które były stosowane przez większość banków centralnych ze strefy euro, jeszcze przed ich wejściem w skład Eurosystemu. Zapewnia to kontynuację sprawdzonych w praktyce i stosowanych z powodzeniem elementów narodowych strategii polityki pieniężnej.

W związku z przyjęciem powyższej definicji stabilności cen należy poczynić następujące uwagi:

- po pierwsze, określenie „**niższy niż 2%**” jasno wyznacza górną granicę przedziału dopuszczalnych wahań wskaźnika inflacji. Jednocześnie określenie „**wzrost cen**” wskazuje, że definicja ta dotyczy inflacji, natomiast zjawisko odwrotne, czyli utrzymujący się długotrwały spadek cen (deflacja), nie jest zgodne z pojęciem stabilności cen. Pośrednio wyznacza to dolną granicę przedziału dopuszczalnych wahań wskaźnika inflacji (0%), choć EBC celowo nie ustalił jej wprost (zob. dalej). Faktycznie jednak można wnioskować, że stabilny poziom cen powinien utrzymywać się w przedziale od 0% do 2%;

²⁷ Por. ECB (2001), s. 37-38; ECB (1999a), s. 40.

²⁸ ECB (2001), s. 38.

²⁹ Zob. ECB (1998a).

- po drugie, odwołanie się w definicji do „średniego okresu” oznacza, że dopuszczalne są krótkookresowe wahania cen (nawet przekraczające tymczasowo ustalony limit), jeżeli są one spowodowane wstrząsami o charakterze niepieniężnym (jak np. zmiany w wysokości podatków pośrednich, zmiany cen na światowych rynkach towarowych itp.). W związku z faktem, że bank centralny ma znikomą lub wręcz żadną możliwość oddziaływania na tego typu wahania cen, EBC nie musi reagować na każde z nich, jeżeli uzna, że takie krótkookresowe zaburzenia nie zagrażają utrzymaniu stabilności cen w średnim okresie;
- po trzecie, definicja odwołuje się do specjalnego wskaźnika – HICP (*harmonized index of consumer prices*) – na podstawie którego można oceniać czy stabilność cen została osiągnięta i jest utrzymywana. Wskaźnik ten został skonstruowany w szczególny sposób, tzn. w celu zapewnienia porównywalności powstał na bazie harmonizacji narodowych wskaźników i jest wspólny dla wszystkich państw strefy euro. Ponadto, jego wewnętrzna struktura (odzwierciedlająca szeroki zakres wydatków konsumenckich) zapewnia, że jest on zgodny ze zwyczajowym postrzeganiem inflacji przez społeczeństwo, które zwraca uwagę przede wszystkim na kształtowanie się cen konsumpcyjnych;
- po czwarte, definicja zakłada potencjalne istnienie pewnych niewielkich niedoskonałości w pomiarze inflacji za pomocą wskaźnika HICP, gdyż nie zawsze da się je całkowicie wyeliminować w konstrukcji wskaźnika cen konsumpcyjnych. Wcześniej podobne zjawisko miało miejsce również w przypadku narodowych wskaźników (CPIs – *consumer prices indices*), które wykazywały tendencję do zawyżania rzeczywistego poziomu inflacji. W przypadku HICP trudno jest jednoznacznie stwierdzić wielkość ewentualnego odchylenia, gdyż jest on stosunkowo nowym narzędziem, a tym samym nie istnieją jeszcze długookresowe dane historyczne mierzone w ten sposób. Prawdopodobieństwo istnienia niewielkiego pozytywnego odchylenia w przypadku HICP (mniejszego niż w przypadku CPIs), a także niepewność co do jego istotności, spowodowały, że EBC przyjął formalnie jedynie górną granicę przedziału wahań (2%), pozostawiając w ten sposób odpowiedni margines na ewentualną korektę;
- po piąte, stabilność cen jest oceniana przy użyciu wskaźnika HICP dla strefy euro, co wskazuje, że decyzje dotyczące jednolitej polityki pieniężnej będą podejmowane na podstawie obserwacji i oceny rozwoju sytuacji na całym obszarze walutowym (tj. w strefie euro jako całości), a nie w poszczególnych państwach wchodzących w jej skład. Naturalnie wynika to z samej istoty jednolitej polityki pieniężnej, która ma wymiar ponadnarodowy, a nie lokalny czy regionalny³⁰.

Niespełna miesiąc po ogłoszeniu powyższej definicji stabilności cen, Prezes EBC publicznie wyjaśniał niektóre wątpliwości (m. in. dotyczące wyłączenia deflacji z definicji, powodów nieokreślenia dolnej granicy przedziału wahań itd.)³¹, ale wyjaśnienia te nie usatysfakcjonowały wszystkich obserwatorów. W związku z tym definicja stabilności cen, która została przyjęta i ogłoszona przez EBC, nadal wzbudza pewne kontrowersje i niejasności interpretacyjne. Przede wszystkim zarzuca się jej **dwuznaczność** (wynikającą z faktu ogłoszenia górnej granicy przedziału wahań i jednocześnie nieogłoszenia dolnej granicy), dodając przy tym, że trudno dostrzec jakiegokolwiek korzyści z istnienia takiej dwuznaczności, która nie służy żadnemu użytecznemu celowi. Zamiast niej, zdaniem krytyków, znacznie bardziej pożądana była jasna, jednoznaczna i symetryczna definicja (np. powyżej 0% i poniżej 2%)³². Asymetryczna definicja przyjęta przez EBC sprzyja ponadto różnego rodzaju **spekulacjom interpretacyjnym**. Może być ona bowiem interpretowana albo jako przedział wahań (pomiędzy 0% a 2%), albo też jak punktowy cel inflacyjny w wysokości 1% z tolerancją +/-1% (w górę i w dół). Alternatywnie, można też interpretować, że punktowy cel inflacyjny wcale nie musi znajdować się dokładnie w połowie powyższego przedziału, lecz w innym miejscu (np. 1,5%), ale wtedy inaczej musiałby być także interpretowany przedział wahań (np. pomiędzy 1% a 2%), choć wymienia się także pasmo między $1\frac{1}{2}$ a $1\frac{3}{4}$ %³³.

³⁰ Por. ECB (1999a), s. 46-47; ECB (2001), s. 38.

³¹ Zob. Duisenberg (1998a); Duisenberg (1998b).

³² Svensson (2000), s.3 i 7.

³³ Por. Kieler (2003), s. 1 i nast.; Svensson (1999b), s.11 i 13.

Rozważając czy powyższe interpretacje są właściwe, zwraca się uwagę, że **cel inflacyjny** w wysokości 1,5% byłby **zbliżony do analogicznych celów stosowanych przez banki centralne innych państw** (zarówno europejskich i pozaeuropejskich), które przyjęły strategię bezpośredniego celu inflacyjnego. Przykładowo, bank centralny w Nowej Zelandii określił swój cel najpierw jako przedział 0-2% (1990-1996), a następnie 0-3% (od 1997r.), co można zinterpretować jako punktowe cele inflacyjne odpowiednio 1% i 1,5% (środek przedziału). W Niemczech, przed przystąpieniem do UGW, za cel inflacyjny przyjęto przedział 1,5-2% (czyli punktowo 1,75%). W Kanadzie i Szwecji cel ten jest nieco wyższy – 2% rocznie – tak samo jak to było w Finlandii przed jej przystąpieniem do UGW. Natomiast w Wielkiej Brytanii wyznaczono punktowy cel inflacyjny na poziomie 2,5%, podobnie jak w Australii, gdzie za cel przyjęto poziom inflacji mieszczący się w przedziale 2-3% rocznie. Tak więc, jeżeli rzeczywiście można by interpretować, że cel inflacyjny EBC wynosi 1,5%, wówczas byłby on bardzo zbliżony (tj. tylko nieznacznie niższy) niż wcześniejszy cel Bundesbanku. Analizując powyższe wielkości, krytycy definicji stabilności cen przyjętej przez EBC wskazują jednocześnie, że wyraźne i jednoznaczne ogłoszenie celu inflacyjnego (czy to w postaci punktowej, czy też przedziałowej) jest ważniejsze niż to czy cel ten będzie ustalony na poziomie 1,5%, 2% czy 2,5%³⁴.

2.2. Argumenty za i przeciw stabilności cen

Dyskusje dotyczące podstawowego celu polityki pieniężnej EBC – stabilności cen – nie ustały bynajmniej wraz z publicznym ogłoszeniem jego ilościowej definicji, lecz były kontynuowane również po wprowadzeniu euro i rozpoczęciu prowadzenia jednolitej polityki pieniężnej. Dotyczyły one nie tylko samej definicji stabilności cen, ale również tego **czy w ogóle stabilność cen jest właściwym celem dla polityki pieniężnej EBC**. W dyskusjach tych brali udział nie tylko zwolennicy i przeciwnicy koncepcji stabilności cen spoza EBC, ale również sam EBC, który organizował nawet w tym celu specjalne konferencje³⁵.

W dyskusjach nt. stabilności cen wiele argumentów za i przeciw dotyczyło jej związku i wpływu na główne zmienne makroekonomiczne. Przede wszystkim próbowano ocenić **powiązanie stabilności cen ze wzrostem gospodarczym**. Kwestia ta była rozpatrywana od strony teoretycznej już w latach sześćdziesiątych, ale wnioski, które wyciągano, były rozbieżne. Z jednej strony, uważano, że wyższa stopa inflacji powinna prowadzić w długim okresie do wyższego tempa wzrostu gospodarczego³⁶, z drugiej zaś, twierdzono, że zmiany w podaży pieniądza nie mają większego (lub żadnego) wpływu na gospodarkę, z uwagi na cechę pieniądza jaką jest jego neutralność³⁷.

W latach osiemdziesiątych i dziewięćdziesiątych powstało natomiast wiele opracowań zawierających szereg danych empirycznych, mających potwierdzać określone teorie, ale wyniki tych badań również nie były całkowicie zbieżne. Większość opracowań potwierdzała występowanie długookresowego negatywnego związku pomiędzy inflacją a wzrostem gospodarczym³⁸. Przykładowo, szacowano, że wzrost inflacji o 10 punktów procentowych spowoduje zmniejszenie rocznej stopy wzrostu realnego PKB *per capita* o około 0,2-0,3 punktu procentowego, prowadząc do obniżenia dochodu o około 4–7% po 30 latach³⁹. Przeprowadzono jednak również takie badania, które na podstawie swoich wyników nie znajdowały żadnej zależności pomiędzy inflacją a wzrostem (albo znajdowały ją dopiero przy bardzo wysokim poziomie inflacji (rzędu 20-40%), która ewidentnie spowalniała wzrost gospodarczy)⁴⁰. Jak wynika z powyższego, wśród ekonomistów nie ma pełnej zgodności co do wpływu inflacji na wzrost gospodarczy i trudno stwierdzić między nimi wyraźny i niepodważalny związek przy-

³⁴ Tamże, s. 13-14.

³⁵ Zob. García Herrero, Gaspar, Hoogduin, Morgan, Winkler (2000).

³⁶ Tobin (1965), s. 671-684.

³⁷ Sidrausky (1967), s. 534-544.

³⁸ Zob. np. Andres, Hernando (1999); Fischer (1993), s. 485-512; Cozier, Selody (1992), s. 92-106; Grier, Tullock (1989), s. 259-276; Kormendi, Meguire (1985), s. 141-163.

³⁹ Por. Barro (1995); Barro (1997).

⁴⁰ Zob. np. Bruno, Easterly (1996), s. 139-146; McCandless, Weber (1995), s. 2-11.

czynowo-skutkowy, w związku z czym można by sądzić, że nie istnieją silne argumenty ekonomiczne na rzecz przyjęcia stabilności cen jako podstawowego celu przez bank centralny. Z drugiej strony nie istnieją jednak żadne dowody, że ewentualne odrzucenie tej koncepcji przyczyniłoby się do przyspieszenia tempa wzrostu gospodarczego i zwiększenia dobrobytu⁴¹. Generalnie, można więc stwierdzić, że utrzymywanie stabilności cen przez bank centralny powinno sprzyjać i stwarzać warunki dla szybszego tempa wzrostu, który – co ważne – będzie trwały, stabilny i nieinflacyjny.

Często poruszane są też wzajemne **relacje między stabilnością cen a poziomem bezrobocia**. W tym kontekście przytacza się dwa przeciwstawne efekty, które może mieć poziom inflacji na rynek pracy, a mianowicie tzw. efekt napędzający (*grease effect*) i efekt hamujący (*sand effect*). Już na przełomie lat pięćdziesiątych i sześćdziesiątych wskazywano, że utrzymanie niskiego poziomu bezrobocia jest bardziej prawdopodobne w warunkach umiarkowanie niskiej inflacji niż w warunkach bardzo niskiej lub zerowej inflacji⁴². Następnie, na początku lat siedemdziesiątych stwierdzono, że inflacja może mieć pozytywny (napędzający) wpływ na rynek pracy, gdyż ułatwia dokonywanie realnych zmian w poziomie płac realnych biorąc pod uwagę ich nominalną sztywność w odniesieniu do zmian w dół⁴³. W latach dziewięćdziesiątych potwierdzono występowanie powyższego efektu, stwierdzając jednocześnie, że zanika on wraz z obniżaniem poziomu inflacji z niskiego (około 3%) do zerowego, powodując jednocześnie ustalenie znacznie wyższego punktu równowagi dla stopy bezrobocia⁴⁴. Istnieją jednak również opinie, że inflacja może oddziaływać negatywnie (hamująco) na rynek pracy i dostosowania cenowo-płacowe, gdyż ogólne inflacyjne zmiany cen nie są przesyłane bezpośrednio i w równym stopniu do wszystkich działów gospodarki.

Wśród ekonomistów badających powyższe zjawiska istnieje zgodność, że przy różnych poziomach inflacji nasila się występowanie jednego lub drugiego z wymienionych efektów, ale nie ma pełnej zgodności co do konkretnych liczb. Jedni ekonomiści twierdzą, że efekt hamujący jest najbardziej widoczny w warunkach niskiej inflacji (około 1–2%), natomiast wraz ze wzrostem stopy inflacji zaczyna dominować efekt napędzający (który jest najbardziej korzystny przy długookresowym poziomie inflacji około 4%)⁴⁵. Inni stwierdzają, że efekt napędzający zaczyna zanikać, gdy stopa inflacji wzrasta ponad 3–4%, kiedy to zaczyna przeważać efekt hamujący, który występuje dopóki stopa inflacji nie osiągnie 7–10%⁴⁶. Jeszcze inni oceniają, że inflacja na niskim poziomie (około 2%) jest powiązana z niższym poziomem bezrobocia znacznie częściej niż ma to miejsce w przypadku wyraźnie wyższych lub niższych stóp inflacji⁴⁷.

Wymieniając pozytywne efekty niskiej i stabilnej inflacji, często zwraca się również uwagę, że **stabilność cen pozwala uzyskiwać przedsiębiorstwom maksymalne zyski**. Jak bowiem można przewidywać, przedsiębiorcy – zastanawiając się czy dokonać zmian cen swoich produktów lub usług – zapewne tego nie zrobią, jeżeli będą przekonani, że dzięki działaniom banku centralnego bieżące ceny (które aktualnie pozwalają maksymalizować zyski) będą w dalszym ciągu utrzymywane na stabilnym poziomie⁴⁸. Tak więc wiarygodna polityka pieniężna przyczynia się do stwarzania korzystnych i stabilnych warunków dla funkcjonowania podmiotów gospodarczych i generowania przez nie zysków.

Z drugiej strony wskazuje się, że **sama stabilność cen nie jest w stanie zapewnić rozwoju gospodarczego i stabilności makroekonomicznej**. Po pierwsze, jak pokazały doświadczenia lat osiemdziesiątych i dziewięćdziesiątych (a zwłaszcza kryzysy w Japonii i Azji Południowo-Wschodniej), samo utrzymywanie stabilności cen nie jest jeszcze gwarancją, że ryzyko finansowe zostanie całkowicie wyeliminowane⁴⁹. Po drugie, jak również wynika z praktyki, w okresach długo-

⁴¹ Por. Issing (2000), s. 184-187.

⁴² Zob. Schultze (1959), s. 134; Samuelson, Solow (1960), s. 182.

⁴³ Tobin (1972), s. 1-18.

⁴⁴ Akerlof, Dickens, Perry (1996), s. 1-59.

⁴⁵ Wyplosz (2000), s. 10 i 30.

⁴⁶ Groshen, Schweitzer (1999).

⁴⁷ Akerlof, Dickens, Perry (2000), s. 1-44.

⁴⁸ Goodfriend, King (2000), s. 91.

⁴⁹ Szerzej na ten temat: Crockett (2000).

trwałego występowania niskiej inflacji często obserwowane było zjawisko silnej ekspansji gospodarczej⁵⁰. Jest bowiem wysoce prawdopodobne, że utrzymywanie się takich okresów stabilizacji cenowej będzie prowadzić u części podmiotów gospodarczych do nadmiernego optymizmu dotyczącego przyszłego rozwoju sytuacji gospodarczej. To z kolei grozi wystąpieniem niebezpiecznego zjawiska **samonapędzającego się i niekontrolowanego wzrostu zaciąganych kredytów**, z których ma być finansowana nadmierna konsumpcja i inwestycje. Ten rozbudzony popyt na kredyty wynika ze wspomnianych (zbyt) optymistycznych ocen przyszłej sytuacji gospodarczej, na podstawie których spodziewane są również znacznie wyższe niż zwykle zyski (pozwalające na spłatę zadłużenia). Jeżeli jednak sytuacja gospodarcza ulegnie pogorszeniu, wówczas nadmierne zadłużenie – zwłaszcza gdy przekroczy pewne rozsądne granice – może być przyczyną **zachwiania stabilności systemu finansowego**. Zjawisko to może wystąpić ze szczególną intensywnością na rynkach finansowych charakteryzujących się wysokim stopniem konkurencji i deregulacji⁵¹.

Jak wynika z powyższego, wśród ekspertów istnieją wyraźne różnice dotyczące wpływu inflacji na gospodarkę. Mimo to wśród współczesnych ekonomistów panuje powszechna zgoda co do potrzeby utrzymywania stabilności cen przez banki centralne. Występują jednak zasadnicze różnice definicyjne, a tym samym różne poglądy **co należy rozumieć pod pojęciem „stabilności cen”**. Na wstępie warto przytoczyć klasyczną już definicję stabilności cen podaną w połowie lat dziewięćdziesiątych przez A. Greenspana, Prezesa Systemu Rezerwy Federalnej. Zgodnie z nią, z punktu widzenia banku centralnego **„stabilność cen istnieje wówczas, gdy podmioty gospodarcze nie muszą brać pod uwagę ryzyka zmian ogólnego poziomu cen przy podejmowaniu swoich decyzji gospodarczych”**⁵².

Przechodząc do bardziej szczegółowych rozważań dotyczących interpretacji pojęcia stabilności cen, należy stwierdzić, że generalnie, w literaturze przedmiotu spotyka się trzy alternatywne koncepcje w tym zakresie⁵³:

- stan zrównoważonej deflacji (*steady-state deflation*),
- zerowa inflacja / stały poziom cen (*zero inflation / constant price level*),
- niska inflacja / stopniowo wzrastający poziom cen (*low inflation / gradually rising price level*).

Spośród wymienionych koncepcji największą popularnością cieszy się obecnie ostatnia z nich, czyli **niska inflacja**, która **powinna być utożsamiana ze stabilnością cen**. Za tą koncepcją, a jednocześnie przeciw pozostałym, przemawiają cztery główne argumenty⁵⁴. Po pierwsze, możliwość zwiększenia dochodów budżetowych z tytułu tzw. senioratu (*seignorage*). Po drugie, pozytywny wpływ niskiej inflacji na rynek pracy – wynikający z tego, że w warunkach inflacji istnieje (a) możliwość dokonywania obniżania płac realnych bez konieczności niepopularnego i niezwykle trudnego do przeprowadzenia obniżania ich poziomu nominalnego (co w przypadku zerowej inflacji jest niemożliwe), a ponadto (b) prawdopodobieństwo, że przy niskim poziomie inflacji długookresowa krzywa Philipsa nie jest pionowa. Po trzecie, możliwość przejściowego wystąpienia zjawiska ujemnych realnych stóp procentowych, które może być pożądane w przypadku poważnego pogorszenia koniunktury gospodarczej (w przypadku zerowej inflacji jest to niemożliwe, biorąc pod uwagę, że nominalne stopy procentowe nigdy nie mogą spaść poniżej zera, a realne stopy procentowe to nominalne stopy procentowe pomniejszone o stopę inflacji)⁵⁵. Po czwarte, prawdopodobieństwo, że konwencjonalne metody pomiaru inflacji mogą zawyżać jej poziom w stosunku do rzeczywistego (w związku z czym strategia nastawiona na utrzymanie stałego „nominalnego” poziomu cen mogłaby ukrywać spadek „prawdziwego” poziomu cen, powodując zagrożenie deflacyjne dla gospodarki).

⁵⁰ Szerzej na ten temat: Taylor (1998).

⁵¹ Por. Viñals (2000), s. 140.

⁵² Zob. Greenspan (1996), s. 1-5.

⁵³ Zob. np. Issing (2000), s. 187 i nast.

⁵⁴ Szerzej na ten temat: tamże, s. 190-192.

⁵⁵ Zob. Summers (1991), s. 625-631.

Jeżeli nawet wśród ekonomistów istnieje przekonanie, że stabilność cen powinna być utożsamiana z niskim poziomem inflacji, to w dalszym ciągu nie ma pełnej zgodności co do tego **jaki (tzn. jak niski) powinien być optymalny poziom celu inflacyjnego**. Ta kwestia wzbudzała wiele kontrowersji w kontekście dyskusji dotyczących celu wybranego przez EBC. Powszechnie ocenia się, że określenie przez EBC stabilności cen na poziomie niższym niż 2% stanowi bardzo poważne wyzwanie i choć niewątpliwie można mu sprostać, może okazać się to niezwykle trudne, a ponadto może pociągać za sobą wysokie koszty. Istnieją również przeciwne opinie, wskazujące, że obecnie – w erze powszechnie występującej niskiej inflacji – banki centralne mają znacznie bardziej komfortową sytuację i ułatwione zadanie, jeżeli chodzi o utrzymywanie niskiego i stabilnego poziomu inflacji, w porównaniu do przeszłości, kiedy to ówczesne władze banków centralnych musiały dokonywać ogromnego wysiłku, aby obniżyć istniejący wtedy wysoki poziom inflacji. Wydaje się, że nie do końca można zgodzić się z tym twierdzeniem, gdyż równie trudne jak obniżenie inflacji z poziomu wysokiego lub średniego do niskiego, jest następnie także utrzymanie jej na tymże niskim poziomie. Prowadząc politykę pieniężną nastawioną na utrzymanie niskiej inflacji i stabilnego poziomu cen, banki centralne są bowiem zmuszone nieustannie zwalczać presję inflacyjną (wynikającą np. ze wzrostu cen ropy naftowej – jak pokazały doświadczenia europejskie i amerykańskie ostatnich lat) albo presję deflacyjną (wynikającą z długotrwałego z utrzymywania inflacji na zbyt niskim poziomie (niewiele wyższym od zera) – jak pokazały doświadczenia japońskie). Jednakże skupiając się nadmiernie na celu utrzymania stabilności cen, co objawia się zwykle ustaleniem zbyt niskiego celu inflacyjnego, banki centralne prowadzą na ogół niezwykle restrykcyjną politykę pieniężną. Tak więc **optymalny cel inflacyjny powinien zostać ustalony na niskim – ale nie zbyt niskim – poziomie**. W tym kontekście najbardziej właściwe wydaje się utrzymywanie stopy inflacji na poziomie zbliżonym do górnej granicy przedziału ustalonego przez EBC, tj. około 2%⁵⁶.

W kontekście przyjętej przez EBC definicji stabilności cen dyskutowana była również kwestia dotycząca odpowiedniej długości **horyzontu czasowego**, który odnosiłby się do osiągnięcia i utrzymania przez bank centralny obranego celu polityki pieniężnej. Z jednej strony, horyzont ten nie może być ani za krótki, gdyż wówczas bank centralny byłby zmuszony reagować i podejmować działania korekcyjne zbyt często, co wydaje się nieuzasadnione, a ponadto może powodować niepotrzebną nerwowość wśród uczestników rynku. Z drugiej strony, horyzont nie może być też za długi, ponieważ wtedy bank centralny mógłby pozwalać na nadmierne i zbyt długotrwałe odchylenia stopy inflacji od założonego celu, co mogłoby podważyć wiarygodność prowadzonej przez niego polityki pieniężnej⁵⁷. Rozwiązanie powinno być więc znalezione pomiędzy tymi dwoma skrajnościami. W tym kontekście średniookresowa orientacja strategii EBC zakładająca utrzymanie stabilności cen w średnim okresie nie wzbudza praktycznie żadnych kontrowersji i wydaje się być jak najbardziej właściwym wyborem.

Na zakończenie należy dodać, że w obecnych czasach **przekonanie o celowości i potrzebie utrzymywania stabilności cen jest bardzo silnie zakorzenione w świadomości opinii publicznej** – często nawet silniej niż wśród ekonomistów. Już bowiem w latach pięćdziesiątych było wiadomo, że im wyższy jest poziom inflacji, tym bardziej kosztowne jest utrzymywanie pieniędzy w formie gotówki, w związku z czym niezbędne są częstsze wizyty w banku, wymagające poniesienia pewnych kosztów (wysiłku, czasu itd.) – określanych obrazowo jako „koszt zdartych zółwek” (*shoe-leather costs*)⁵⁸. Przekonanie to zostało następnie potwierdzone w praktyce podczas okresów stosunkowo wysokiej inflacji w latach sześćdziesiątych i siedemdziesiątych, kiedy to wiele społeczeństw odczuło, że wysoka inflacja powoduje znacznie poważniejsze koszty ekonomiczno-społeczne niż wcześniej przypuszczano, nabierając w związku z tym przekonania, że efektywna kontrola inflacji jest warunkiem poprawy perspektyw dla wzrostu gospodarczego i zatrudnienia. Obywatele, mimo iż – w przeciwieństwie do zawodowych ekonomistów – nie dysponują na ogół profesjonalną wiedzą z zakresu ekonomii ani też odpowiednimi narzędziami i metodami ekonometrycznymi, swój stosunek do inflacji opierają na doświadczeniu i intuicji. Na tej podstawie ludzie uważają inflację za zjawisko ogólnie szkodliwe, jako że obniża ono ich stopę życiową, traktując tym samym jej zwalczanie jako jedno z priorytetowych zadań władz państwowych⁵⁹.

⁵⁶ Por. Viñals (2000), op.cit., s. 113, 116 i 150.

⁵⁷ Szerzej na ten temat: Smets (2000).

⁵⁸ Zob. Bailey (1956), s. 93-110.

⁵⁹ Por. Shiller (1996); Shiller (1997).

2

Takie powszechne postrzeganie kosztów inflacji, które opiera się głównie na intuicji, jest często krytykowane przez ekonomistów uważających, że ludzie – na podstawie swoich doświadczeń z okresów stagflacji – często błędnie przypisują inflacji te koszty, które akurat wynikają z niskiego wzrostu gospodarczego⁶⁰. Nawet jeżeli jest do pewnego stopnia prawdziwe stwierdzenie, nie oznacza bynajmniej, że społeczna awersja do inflacji jest nieuzasadniona, co potwierdza bardzo liczna literatura przedmiotu dowodząca teoretycznie i empirycznie, że inflacja sama w sobie jest zjawiskiem powodującym poważne koszty ekonomiczne i społeczne. Nie zmienia to również faktu, że obecnie w demokratycznych państwach każdy program gospodarczy, który nie akcentuje wyraźnie nastawienia na stabilność cen, zostanie najprawdopodobniej odrzucony przez społeczeństwo⁶¹. Tak więc **stabilność cen**, będąca zagadnieniem wybitnie gospodarczym, **ma także swój wymiar społeczno-polityczny**.

⁶⁰ Zob. Mankiw (1997).

⁶¹ Por. Viñals (2000), s.120.

3

Dwa filary strategii polityki pieniężnej EBC

Do osiągnięcia i utrzymania stabilności cen zdefiniowanej przez EBC, będącej statutowym celem ESBC, prowadzona jest jednolita polityka pieniężna oparta na wspomnianych wcześniej **dwóch filarach**, które dzielą się w następujący sposób:

- **pierwszy filar** – analiza wzrostu podaży pieniądza w stosunku do ogłaszanych ilościowych wartości bazowych;
- **drugi filar** – szeroko zakrojona ocena ryzyka dotyczącego utrzymania stabilności cen w strefie euro oraz prognoz dotyczących kształtowania się cen⁶².

W kontekście powyższego podziału na dwa filary, należy wspomnieć, że strategia EBC jest czasami błędnie pojmowana jako zakładająca wiele różnych celów. Tymczasem – jak wyraźnie podkreśla EBC – jedynym celem Eurosystemu jest stabilność cen, a pierwszy filar nie jest bynajmniej celem monetarnym, podobnie jak drugi filar nie jest celem inflacyjnym⁶³.

Schemat 1 Strategia polityki pieniężnej EBC oparta na dwóch filarach



Źródło: The two pillars of the ECB's monetary policy strategy, ECB Monthly Bulletin, November 2000, s. 39; The monetary policy of the ECB, European Central Bank, Frankfurt am Main, August 2001, s. 46.

⁶² Szerzej na ten temat: ECB (2000d), s. 37-48.

⁶³ Tamże, s.38-39.

3.1. Pierwszy filar strategii EBC

Pierwszy filar opiera się na fundamentalnym przekonaniu, co do którego istnieje powszechna zgodność wśród ekonomistów, że inflacja jest zjawiskiem o pochodzeniu przede wszystkim monetarnym, jak również mającym monetarny charakter w średnim i długim okresie. W związku z tym uznano, że w całej strategii polityki pieniężnej powinna zostać **wyraźnie podkreślona i uwydatniona rola pieniądza (a prominent role of money)**. Przypisanie kluczowej roli i znaczenia pieniądzu (bazie pieniężnej) wynika z faktu, że jedną z najbardziej znaczących i potwierdzonych empirycznie prawidłowości makroekonomicznych jest wszechobecny długookresowy związek pomiędzy poziomem cen a bazą pieniężną (w krótkim i średnim okresie, jak wynika z badań, jest on już wyraźnie słabszy)⁶⁴. Ponadto baza pieniężna jest uznawana za naturalną, trwałą i rzetelną „nominalną kotwicę” dla polityki pieniężnej mającej na celu utrzymanie stabilności cen.

W związku z kluczową rolą, która została przypisana bazie pieniężnej, Rada Zarządzająca postanowiła ogłosić **ilościową wartość bazową dla wzrostu podaży pieniądza (a quantitative reference value for monetary growth)**. Założono bowiem, że wartość bazowa będzie pomocna w analizowaniu i prezentowaniu informacji zawartych w agregatach pieniężnych, a także będzie stanowić cenną i wiarygodną wskazówkę dla polityki pieniężnej nastawionej na stabilność cen. Jeszcze przed ogłoszeniem ilościowej wartości bazowej zwracano uwagę na dwie zasadnicze cechy, którymi powinna się ona charakteryzować:

- po pierwsze, wartość bazowa powinna zostać utworzona w taki sposób, aby była zgodna z podstawowym celem utrzymania stabilności cen, a także służyła jego osiągnięciu. Z kolei zapewnienie zgodności wartości bazowej ze średniookresową stabilnością cen wymaga istnienia stabilnego związku pomiędzy bazą pieniężną a poziomem cen w strefie euro w takim właśnie horyzoncie czasowym;
- po drugie, znaczne lub długotrwałe odchylenia wzrostu podaży pieniądza od wartości bazowej powinno – w normalnych warunkach – sygnalizować zagrożenie dla utrzymania stabilności cen w średnim okresie. Ta cecha wymaga zarówno istnienia wspomnianego powyżej stabilnego związku pomiędzy bazą pieniężną a poziomem cen, jak również uznania wzrostu podaży pieniądza za wiodący wskaźnik kształtowania się poziomu cen⁶⁵.

W związku z powyższym niezbędne było określenie rodzaju agregatu pieniężnego, dla którego miałyby zostać ustalona wartość bazowa. W strefie euro – na bazie rozważań teoretycznych, studiów empirycznych i w zgodzie z międzynarodową praktyką – zdefiniowane zostały trzy rodzaje agregatów pieniężnych: M1 – wąski agregat pieniężny (*narrow monetary aggregate*), M2 – pośredni agregat pieniężny (*intermediate monetary aggregate*) oraz M3 – szeroki agregat pieniężny (*broad monetary aggregate*) (zob. tabela 1). Przed dokonaniem wyboru konkretnego agregatu pieniężnego niezbędne było zidentyfikowanie agregatu wykazującego ścisły związek z najważniejszymi zmiennymi makroekonomicznymi, w tym zwłaszcza z poziomem cen. W tym celu analizowane były następujące kryteria wyboru:

- **stabilność popytu na pieniądź** – która występuje wówczas, gdy poziom bazy pieniężnej jest stabilnie powiązany z poziomem cen; wtedy bank centralny może ocenić jaki poziom wzrostu bazy pieniężnej jest zgodny ze stabilnością cen. Stabilność tego powiązania jest zwykle oceniana przy użyciu funkcji popytu na pieniądź, gdzie dany agregat pieniężny jest odnoszony do poziomu cen i innych zmiennych makroekonomicznych, jak np. realny dochód czy stopy procentowe (przy czym należy rozróżnić krótkookresową i długookresową stabilność popytu na pieniądź);
- **cechy wiodącego wskaźnika** – pieniądź wykazuje te cechy, jeżeli agregat pieniężny zawiera informacje, które są pomocne w przewidywaniu przyszłego poziomu cen, biorąc pod uwagę efekt opóźnienia pomiędzy decyzjami z zakresu polityki pieniężnej a ich wpływem na gospodarkę;

⁶⁴ Zob. Jaeger (2003).

⁶⁵ Zob. ECB (1999a), s. 47-48.

- **możliwość kontrolowania** – kontrolowanie agregatu pieniężnego jest możliwe, jeżeli stopa jego wzrostu może być sterowana w krótkim okresie przez bank centralny przy użyciu instrumentów polityki pieniężnej. Możliwość kontrolowania danego agregatu jest szczególnie istotna w sytuacji, gdy bank centralny ogłasza cel w postaci określonej wielkości wzrostu podaży pieniądza, za który ma być odpowiedzialny⁶⁶.

Biorąc pod uwagę powyższe kryteria, spośród agregatów pieniężnych istniejących w strefie euro, Rada Zarządzająca EBC postanowiła wybrać **szeroki agregat pieniężny M3** jako podstawę, dla której ogłaszana będzie wartość bazowa. Za wyborem tym przemawiały m. in. prace analityczne przeprowadzone jeszcze przez poprzednika EBC – EIW. Z analiz tych wynikało, że wąskie agregaty pieniężne są wprawdzie łatwiejsze do kontrolowania przy użyciu krótkookresowych nominalnych stóp procentowych, ale nie charakteryzują się stabilnością ani też nie wykazują cech wskaźnika przydatnego przy przewidywaniu kształtowania się poziomu cen w przyszłości. Natomiast szerokie agregaty pieniężne – przeciwnie. Przede wszystkim posiadają korzystniejsze właściwości, jeżeli chodzi o stabilność; jak bowiem wykazały badania empiryczne, w państwach strefy euro popyt na pieniądź w szerokim ujęciu pozostawał stabilny w długim okresie⁶⁷. Ponadto mają bogatszą zawartość informacyjną w odniesieniu do kształtowania się poziomu cen w średnim okresie (szerokie agregaty pieniężne były wiodącymi wskaźnikami w tym zakresie). Są jednak trudniejsze do kontrolowania w krótkim okresie, gdyż dochodowość wielu składników szerokich agregatów pieniężnych jest zbliżona do krótkookresowych rynkowych stóp procentowych, co czyni popyt na nie stosunkowo nieelastycznym w krótkim okresie (aktywa te – w przeciwieństwie do komponentów wchodzących w skład wąskich agregatów pieniężnych – nie stają się bowiem mniej atrakcyjne dla inwestorów w przypadku wzrostu krótkookresowych stóp procentowych). Jak z tego wynika, żaden z agregatów nie spełnia wszystkich wymaganych kryteriów. Szeroki agregat spełnia ich jednak więcej, a ponadto warunki, które spełnia są bardziej istotne z punktu widzenia celu. Z tych właśnie powodów Rada Zarządzająca EBC zdecydowała o przypisaniu kluczowej roli w swojej strategii polityki pieniężnej szerokiemu agregatowi pieniężnemu M3.

Tabela 1 Agregaty pieniężne w strefie euro

Pasywa*	M1	M2	M3	Procentowy udział składników agregatu M3		
				grudzień 1998	grudzień 2000	grudzień 2002
				Pieniądź gotówkowy w obiegu	x	x
Depozyty typu O/N (<i>overnight</i>)	x	x	x	33	34	36
Depozyty z uzgodnionym terminem do 2 lat		x	x	20	19	9
Depozyty płatne na żądanie z terminem do 3 miesięcy		x	x	28	24	25
Transakcje warunkowe (<i>repo</i>)			x	4	3	4
Jednostki uczestnictwa w funduszach rynku pieniężnego oraz papiery rynku pieniężnego			x	7	10	8
Papiery dłużne z terminem do 2 lat			x	2	2	2

* Zobowiązania tzw. sektora monetarnych instytucji finansowych (banków centralnych, instytucji kredytowych i instytucji finansowych) oraz pewnych jednostek centralnego sektora rządowego w stosunku do rezydentów ze strefy euro nie zaliczających się do sektora monetarnych instytucji finansowych (z wyłączeniem rządu centralnego).

Źródło: Euro area monetary aggregates and their role in the Eurosystem monetary policy strategy, ECB Monthly Bulletin, February 1999, s. 32 i 36; The monetary policy of the ECB, European Central Bank, Frankfurt am Main, August 2001, s. 32-33; obliczenia własne na podstawie: Euro area statistics: Monetary aggregates and counterparts, ECB Monthly Bulletin, February 2003, s. 16-17.

Po dokonaniu wyboru agregatu pieniężnego należało jeszcze ustalić wartość bazową, która stanowiłaby punkt odniesienia dla wzrostu podaży pieniądza. Uznano, że ustalenie wysokości war-

⁶⁶ Zob. ECB (1999b), s. 32-33. Szerzej na temat agregatów pieniężnych w strefie euro: tamże, s. 29-46.

⁶⁷ Szerzej na ten temat: Coenen, Vega (1999); Brand, Cassola (2000).

tości bazowej powinno odzwierciedlać powszechnie znany związek pomiędzy pieniądzem (bazą pieniężną) z jednej strony, a poziomem cen, PKB i szybkością obiegu pieniężnego z drugiej strony. W związku z tym zostało ono oparte na trzech średniookresowych założeniach:

- stabilność cen musi być utrzymywana zgodnie z definicją przyjętą dla Eurosystemu, która przewiduje, że roczny wzrost cen w strefie euro (mierzony wskaźnikiem HICP) ma być niższy niż 2%;
- tempo wzrostu gospodarczego (mierzone wzrostem realnego PKB) powinno mieścić się w przedziale 2–2,5% rocznie;
- szybkość obiegu pieniężnego (mierzona jako stosunek nominalnego PKB do agregatu M3) powinna zmniejszać się o około 0,5–1% każdego roku⁶⁸.

Powyższe założenia zostały ustalone na bazie rzeczywistych danych i trendów z przeszłości, przy czym uznano, że w przyszłości powinny być one kontynuowane. Na ich podstawie podjęto decyzję, że **wartość bazowa dla wzrostu agregatu M3 wyniesie 4,5% rocznie**⁶⁹. Wartość ta została podana do publicznej wiadomości w dniu 1 grudnia 1998r., ale Rada Zarządzająca EBC zobowiązała się ogłaszać corocznie wartość bazową dla wzrostu podaży pieniądza (oczywiście zawsze w odniesieniu do agregatu M3). Powyższa wysokość wartości bazowej (4,5% rocznie) została potwierdzona przez EBC także w kolejnych latach⁷⁰. Tym samym jest ona w dalszym ciągu obowiązująca, mimo iż tempo wzrostu gospodarczego w strefie euro uległo w ostatnich latach pewnemu spowolnieniu i spadło poniżej dolnej zakładanej granicy 2% (2001–2003). Biorąc jednak pod uwagę, że w latach wcześniejszych kształtowało się ono powyżej górnej granicy 2,5% (1998–2000), a w nieodległej perspektywie ponownie ma nastąpić powrót na ścieżkę szybszego wzrostu, można uznać, że w średnim okresie – a taki właśnie charakter mają powyższe założenia – przeciętne tempo wzrostu mieści się w założonym przedziale, a tym samym nie istnieją przesłanki przemawiające za zmianą wartości bazowej (tym bardziej, że pozostałe założenia – dotyczące szybkości obiegu pieniężnego – dokładnie sprawdzają się w rzeczywistości).

Należy zauważyć, że powyższe założenia mają określone implikacje dla interpretacji definicji stabilności cen (przyjętej przez EBC półtora miesiąca przed ogłoszeniem wartości bazowej dla wzrostu agregatu M3). Otóż, biorąc pod uwagę, że przyjęto średnie tempo wzrostu PKB na poziomie 2–2,5% rocznie oraz średnie tempo spadku szybkości obiegu pieniężnego na poziomie 0,5–1% rocznie, wówczas sumując wartości stanowiące środek jednego i drugiego przedziału (odpowiednio 2,25% i 0,75%) otrzymuje się wynik 3%, a tym samym – aby osiągnąć 4,5% – sformułowanie „poniżej 2%” (odnoszące się do pożądanego poziomu inflacji w strefie euro) powinno oznaczać 1,5% rocznie. To z kolei – zakładając, że jest to środek przedziału – oznaczałoby, że cel inflacyjny EBC powinien być interpretowany jako przedział pomiędzy 1% a 2% w skali roku⁷¹.

Przed ustaleniem wartości bazowej dla wzrostu agregatu M3 rozważane były dwa rozwiązania, a mianowicie określenie jej w formie konkretnej wielkości (liczby) albo dopuszczalnego przedziału wahań. Rada Zarządzająca EBC zdecydowała się na pierwszą z wymienionych możliwości, gdyż uznała, iż ewentualne ustalenie przedziału bazowego mogłoby być niewłaściwie interpretowane przez opinię publiczną, która mogłaby oczekiwać, że każdorazowe przekroczenie dolnej lub górnej granicy przedziału powinno skutkować automatycznie odpowiednią reakcją ze strony EBC (zmianą stóp procentowych). Taka sytuacja występowałaby oczywiście wówczas, gdyby wielkość wzrostu bazy pieniężnej była celem polityki pieniężnej prowadzonej w strefie euro. Tymczasem celem tym jest utrzymanie stabilności cen, a wartość bazowa – nie umniejszając jej ważnej roli – stanowi jedynie użyteczną wskazówkę dla decyzji z zakresu polityki pieniężnej podejmowanych w ramach Eurosystemu.

⁶⁸ Zob. ECB (1999a), s. 48–49.

⁶⁹ Zob. ECB (1998b).

⁷⁰ Zob. ECB Monthly Bulletin, December 1999; December 2000; December 2001; December 2002.

⁷¹ Zob. Svensson (1999b), s. 16.

Decyzje EBC z zakresu polityki pieniężnej (skutkujące głównie zmianami stóp procentowych) są podejmowane na bazie dokładnej i szczegółowej **analizy w ramach pierwszego filaru** (naturalnie z uwzględnieniem wyników analiz w ramach drugiego filaru). Prace analityczne w pierwszym filarze prowadzone są m. in. w oparciu o wartość bazową i wielkość wzrostu szerokiego agregatu pieniężnego M3, które – ze względu na istniejące powiązanie między nimi – są regularnie i bacznie obserwowane. Jeżeli stwierdzone zostanie odchylenie tego wzrostu od przyjętej wartości bazowej, wówczas dokonywana jest natychmiastowa szczegółowa analiza mająca na celu identyfikację i interpretację zaburzeń gospodarczych, które spowodowały to odchylenie. Jeżeli z analizy wynika, że zaburzenia te mogą zagrażać utrzymaniu stabilności cen, EBC podejmuje stosowne decyzje, aby temu przeciwdziałać. Wyniki analiz, które mają wpływ na decyzje z zakresu polityki pieniężnej, są wyjaśniane przez EBC opinii publicznej, dzięki czemu podejmowane decyzje są bardziej zrozumiałe i przejrzyste. Prezentowane wyjaśnienia opierają się naturalnie na wielkości wzrostu kluczowego agregatu M3 w stosunku do ogłoszonej wartości bazowej.

Należy zaznaczyć, że w ramach pierwszego filaru analizie podlega nie tylko agregat M3, lecz dokonywane są również analizy dotyczące innych agregatów pieniężnych, poszczególnych składników agregatu M3, a także ich odpowiedników w bilansach tzw. monetarnych instytucji finansowych ze strefy euro (do których zalicza się banki centralne, instytucje kredytowe i instytucje finansowe) – zwłaszcza agregatów kredytowych. Taka poszerzona analiza pozwala uzyskać lepszy ogólny obraz sytuacji, tj. kształtowania się wielkości agregatu M3 w stosunku do wartości bazowej, a ponadto stwarza szerszy kontekst dla badanych zjawisk poprzez dostarczanie informacji na temat warunków płynności w całej gospodarce (w tym zwłaszcza w sektorze finansowym) i ich konsekwencji dla stabilności cen. Stąd bierze się specjalny status, który EBC w swojej strategii polityki pieniężnej nadał analizie agregatów pieniężnych i kredytowych, jak też bilansów pośredników finansowych⁷².

3.2. Drugi filar strategii EBC

Drugi filar polityki pieniężnej realizowanej przez EBC stanowi szeroko zakrojona ocena ryzyka dotyczącego utrzymania stabilności cen w strefie euro oraz prognoz dotyczących kształtowania się cen. Ocena ta jest dokonywana na podstawie szczegółowych analiz ekonomiczno-finansowych, których wyniki – wraz z wynikami analiz monetarnych prowadzonych w ramach pierwszego filaru – są dla EBC podstawą do podejmowania decyzji z zakresu polityki pieniężnej. Znaczenie drugiego filaru wynika z faktu, że polityka pieniężna jest częścią szeroko rozumianej polityki ogólnogospodarczej, a nie żadną „samotną wyspą” – odizolowaną od reszty gospodarki, nie mającą z nią związku i rządzącą się własnymi prawami. Tym samym decyzje w ramach polityki pieniężnej nie mogą być podejmowane w oderwaniu od różnego rodzaju zjawisk zachodzących w gospodarce, lecz muszą być mocno osadzone w realiach makroekonomicznych. Stabilność cen – mimo iż jest zjawiskiem o pochodzeniu i charakterze monetarnym – zależy również od wielu czynników o charakterze niepieniężnym, które nie mogą być pomijane podczas dokonywania oceny zagrożeń dla utrzymania stabilności cen wynikających z różnego rodzaju zaburzeń gospodarczych. Przykładowo, aby właściwie ocenić tego typu ryzyko i być w stanie podjąć odpowiednie decyzje, niezbędna jest wiedza na temat przyczyn tych zaburzeń gospodarczych (wstrząs popytowy lub podażowy), ich pochodzenia (wstrząs wewnętrzny lub zewnętrzny), charakteru (wstrząs symetryczny lub asymetryczny), długości trwania (wstrząs przejściowy lub trwały) itp. Informacji takich nie dostarczają analizy dokonywane w ramach pierwszego filaru.

Ocena ryzyka dotyczącego utrzymania stabilności cen w strefie euro jest dokonywana na podstawie **analizy szerokiej gamy wskaźników ekonomicznych i finansowych**, które posiadają właściwości wiodących wskaźników (zmiennych ekonomicznych) w odniesieniu do przyszłego kształtowania się cen. Do zmiennych tych zalicza się m. in.:

⁷² Por. ECB (2000d), s.41; ECB (1999a), s. 49.

- płace,
- kurs walutowy,
- ceny obligacji i krzywą rentowności,
- różnego rodzaju mierniki działalności w sferze realnej,
- wskaźniki polityki fiskalnej,
- indeksy cenowe i kosztowe,
- wyniki badań ankietowych przeprowadzanych wśród przedsiębiorców i konsumentów⁷³.

Niektóre ze wskaźników wykorzystywanych w ramach drugiego filaru dotyczą czynników mających wpływ na stabilność cen w krótkim okresie. Mimo iż celem EBC jest utrzymanie tej stabilności w średnim okresie, to jednak czynniki te mają ważne znaczenie dla polityki pieniężnej, gdyż ich krótkookresowe działanie może zagrozić średniookresowej stabilności cen⁷⁴. Z kolei inne wskaźniki wskazują w sposób bardziej bezpośredni na ewentualne zagrożenia dla stabilności cen w średnim okresie. Przykładowo, powoli, ale konsekwentnie zmniejszająca się podaż siły roboczej na rynku pracy sygnalizuje wzrastającą presję na zwiększenie kosztów pracy, która z pewnym opóźnieniem będzie zapewne wywierała stopniowy, ale uporczywy wpływ na wzrost cen konsumpcyjnych. Generalnie, analizy w ramach drugiego filaru koncentrują się zwykle na efektach gry popytu i podaży oraz/lub presji kosztowej na zachowanie się cen na rynkach towarów, usług czy pracy. Ponadto, oprócz zmiennych ekonomicznych obserwowane i analizowane są także odpowiednie wskaźniki rynku finansowego (np. ceny aktywów finansowych – kontrakty *forward*, *futures*, opcje, *swapy*), które mogą zawierać informacje dotyczące oczekiwań co do przyszłego kształtowania się cen⁷⁵.

Drugi filar polityki pieniężnej EBC opiera się również na analizach **prognozy inflacji**, które są opracowywane i ogłaszane zarówno przez różne międzynarodowe organizacje, inne kompetentne władze i instytucje, uczestników rynku itp., jak też na własnych ocenach EBC w tym zakresie. Należy jednak zaznaczyć, że EBC nie tworzy prognoz w znaczeniu możliwie najlepszego przewidywania przyszłych wskaźników (*forecasts*), lecz raczej projekcje przyszłego rozwoju sytuacji oparte na założeniu niezmiennych stóp procentowych i kursów walutowych (*projections*). W szczególności, dwa razy do roku w ramach Eurosystemu przygotowywane są projekcje makroekonomiczne dla strefy euro, w których opracowanie zaangażowani są wspólnie eksperci EBC oraz narodowych banków centralnych. Generalnie, analizy i oceny prognoz inflacji są – obok analiz szerokiej gamy wskaźników ekonomiczno-finansowych – dopełnieniem prac analitycznych w ramach drugiego filaru, które jako całość uzupełniają prace analityczne o charakterze monetarnym w ramach pierwszego filaru i, jak wspomniano, są w strategii EBC punktem wyjścia do podejmowania decyzji z zakresu polityki pieniężnej⁷⁶.

3.3. Argumenty za i przeciw dwufilarowej strategii EBC

Zwolennicy omówionego powyżej podejścia przyjętego przez EBC przekonują, że istnieje wiele **argumentów przemawiających za przyjęciem dwufilarowej strategii polityki pieniężnej**. Argumenty te mają na celu potwierdzenie słuszności wyboru i zaprezentowanie racjonalnych podstaw, na której opiera się obrona strategia⁷⁷.

Jednym z głównych argumentów jest potrzeba silnego oparcia w świecie charakteryzującym się wszechobecną niepewnością. Banki centralne, podobnie jak wszystkie podmioty gospodarcze,

⁷³ Tamże; zob. także: ECB (2000c), s. 33-49.

⁷⁴ Szerzej na ten temat: ECB (1999c), s. 27-39.

⁷⁵ Szerzej na ten temat: ECB (2000b), s. 37-55; zob. także: Black, Scholes (1973), s. 637-654.

⁷⁶ Por. ECB (1999a), s. 49-50; ECB (2000d), s. 42-44.

⁷⁷ Por. tamże, s. 44-47.

funkcjonują w bardzo niepewnym otoczeniu, co wynika z wielu przyczyn, jak np. częściowa nieprzewidywalność zjawisk gospodarczych, niedoskonałość narzędzi służących ich mierzeniu i ocenie, niepewność co do zachowania regulatorów i podmiotów gospodarczych, różnorodność interpretacji i postrzegania dostępnych informacji itd. Skuteczność polityki pieniężnej w takich warunkach jest możliwa tylko wówczas, gdy podczas podejmowania decyzji w odpowiedni sposób uwzględniana będzie ta powszechna niepewność⁷⁸. Wymaga to od banków centralnych nieustannego sprawdzania i porównywania (*cross-checking*) sygnałów otrzymywanych z różnych źródeł, a także oceny dostępnych informacji oraz rozważania potencjalnych konsekwencji planowanych działań.

W związku z tym strategia polityki pieniężnej przyjęta przez EBC urzeczywistnia podejście oparte na możliwie najpełniejszej informacji, tzn. obejmuje nie tylko wszystkie niezbędne i dostępne informacje, ale również bierze pod uwagę różne – także rozbieżne – interpretacje tych informacji. Pozwala to zmniejszyć ryzyko błędów popełnianych w wyniku nadmiernego bazowania i polegania tylko na pojedynczych wskaźnikach lub modelach. Istniejące modele procesów inflacyjnych – nawet najbardziej zaawansowane i obejmujące szereg wskaźników – mają to do siebie, że lepiej lub gorzej opisują rzeczywistość, ale żaden z nich nie przedstawia jej w sposób zupełnie kompletny, a tym samym wymagają one stosownego uzupełnienia. Temu właśnie służyć ma istnienie dwóch różnych – wzajemnie uzupełniających się – filarów strategii przyjętej przez EBC. W opinii EBC niewłaściwe i błędne byłoby poleganie zarówno na samym pierwszym filarze, jak i bazowanie wyłącznie na drugim filarze; uzasadnione zaś jest ich łączne i jednoczesne stosowanie. Takie podejście wydaje się umożliwiać prowadzenie stabilnej i opartej na solidnych podstawach polityki pieniężnej w warunkach powszechnej niepewności.

EBC jest jednak świadomy, że – niezależnie od zasadności jednoczesnego prowadzenia analiz w ramach obu filarów – w rzeczywistości praktycznie niemożliwe jest połączenie tych dwóch form analiz w przejrzysty sposób w ramach tzw. jednolitego modelu analitycznego (*single analytical model*). Wynika to z istnienia naturalnej i nieuniknionej sprzeczności (lub wymienności) pomiędzy prostotą danego modelu a jego kompleksowością. Im bowiem model prostszy, tym bardziej zrozumiały i łatwiejszy do objaśnienia oraz zaprezentowania na zewnątrz (np. opinii publicznej), ale jednocześnie często zbyt ubogi i pomijający wiele istotnych informacji. Z kolei im model jest bardziej skomplikowany, tym bardziej całościowe i wszechstronne podejście prezentuje, ale tym większe istnieje ryzyko, że będzie on trudny do zrozumienia i ogarnięcia przez zewnętrznych obserwatorów. Tak więc ewentualne połączenie obu filarów w jeden model analityczny skutkowałooby tym, że cała strategia polityki pieniężnej stałaby się mało przejrzysta, albo też każdy z filarów musiałby zostać (nadmiernie) uproszczony – oczywiście ze szkodą dla całej strategii. W związku z tym EBC postanowił oprzeć swoją strategię polityki pieniężnej na dwóch odrębnych (ale powiązanych ze sobą) filarach, gdyż tylko takie podejście wydaje się możliwą do osiągnięcia równowagą pomiędzy przedstawionymi powyżej skrajnościami.

Obok argumentów przemawiających na korzyść podejścia przyjętego przez EBC, w literaturze przedmiotu prezentowana jest również **krytyka dwufilarowej strategii polityki pieniężnej**. EBC traktuje każdą krytykę – jeżeli jest konstruktywna – jako wartościową, ale również stara się ją odparować przedstawiając odpowiednie kontrargumenty⁷⁹.

Krytycy zarzucają EBC, że jego strategia polityki pieniężnej jest nieprzejrzysta z powodu istnienia dwóch filarów⁸⁰. Argumentują oni, że o ile w średnim i długim okresie bezsprzecznie istnieje rzeczywisty i silny związek pomiędzy wzrostem podaży pieniądza a poziomem inflacji, o tyle w krótkim okresie innowacje finansowe czynią to powiązanie praktycznie całkowicie nieprzewidywalnym. Istnieje więc przekonanie, że EBC będzie musiał często ignorować sygnały pochodzące z pierwszego filaru, tak jak to czynił Bundesbank w przeszłości. W związku z tym krytycy dwufilarowej strategii EBC doszli do wniosku, że powinien on przestać zważać na pierwszy filar i pomijać dostarczane stamtąd informacje, a skoncentrować się na informacjach pochodzących wyłącznie

⁷⁸ Szerzej na ten temat: Angeloni, Smets, Weber (red.) (2000).

⁷⁹ Zob. np. Issing, Gaspar, Angeloni, Tristani (2001), s. 108-111.

⁸⁰ Begg, Wyplosz, De Grauwe, Giavazzi, Uhling (1999).

z drugiego filaru. Zdarza się, że wprost formułowane są bezpośrednie opinie, iż jedynie drugi filar jest rzeczywiście potrzebny, natomiast pierwszy filar – jak pokazało już doświadczenie pierwszego roku funkcjonowania Eurosystemu – jest całkowicie zbędny, a ponadto jest poważnym źródłem dwuznaczności, sprzeczności i niekonsekwencji⁸¹.

Proponowane rozwiązanie wydaje się nie tylko zbyt radykalne, ale również dość pochopne. Wylimitowanie jednego filaru mogłoby się bowiem pozornie przyczynić do zwiększenia przejrzystości i zrozumiałości całej strategii, ale generalnie byłoby szkodliwe dla jej ostatecznego celu, czyli stabilności cen. Założenia krytyków nie są pozbawione realizmu (jeżeli chodzi o krótkookresowy wpływ innowacji finansowych), ale wniosek wyciągnięty na tej podstawie – aby całkowicie wykluczyć pierwszy filar ze strategii polityki pieniężnej – wydaje się zdecydowanie za daleko idący. Wniosek ten jest też sprzeczny z rozumowaniem, na podstawie którego został wyciągnięty, gdyż sami krytycy nie kwestionują istnienia średnio- i długookresowego związku pomiędzy wzrostem podaży pieniądza a poziomem inflacji (a ostateczny cel polityki EBC – stabilność cen – ma właśnie średniookresowy charakter). Ponadto krytycy wydają się nie uwzględniać faktu, że interpretacja informacji z pierwszego filaru jest dosyć elastyczna, a tym samym – jak już była o tym mowa – wzajemne relacje pomiędzy wzrostem podaży pieniądza (agregatu M3) a ustaloną wartością bazową stanowią jedynie cenną wskazówkę dla podejmowanych decyzji, a nie skutkują natychmiastowymi i automatycznymi działaniami dostosowawczymi ze strony EBC (nie są bowiem jedynym wskaźnikiem, na podstawie którego podejmowane są decyzje).

Kolejna krytyczna opinia pod adresem dwufilarowej strategii polityki pieniężnej EBC zwraca uwagę na fakt, że sygnały płynące z pierwszego i drugiego filaru mogą być sprzeczne. Nie musi to być jednak postrzegane jako ograniczenie tej strategii, lecz przeciwnie – jako jej zaleta. Ewentualna sprzeczność sygnałów wymaga bowiem znacznie większej czujności i zmusza do bardziej dogłębnej analizy niż w przypadku, gdyby były one zgodne. Należy również dodać, że otrzymywanie sprzecznych sygnałów z obu filarów jest nie tylko prawdopodobne, ale również naturalne, gdyż odzwierciedla złożoność procesów i mechanizmów funkcjonujących w gospodarce, pozwalając tym samym lepiej zrozumieć aktualną sytuację gospodarczą.

Inny zarzut dotyczy wspomnianej powyżej, a w opinii krytyków – nadmiernej – elastyczności EBC w interpretowaniu informacji dotyczących zachowania agregatów pieniężnych⁸². Uważają oni, że wartość bazowa dla wzrostu podaży pieniądza powinna być traktowana przez EBC z większą powagą jako wytyczna dla podejmowania decyzji z zakresu polityki pieniężnej. W szczególności zaś EBC powinien poświęcać więcej czasu na wyjaśnianie przyczyn powstania odchyień wzrostu podaży pieniądza od ustalonej wartości bazowej – zawsze kiedy takie odchylenia się pojawiają. Zdaniem krytyków nadmierna elastyczność interpretacyjna EBC wynika z bardzo szerokiego charakteru przyjętej strategii, która – przyjmując podejście „patrzenia na wszystko” – może skutkować prowadzeniem polityki pieniężnej w sposób całkowicie uznaniowy, a ponadto ukierunkowany krótkookresowo. O ile nie można całkowicie odmówić słuszności niektórym z powyższych argumentów, o tyle trudno zgodzić się z ostatnim z nich, jako że nieustannie podkreślana jest średniookresowa (a nie krótkookresowa) orientacja i ostateczny cel polityki prowadzonej przez EBC.

W literaturze przedmiotu można znaleźć również zarzuty dotyczące samego przyznania kluczowej roli pieniądzu, który w opinii niektórych krytyków jest niewłaściwym wskaźnikiem zarówno dla prowadzenia wewnętrznych prac analitycznych, jak i komunikowania się z otoczeniem zewnętrznym⁸³. Zgodnie z tym poglądem, a także na podstawie prostych modeli teoretycznych, pieniądź nie odgrywa żadnej istotnej roli w procesie polityki pieniężnej – ani w mechanizmie transmisyjnym, ani też jako zmienna informacyjna. EBC twierdzi jednak, że pieniądź nie musi odgrywać aktywnej roli w mechanizmie transmisyjnym, aby być użyteczną wytyczną dla polityki pieniężnej. Zwraca też uwagę, że w kontekście dużej niepewności dotyczącej jakości danych statystycznych odnoszących się do podstawowych wskaźników używanych w teorii transmisji

⁸¹ Svensson (2000), s. 4 i 7.

⁸² Neumann (1998); zob. także: EMU Monitor (1999).

⁸³ Svensson (1999a).

monetarnej, trudności w dokonywaniu ich pomiaru, a także opóźnień w ich oddziaływaniu, należy doceniać rolę zmiennych, takich jak pieniądź, których obserwacja przynosi terminowe i dokładne wyniki⁸⁴. Ponadto, w opinii EBC, biorąc pod uwagę potwierdzoną teoretycznie i empirycznie długookresową zależność pomiędzy wzrostem podaży pieniądza a inflacją, a jednocześnie niepewność dotyczącą krótkookresowego funkcjonowania mechanizmów transmisyjnych, ciężar udowodnienia swoich racji spoczywa nie na tych, którzy są przekonani o użytecznej roli pieniądza, lecz na tych, którzy temu zaprzeczają⁸⁵.

Jak wynika z powyższego, mimo iż strategia polityki pieniężnej jest dobrze uzasadniona merytorycznie i logicznie, nie brakuje głosów krytycznych i zarzutów formułowanych pod jej adresem. W związku z tym zgłaszane są również pewne alternatywne propozycje i rozwiązania, choć czasami postulowane koncepcje są całkowicie przeciwstawne, sprzeczne czy skrajne. W tym kontekście strategia przyjęta przez EBC wydaje się rozwiązaniem umiarkowanym i racjonalnym, które – choć nie jest awangardowe – odzwierciedla najnowsze osiągnięcia badań ekonomicznych, a ponadto – choć nie jest konserwatywne – uwzględnia także wieloletni dorobek badawczy z przeszłości. Strategia EBC oparta na dwóch filarach jest niewątpliwie rozwiązaniem nowatorskim, a tym samym – jak każde takie przedsięwzięcie – wzbudza liczne emocje, kontrowersje i krytykę. EBC, jak wspomniano, jest jednak otwarty na konstruktywną krytykę, co przejawia się m. in. w tym, że wspólnie z krytykami i oponentami stara się nieustannie uczestniczyć w debatach i dyskusjach podczas różnego rodzaju seminariów i konferencji naukowych, które również sam organizuje (np. *ECB Watchers Conferences* we Frankfurcie nad Menem). EBC wychodzi bowiem z założenia, że korzyści z wzajemnej wymiany poglądów pomiędzy władzami monetarnymi a środowiskiem akademickim mogą być bardzo znaczące, zwłaszcza w pierwszych latach po rozpoczęciu tak śmiałego – ale jednocześnie niebezpiecznego i ryzykownego – przedsięwzięcia jak unia walutowa⁸⁶.

Nowatorski charakter dwufilarowej strategii polityki pieniężnej przyjętej przez EBC sprawia, że nie mogła być ona sprawdzona wcześniej w praktyce, a tym samym nie było gwarancji, że będzie doskonale i zgodnie z założeniami funkcjonować w przyszłości. Jak się jednak wydaje, strategia ta – jak dotychczas – sprawdza się w rzeczywistości, co jednak bynajmniej nie oznacza, że jest ona rozwiązaniem niezmiennym i ustalonym raz na zawsze. Jak bowiem przyznają sami przedstawiciele EBC, w tym jego najwyższych władz, każde rozwiązanie musi być odpowiednio dostosowane do rzeczywistości, w której ma funkcjonować, w związku z czym zmieniająca się sytuacja – tj. postępy w rozumieniu procesów gospodarczych, coraz lepsze modele teoretyczne i dane statystyczne, zmiany strukturalne w strefie euro itp. – może w przyszłości wymagać stosowanych zmian w obecnej dwufilarowej strategii polityki pieniężnej. O ile jednak możliwe są zmiany w jej strukturze czy interpretacji, o tyle z całą pewnością przynajmniej jedna rzecz pozostanie niezmienna – zobowiązanie EBC do utrzymywania stabilności cen, które jest jedynym elementem tej strategii określonym obrazowo jako „wryte w kamieniu”⁸⁷.

⁸⁴ Zob. np. Coenen, Levin, Wieland (2001); zob. także: Orphanides (2000).

⁸⁵ Issing, Gaspar, Angeloni, Tristani (2001), s. 110.

⁸⁶ Por. Issing (1999a).

⁸⁷ Issing, Gaspar, Angeloni, Tristani (2001), s. 99 i 108.

4

Strategia komunikacyjna i przejrzystość działań EBC

Polityka pieniężna, aby była efektywna, musi być – mimo swojej złożoności – jasna i zrozumiała nie tylko dla tych, którzy ją prowadzą, ale również dla tych, na których bezpośrednio lub pośrednio oddziałuje. Każdy bank centralny powinien więc w odpowiedni sposób informować otoczenie zewnętrzne (opinię publiczną, rynki finansowe, podmioty gospodarcze itd.) o swoich decyzjach z zakresu polityki pieniężnej, jak również wyjaśniać przyczyny podjęcia takich a nie innych decyzji, wskazywać spodziewane efekty itp.

W związku z powyższym, jeszcze przed wprowadzeniem euro i jednolitej polityki pieniężnej, EIW wyraźnie wskazywał, że jedną z kluczowych kwestii w ramach przyszłej strategii EBC będzie komunikacja z otoczeniem zewnętrznym. W związku z tym, a także biorąc pod uwagę praktyczne doświadczenia banków centralnych UE, uznano, że strategia komunikacyjna EBC powinna zawierać następujące elementy:

- publiczne ogłoszenie celu (celów) polityki pieniężnej, a także przedstawienie szczegółów dotyczących ich genezy,
- regularne publikowanie danych i analiz, które mają istotne znaczenie z punktu widzenia polityki pieniężnej,
- wyjaśnianie przyczyn odchyień od założonego celu, a także działań podejmowanych w związku z tym przez EBC.

Ponadto, za niezbędne uznano posiadanie przez EBC odpowiedniej infrastruktury analitycznej i statystycznej (która mogłaby służyć zarówno podejmowaniu decyzji, jak i komunikacji)⁸⁸.

Podobne stanowisko przyjął również EBC, który uznał komunikację z otoczeniem zewnętrznym za trzeci – obok ilościowej definicji stabilności cen i dwóch filarów – podstawowy element swojej strategii polityki pieniężnej. Kluczową sprawą w odniesieniu do działań każdego banku centralnego jest bowiem ich **przejrzystość (transparency)**. W przypadku EBC jest to szczególnie ważne z kilku powodów. Po pierwsze, EBC jest instytucją stosunkowo nową, w związku z czym wciąż pracuje na swoją reputację, wiarygodność, a także pozyskanie zaufania rynków i społeczeństwa. Po drugie, polityka pieniężna EBC ma bardzo szeroki zasięg, a tym samym wzbudza naturalne zainteresowanie – nie tylko w strefie euro, ale również poza nią. Po trzecie, EBC został obdarzony bardzo dużą niezależnością w prowadzeniu polityki pieniężnej, co zobowiązuje go do publicznego przedstawiania swoich decyzji, działań i efektów dotyczących tej polityki.

W wąskim ujęciu przejrzystość można zdefiniować jako przekazywanie informacji dotyczących wewnętrznego procesu podejmowania decyzji, natomiast w szerszym – jako wyjaśnianie w jaki sposób wykorzystywana jest polityka pieniężna do osiągnięcia celów, które zostały jej postawione. Strategia polityki pieniężnej banku centralnego przyczynia się do zwiększenia przejrzystości jego działań, jeżeli zapewnia systematyczną **interakcję pomiędzy wewnętrznym procesem podejmowania decyzji a komunikacją z otoczeniem zewnętrznym**⁸⁹. Odnosi się to także do EBC, który – jak wspomniano – funkcjonuje na trzech poziomach (analitycznym, decyzyjnym i komunikacyjnym), kładąc przy tym nacisk, aby skierowane na zewnątrz działania na poziomie komunikacyjnym możliwie najbardziej odzwierciedlały wewnętrzny proces analityczno-decyzyjny.

Aby osiągnąć powyższy cel, strategia komunikacyjna banku centralnego musi znaleźć punkt **równowagi pomiędzy otwartością a prostotą przekazu**, co jest zadaniem niezwykle trud-

⁸⁸ Por. EMI (1997b), s.16-17; EMI (1997a), s. 11.

⁸⁹ ECB (2001), s. 56.

nym. Zachwianie tej równowagi – niezależnie w którą stronę – jest niewskazane i niepożądane. Nie jest więc właściwe podejście zakładające, że w ramach wewnętrznych procedur stosowane są bardzo skomplikowane metody analityczne, zaś decyzje z zakresu polityki pieniężnej prezentowane i objaśniane są na zewnątrz w zupełnie odmienny, tj. nadmiernie uproszczony. Tak samo mija się z celem przekazywanie wszelkich – istotnych i nieistotnych – informacji, gdyż stwarza to tzw. szum informacyjny, który zamazuje obraz sytuacji. Każde z takich skrajnych rozwiązań może skutkować mniejszym zrozumieniem podejmowanych decyzji i mniejszą przejrzystością prowadzonej polityki. Tak więc w przypadku EBC postanowiono, że wewnętrzne ramy prowadzenia prac analitycznych, na podstawie których podejmuje się decyzje z zakresu polityki pieniężnej, powinny być ściśle powiązane ze sposobem w jaki objaśnienia tych decyzji prezentuje się na zewnątrz. Istnieje nawet opinia, że gdyby przejrzystość prowadzonej polityki zdefiniować jako stopień w jakim wyjaśnienia decyzji przedstawiane opinii publicznej korespondują z wewnętrznymi procedurami leżącymi u podstaw tych decyzji, wówczas strategia EBC powinna być uznana za jedną z najbardziej przejrzystych na świecie⁹⁰.

Strategia komunikacyjna EBC opiera się zarówno na wykorzystywaniu środków, do których stosowania został formalnie zobowiązany, jak również innych – wprowadzonych z własnej inicjatywy. Przykładem mogą być postanowienia Statutu ESBC dotyczące **obowiązków sprawozdawczych EBC** (art. 15). Zgodnie z nimi, EBC jest zobowiązany do opracowywania Raportu Rocznego (zarówno za rok poprzedni i bieżący), a także publikowania sprawozdania z działalności ESBC (raz na kwartał) i skonsolidowanego bilansu Eurosystemu (co tydzień). Wychodząc poza te obowiązki EBC zdecydował się również do regularnego publikowania Biuletynów Miesięcznych, w których przedstawia m. in. ocenę sytuacji gospodarczej, na podstawie której podejmowane są decyzje z zakresu polityki pieniężnej w strefie euro, a także różnego rodzaju artykuły dotyczące spraw, które mają szczególne znaczenie z punktu widzenia tej polityki.

Klasycznym elementem każdej strategii komunikacyjnej, także EBC, są **konferencje prasowe**. W tym zakresie Prezes i Wiceprezes EBC zwołują konferencję prasową zawsze bezpośrednio po każdym pierwszym posiedzeniu Rady Zarządzającej EBC w danym miesiącu⁹¹. W swoim wprowadzającym oświadczeniu (*introductory statement*) Prezes EBC przedstawia decyzje Rady z zakresu polityki pieniężnej i ich przesłanki (ocenę dotyczącą rozwoju sytuacji gospodarczej i ewentualnych zagrożeń dla stabilności cen), jak również inne kwestie omawiane podczas posiedzenia. Po oświadczeniu następuje standardowa sesja pytań i odpowiedzi z udziałem dziennikarzy i kierownictwa EBC. Transkrypcje z konferencji prasowych są zamieszczane jeszcze tego samego dnia na stronie internetowej EBC (www.ecb.int), co zapewnia komunikację niemalże w czasie rzeczywistym (*real-time communication*).

Innym ważnym elementem strategii komunikacyjnej EBC jest prowadzona na szeroką skalę **działalność analityczna i dydaktyczna**. Prace badawcze i analityczne prowadzone przez ekspertów EBC, dotyczące różnego rodzaju aspektów polityki pieniężnej (szczególnie takich, które mogłyby być przedmiotem publicznego zainteresowania), są wydawane w ramach określonych serii publikacji EBC – zarówno bieżących (*Working Papers*), jak i specjalnych (*Occasional Papers*). Są one również udostępniane publicznie na stronie internetowej EBC. Ponadto, eksperci EBC, w tym również członkowie Rady Zarządzającej, biorą udział w bardzo wielu konferencjach, seminariach, warsztatach itp., podczas których wygłaszają przemówienia (których treść jest również dostępna na stronie internetowej EBC), a także uczestniczą w dyskusjach i wymianie poglądów z przedstawicielami środowiska akademickiego, różnego rodzaju instytucji, uczestnikami rynków itd. EBC organizuje również swoje własne konferencje naukowe, liczne oficjalne i robocze wizyty, w których biorą udział eksperci z bardzo wielu instytucji z całego świata.

Należy również wspomnieć, że zgodnie ze strategią komunikacyjną EBC, przejrzystość polityki pieniężnej wymaga także **publikowania danych statystycznych**. Statut ESBC przewiduje, że

⁹⁰ ECB (2000d), s. 47.

⁹¹ W okresie od stycznia 1999 r. do października 2001 r. decyzje z zakresu polityki pieniężnej były podejmowane co dwa tygodnie. Jednak w dniu 8 listopada 2001 r. Rada Zarządzająca postanowiła, że decyzje dotyczące stóp procentowych będą podejmowane tylko raz w miesiącu – na pierwszym posiedzeniu Rady w każdym miesiącu, natomiast drugie posiedzenie poświęcane będzie sprawom dotyczącym innych zadań i obowiązków EBC oraz Eurosystemu.

w celu realizacji powierzonych mu zadań EBC – wspomagany przez narodowe banki centralne – powinien gromadzić niezbędne informacje statystyczne (od kompetentnych władz krajowych lub od podmiotów gospodarczych), współpracując w tym zakresie także z innymi instytucjami i organami wspólnotowymi oraz z organizacjami międzynarodowymi (art. 5). EBC gromadzi bardzo szeroki wachlarz informacji statystycznych – dane z zakresu statystyki bankowej i pieniężnej, bilansu płatniczego, międzynarodowej pozycji inwestycyjnej, rachunków finansowych itd.⁹² Jak ocenia sam EBC, rzetelne, wyczerpujące i terminowe publikowanie powyższych danych umożliwia mu dzielenie się z otoczeniem zewnętrznym posiadanymi informacjami na temat rozwoju sytuacji gospodarczej w strefie euro, a tym samym ułatwia i wspiera przekazywanie informacji dotyczących decyzji z zakresu polityki pieniężnej podejmowanych przez Radę Zarządzającą⁹³.

Tabela 2 Elementy strategii komunikacyjnej EBC

Częstotliwość	Publikacje	Informacje prasowe	Forma dystrybucji
raz do roku	Raport Roczny		strona internetowa EBC, informacja dla mediów
raz na kwartał	sprawozdanie z działalności ESBC		strona internetowa EBC, informacja dla mediów
raz w miesiącu	Biuletyn Miesięczny	decyzje z zakresu polityki pieniężnej (dotyczące zmiany lub utrzymania poziomu oficjalnych stóp procentowych)*	depesze prasowe, strona internetowa EBC
		Oświadczenie wprowadzające Prezesa EBC podczas konferencji prasowych	strona internetowa EBC, informacja dla mediów
		Transkrypcja z sesji pytań i odpowiedzi podczas konferencji prasowych	strona internetowa EBC
		kluczowe elementy miesięcznego bilansu płatniczego strona	internetowa EBC
		dane dotyczące rozwoju zjawisk monetarnych w strefie euro	depesze prasowe, strona internetowa EBC
		dane statystyczne dotyczące papierów wartościowych	strona internetowa EBC
		co tydzień	
Okazjonalnie	przemówienia Prezesa i członków Zarządu EBC		strona internetowa EBC
	transkrypcje z przesłuchań w Parlamencie Europejskim		strona internetowa EBC
	raporty, zeszyty robocze, zeszyty specjalne		strona internetowa EBC

* Od listopada 2001 r. (wcześniej co dwa tygodnie).

Źródło: O. Issing, V. Gaspar, I. Angeloni, O. Tristani, Monetary policy in the euro area. Strategy and decision making at the European Central Bank, Cambridge University Press, Cambridge 2001, s. 140.

⁹² Szerzej na ten temat: ECB (2000a). Zob. także: EMI (1996a), EMI (1996b).

⁹³ ECB (2001), s. 57.

Jak wynika z powyższego, EBC stara się – m. in. poprzez wymienione formy komunikacji – zapewnić jak najwyższy stopień przejrzystości swoich działań, co jest istotne, gdyż przejrzystość wiąże się także z odpowiedzialnością⁹⁴ (zob. część 5). Należy jednak zwrócić uwagę na pewne problemy komunikacyjne dotyczące EBC, które wynikają zarówno z jego międzynarodowego charakteru, jak i zdecentralizowanej federalnej struktury organizacyjnej. Zalicza się do nich:

- **wielość języków** – która jest zjawiskiem bezprecedensowym i zupełnie nieporównywalnym z doświadczeniami innych banków centralnych na świecie (z czym wiąże się m. in. konieczność wykonywania ogromnych prac translatorskich, a także ryzyko nieścisłości w tłumaczeniach);
- **wielość konwencji komunikacyjnych** – która wynika z faktu, że jedna i ta sama informacja – nawet jeżeli zostanie doskonale i bezbłędnie przetłumaczona na różne języki – może być zupełnie inaczej odbierana i postrzegana w poszczególnych państwach członkowskich, biorąc pod uwagę ich odmienne doświadczenia, priorytety czy tradycje narodowe (co z kolei może być źródłem różnego rodzaju nieporozumień);
- **wielość nadawców komunikatów** – która wynika z założenia, że komunikacja z rynkami i opinią publiczną nie powinna być nadmiernie scentralizowana (tj. ograniczona np. do Prezesa EBC), lecz raczej zdecentralizowana (tj. obejmująca szerszy krąg osób – np. także członków Rady Zarządzającej EBC czy prezesów narodowych banków centralnych)⁹⁵.

Powszechnie uważa się, że instytucje i organizacje o dużych rozmiarach i złożonej strukturze organizacyjnej, takie jak np. ESBC, powinny bezwzględnie stosować taktykę „przemawiania jednym głosem” na forum publicznym (niezależnie od wewnętrznych różnic w poglądach). Nie podważając co do zasady słuszności tego twierdzenia, należy jednak zauważyć – w odniesieniu do ostatniego z wymienionych powyżej problemów komunikacyjnych – że mnogość wyrażanych poglądów nie musi być konieczną wadą, co potwierdzają zarówno doświadczenia brytyjskie (Komitet Polityki Pieniężnej), jak i amerykańskie (Federalny Komitet Otwartego Rynku). Przeciwnie, publiczna wymiana poglądów ekspertów tej samej instytucji może być postrzegana bardzo pozytywnie – jako przykład otwartej i zdrowej wymiany różnych (czasami nawet rozbieżnych i przeciwstawnych) poglądów, co w przypadku tak skomplikowanego zagadnienia jak polityka pieniężna jest zupełnie naturalne i zrozumiałe. Możliwość swobodnej wymiany poglądów świadczy również o demokratycznym charakterze danej instytucji, w której oczywiście ostateczną decyzję i tak podejmuje uprawniony do tego organ.

Mimo najlepszych starań EBC, aby zapewnić możliwie największą przejrzystość swych działań, jego strategia komunikacyjna spotyka się czasami z **krytyką**. Po pierwsze, zarzut o charakterze fundamentalnym dotyczy tego, że EBC nie publikuje – jak inne banki centralne – klasycznych prognoz inflacyjnych (*inflation forecasts*)⁹⁶. Po drugie, krytykowane było także niepublikowanie przez pierwsze dwa lata istnienia UGW wewnętrznych projekcji makroekonomicznych EBC. Po trzecie, czasami zarzuca się EBC, że nie publikuje protokołów (*minutes*) z posiedzeń Rady Zarządzającej.

EBC stara się odpierać powyższe zarzuty i krytykę przedstawiając racjonalne **kontrargumenty**. I tak, jeżeli chodzi o pierwszy z powyższych zarzutów, to – jak już była o tym mowa – EBC świadomie nie tworzy prognoz inflacyjnych w ścisłym tego słowa znaczeniu, lecz raczej projekcje przyszłego rozwoju sytuacji (*economic projections*). Ponadto, w opinii EBC nadmiernym uproszczeniem jest powiązanie (nie) publikowania prognoz inflacyjnych z (nie) przejrzystością działań banku centralnego. Prognozy inflacyjne, choć pełnią pewną użyteczną rolę, mają bowiem dość ograniczony wpływ na decyzje z zakresu polityki pieniężnej, które zależą także od wielu innych czynników (np. tego jak szybko – w przypadku odchylenia od celu – planuje się powrót do sytuacji stabilności cen). Jeżeli zaś chodzi o kolejny zarzut, to istotnie EBC zaczął publikować swoje projekcje makroekonomiczne w grudniu 2000 r., ale wynikało to głównie z istniejącej w początkowym okresie dużej niepewności co do rozwoju sytuacji w strefie euro, wynikającej z poważnych zmian struktural-

⁹⁴ Zob. np. Issing, Angeloni (1999); Issing (1999b), s. 503-519.

⁹⁵ Por. Padoa-Schioppa (2000).

⁹⁶ Zob. np. Svensson (1999b).

nych, które w niej zaszły w związku z przejściem do trzeciego etapu UGW. Tym samym istniały wątpliwości czy ewentualna publikacja projekcji przyniosłaby więcej pożytku czy szkody. Wreszcie, odnosząc się do ostatniego zarzutu, EBC nie uważa, aby publikowanie absolutnie każdego jego wewnętrznego dokumentu było konieczne i użyteczne. Miałoby to uzasadnienie jedynie wówczas, gdyby wносиło coś nowego ponad to co zostało już podane do publicznej wiadomości (np. w oświadczeniach Prezesa EBC podczas konferencji prasowych, które są następnie udostępniane na stronach internetowych). Natomiast publikowanie różnych dokumentów zawierających praktycznie te same informacje wydaje się mijać z celem⁹⁷.

Na zakończenie należy dodać, że w literaturze przedmiotu spotykane są również argumenty przemawiające za nieujawnianiem przez banki centralne wszystkich posiadanych informacji, lecz zachowywaniem części z nich w tajemnicy⁹⁸. Jak się wydaje, podejście to daje się pogodzić z koncepcją możliwie największej przejrzystości, pod warunkiem jednak, że zachowane zostaną odpowiednie proporcje pomiędzy informacjami podawanymi i nie podawanymi do wiadomości publicznej, a także gdy zarówno przekazywanie, jak i nieprzekazywanie wiadomości będzie zawsze w dobrej wierze (to ostatnie dotyczy informacji, które mogłyby spowodować więcej strat niż korzyści, wprowadzać w błąd albo przyczynić się do powstania niepotrzebnego zamieszania).

⁹⁷ Por. Issing, Gaspar, Angeloni, Tristan (2001), s. 136 i 142-143.

⁹⁸ Szerzej na ten temat: Goodfriend (1986), s. 63-92.

5

Niezależność i odpowiedzialność EBC

Swoistym fundamentem, na którym oparta została cała strategia i filozofia polityki pieniężnej w strefie euro jest niezależność banku centralnego. Jest ona również dodatkowym kryterium – dopełniającym ilościowe kryteria zbieżności – którego wypełnienie umożliwia przystąpienie do strefy euro. Niezależność banku centralnego to tematyka na tyle złożona i obszerna, a ponadto wzbudzająca różnego rodzaju kontrowersje, że wymaga osobnego omówienia. Jest to tym bardziej istotne, że właśnie sprawa niezależności banku centralnego stała się jedną z najmocniej akcentowanych kwestii w procesie tworzenia, a następnie funkcjonowania EBC i ESBC.

5.1. Argumenty za i przeciw niezależności banku centralnego

Problem niezależności banku centralnego stał się – zwłaszcza w ostatniej dekadzie – jedynym z najbardziej dynamicznie rozwijających się obszarów badawczych w ekonomii, jak również w politologii. Wzrost zainteresowania tą problematyką obserwowany jest zarówno w państwach rozwiniętych, jak i rozwijających się. Decydujący wpływ na wzrost zainteresowania problematyką niezależności banku centralnego miały procesy gospodarcze i polityczne mające w kilku ostatnich dekadach:

- stagflacja lat siedemdziesiątych i wysunięcie walki z inflacją na czołowe miejsce w strukturze celów polityki ekonomicznej,
- obserwowane w wielu państwach (zarówno rozwiniętych, jak i rozwijających się) przesunięcie władzy w państwie w stronę banku centralnego polegające na zwiększeniu jego odpowiedzialności za prowadzenie polityki pieniężnej,
- nowe impulsy w integracji zachodnioeuropejskiej i perspektywa utworzenia EBC jako instytucji odpowiedzialnej za politykę pieniężną w strefie euro,
- przebieg procesów transformacyjnych w państwach Europy Środkowej i Wschodniej sugerujący, że – oprócz innych czynników – na ich powodzenie może mieć wpływ także stopień niezależności banku centralnego⁹⁹.

Rozważania na temat niezależności banku centralnego należy rozpocząć od uściślenia samego pojęcia, które bywa różnie pojmowane. Przede wszystkim należy wyróżnić dwa podstawowe aspekty składające się na tę niezależność. Z jednej strony, chodzi o zakres odpowiedzialności banku centralnego w sensie **przedmiotowym** (*responsibility*), czyli określenie spraw, za które bank odpowiada. Z drugiej strony, chodzi natomiast o odpowiedzialność banku centralnego w sensie **podmiotowym** (*accountability*), czyli określenia przed kim jest on odpowiedzialny za swoją politykę¹⁰⁰.

Innym podziałem niezależności banku centralnego jest rozróżnienie niezależności prawnej (formalnej) i rzeczywistej¹⁰¹. Zgodnie z tą klasyfikacją, **niezależność prawna** wynika z przepisów obowiązującego w danym państwie ustawodawstwa, natomiast **rzeczywista niezależność** jest obserwowana i stwierdzana na podstawie praktyki oraz niepisanych zwyczajów, które są swoistym

⁹⁹ Por. Wojtyła (1994b), s. 82 i 83.

¹⁰⁰ Tamże, s.83. Zob. także: Zulu, McCarthy (1994).

¹⁰¹ Cukierman (1992).

uzupełnieniem istniejącego prawodawstwa (wypełniając np. luki prawne), choć czasami mogą je również naruszać.

Niezależność banku centralnego dzieli się również na polityczną i ekonomiczną¹⁰². Pod pojęciem **niezależności politycznej** rozumie się możliwość podejmowania decyzji co do ostatecznego celu polityki pieniężnej, jakim może być stopa inflacji bądź poziom aktywności gospodarczej. Niezależność polityczna określana jest m. in. przez procedurę mianowania członków zarządu, relacje między władzami banku centralnego a rządem oraz formalno-prawny zakres odpowiedzialności banku centralnego. Natomiast pod pojęciem **niezależności ekonomicznej** rozumie się swobodę wyboru narzędzi (instrumentów) służących realizacji celów. Niezależność ekonomiczna określana jest m. in. przez możliwość wpływania przez rząd na wielkość kredytów zaciąganych w banku centralnym oraz naturę instrumentów pieniężnych znajdujących się pod kontrolą banku centralnego. Należy przy tym zaznaczyć, że duża (mała) niezależność polityczna nie oznacza automatycznie dużej (małej) niezależności ekonomicznej. Oba rodzaje niezależności są bowiem skorelowane zarówno dodatnio, jak i ujemnie. Tym samym banki centralne w poszczególnych państwach zaliczyć można do jednej z czterech grup:

- wysokiej niezależności politycznej i ekonomicznej (Niemcy, Szwajcaria, USA, Kanada, Holandia),
- wysokiej niezależności politycznej, ale niskiej niezależności ekonomicznej (Włochy),
- niskiej niezależności politycznej, ale wysokiej niezależności ekonomicznej (Australia, Austria, Dania, Irlandia, Francja, Belgia, Japonia, Wielka Brytania),
- niskiej niezależności politycznej i ekonomicznej (Grecja, Hiszpania, Portugalia, Nowa Zelandia)¹⁰³.

Analizując zagadnienia niezależności banku centralnego zwraca się zwłaszcza uwagę na następujące cztery aspekty:

- **niezależność funkcjonalną**, czyli uprawnienia i zdolność banku centralnego do wykonywania powierzonych mu funkcji, a więc kształtowania i realizacji polityki pieniężnej, a także samodzielnego podejmowania decyzji w wypełnianiu pozostałych funkcji statutowych;
- **niezależność instytucjonalną** określoną przede wszystkim przez usytuowanie banku centralnego w systemie organów państwa i określenie zasad współpracy pomiędzy bankiem centralnym a organami państwowymi (rządem, parlamentem itd.);
- **niezależność personalną**, czyli sposób powoływania i odwoływania statutowych władz banku centralnego, zapewnienie ciągłości i nienaruszalności ich kadencji itp.;
- **niezależność finansową**, czyli trwałe określenie zasad i podziału funduszy banku centralnego, zapewniające jego samodzielność finansową oraz wykluczające możliwość wywierania nacisku finansowego na jego decyzje¹⁰⁴.

W literaturze przedmiotu, zarówno zagranicznej, jak i polskiej, spotyka się liczne argumenty zarówno za niezależnością banku centralnego, jak i przeciwko niej. W tym celu tworzone są różnego rodzaju **wskaźniki niezależności**, które ogólnie można podzielić na **prawne i pozaprawne**. Prawne wskaźniki są obliczane poprzez przypisanie punktacji odpowiedziom na pytania, których można udzielić na podstawie odpowiednich zapisów w aktach prawnych (ustawach bankowych, statucie banku centralnego itp.). Natomiast miary pozaprawne są stosowane do mierzenia faktycznej niezależności banku centralnego poprzez badanie różnych jej przejawów, jak np. częstotliwość zmian na stanowisku prezesa czy sposób zaangażowania w walkę z inflacją. Uznaje się, że miary prawne są dobrym wyznacznikiem niezależności banku centralnego w państwach rozwiniętych, na-

¹⁰² Zob. Grilli, Masciandro, Tabellini (1991a), s. 341-392; Debelle, Fischer (1994), s. 195-221; Fischer (1995), s. 201-206.

¹⁰³ Por. Wojtyła (1994a) [za:] Grilli, Masciandro, Tabellini (1991b).

¹⁰⁴ Por. np. Fischer (1995), s. 201-206; Baka (1995), s. 87.

tomiast w przypadku państw rozwijających się powinny być stosowane raczej wskaźniki pozaprawne (rotacja na stanowisku prezesa, polityczna wrażliwość banku centralnego itp.)¹⁰⁵.

Jeśli chodzi o argumentację na rzecz niezależności banku centralnego, to występują dwie linie tej argumentacji. Jedną z nich opiera się na analizie przyczynowo-skutkowej i wskazuje, że **niezależny bank centralny jest bardziej odporny na naciski polityczne** – wyrażające się m. in. w presji na obniżanie stóp procentowych i zwiększanie podaży pieniądza ponad dopuszczalne granice w okresach poprzedzających wybory parlamentarne czy prezydenckie, aniżeli bank centralny zależny od rządu, prezydenta, parlamentu czy innych instytucji politycznych. Bank centralny uwolniony od presji kalendarza politycznego nie musi działać doraźnie, lecz może planować swe działania bardziej długofalowo i opierać swoje decyzje na bardziej obiektywnej ocenie sytuacji, realistycznych prognozach oraz racjonalnych przesłankach wyboru i przez to przyczyniać do rozwiązywania rzeczywistych problemów społeczno-ekonomicznych. Niezależny bank centralny ma również znacznie większe szanse na pozyskanie społecznego zaufania, co ma zasadnicze znaczenie dla prowadzenia zdrowej i skutecznej polityki pieniężnej¹⁰⁶.

Druga linia argumentacji na rzecz niezależności banku centralnego opiera się na badaniach **korelacji między stopniem niezależności banku centralnego a konkretnymi wielkościami makroekonomicznymi** (poziomem inflacji, wzrostu gospodarczego, deficytu budżetowego). Zdecydowanie najczęściej badaną zależnością była korelacja między niezależnością banku centralnego a inflacją, co wynikało z wysunięcia pod koniec lat siedemdziesiątych walki z inflacją na czołowe miejsce w hierarchii celów polityki makroekonomicznej, a także uznania stabilności cen jako podstawowego celu europejskich banków centralnych (w tym ESBC). W badaniach tych zwracano uwagę przede wszystkim na związek między stopniem niezależności banku centralnego a poziomem inflacji oraz zmiennością inflacji.

Jeżeli chodzi o **zmienność inflacji**, to jej wahania ulegają nasileniu, jeśli rząd zmienia się regularnie i jeśli władze monetarne są zdominowane przez wybieranych polityków. Natomiast stosunkowo niezależny bank centralny nie musi zmieniać swojej polityki w związku z wyłonieniem nowego rządu. Tak więc niezależność banku centralnego może się przyczynić do redukcji zmienności inflacji w dłuższym okresie¹⁰⁷.

Jeżeli natomiast chodzi o związek między stopniem niezależności banku centralnego a **poziomem inflacji**, to empiryczne badania dotyczące powyższej korelacji zostały przeprowadzone przez bardzo wielu uznanych ekspertów, takich jak np.: Grilli, Masciandro i Tabellini (1991a); Cukierman, Webb i Neyapti (1992); Pollard (1993); Giovannini (1993); Alesina i Summers (1993); Capié, Mills i Wood (1994); De Haan, Eijffinger i in. (1993, 1994, 1995, 1996). Generalny wniosek z tych badań jest następujący: między niezależnością banku centralnego a poziomem inflacji występuje wyraźna ujemna korelacja, tzn. **niższa inflacja występuje w państwach, w których bank centralny jest bardziej niezależny** (jak np. Niemcy, Szwajcaria, Stany Zjednoczone), natomiast wyższa inflacja występuje w państwach, w których bank centralny jest mniej niezależny (jak np. Nowa Zelandia, Hiszpania, Włochy) (zob. wykres 1).

Powyższe badania przeprowadzone dla ponad trzydziestoletniego okresu wskazują na występowanie wyraźnej odwrotnie proporcjonalnej zależności między poziomem inflacji a niezależnością banku centralnego. Jednakże **bardziej szczegółowa analiza nie daje już tak jednoznacznych wyników**. Przykładowo, Giovannini pokazał tę samą zależność (co prawda w nieco innej skali, ale merytorycznie równoznacznej) również dla trzydziestoletniego okresu, z tym, że podzielonego na trzy podokresy – lata sześćdziesiąte, siedemdziesiąte i osiemdziesiąte (zob. wykres 2).

Jak widać, w latach sześćdziesiątych, czyli w okresie funkcjonowania systemu z Bretton Woods, praktycznie nie występowała sugerowana zależność. Wynikało to z faktu, że w systemie kursów stałych państwa były zaangażowane w osiągnięcie celu stabilnego kursu walutowego i miały

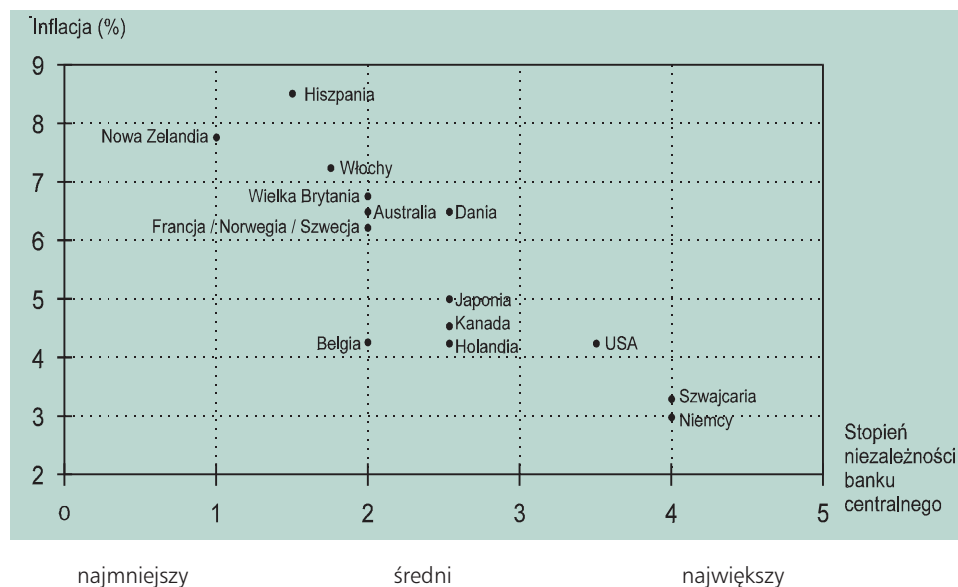
¹⁰⁵ Hutterski (2000), s. 33 i 69.

¹⁰⁶ Baka (1995).

¹⁰⁷ Hutterski (2000), s. 69-70.

niewiele przestrzeni na prowadzenie niezależnej polityki pieniężnej. Ponadto, w okresie stałych kursów walutowych w latach 1955-1966 stopy inflacji były generalnie niskie, w związku z czym stopień niezależności poszczególnych banków centralnych nie mógł mieć znaczącego wpływu na poziom inflacji¹⁰⁸.

Wykres 1 Zależność między poziomem inflacji a niezależnością banku centralnego w wybranych państwach (1955-1988)



Źródło: P. S. Pollard, Central bank independence and economic performance, Federal Reserve Bank of St. Louis Review, July/ August 1993.

Najsilniejsza ujemna korelacja pomiędzy niezależnością banku centralnego i wysokością inflacji – zgodna z wynikami przedstawionymi na wykresie 1 – została zaobserwowana przede wszystkim w latach siedemdziesiątych, kiedy to po załamaniu się systemu z Bretton Woods nastąpiło upłynnienie kursów walutowych. Po pierwszym kryzysie naftowym (w 1973 r.) nastąpiło znaczne zróżnicowanie poziomu stóp inflacji w poszczególnych państwach, w związku z czym zaistniały warunki pozwalające ocenić ewentualny wpływ stopnia niezależności ich banków centralnych na poziom inflacji.

W latach osiemdziesiątych, czyli w okresie funkcjonowania ESW, badany związek między inflacją a niezależnością banku centralnego był już wyraźnie słabszy niż w poprzedniej dekadzie, ale znacznie silniejszy niż w latach sześćdziesiątych. Jak się ocenia, lata po 1979 r. – mimo iż kontynuowano wówczas politykę kursów płynnych – przypominały sytuację z okresu stałych kursów walutowych¹⁰⁹. Niektórzy badacze sugerowali istnienie wyraźniejszego związku w pierwszym etapie funkcjonowania ESW (1979-1983), kiedy polityka pieniężna została podporządkowana celowi stabilizowania kursów walutowych, niż w jego pozostałych okresach (zob. punkt 3.3.), ale większość badań nie potwierdziło tej różnicy. Generalnie ocenia się, że obniżanie inflacji w latach osiemdziesiątych nie było powiązane z powszechnym wzrostem niezależności banków centralnych, lecz raczej z radykalną zmianą podejścia do sposobu prowadzenia polityki gospodarczej, która miała miejsce pod koniec lat siedemdziesiątych. Przejawiała się ona zmianą głównego celu polityki gospodarczej – z dążenia do zapewnienia i utrzymania wysokiego zatrudnienia (tradycyjnego celu od zakończenia drugiej wojny światowej) na rzecz bezwzględnej walki z inflacją¹¹⁰.

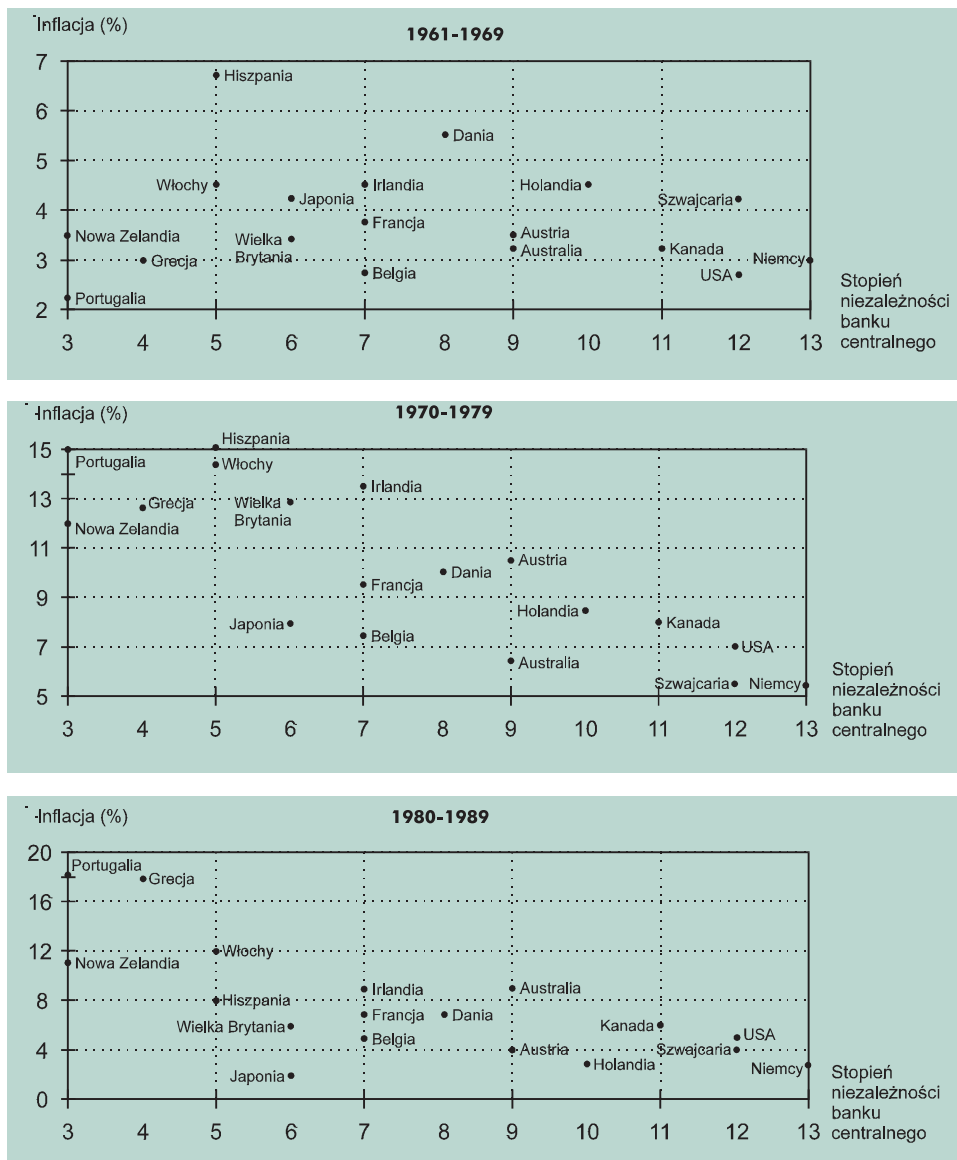
Uzupełniając wyniki powyższych badań, należy dodać, że również w latach dziewięćdziesiątych nie jest łatwo jednoznacznie dowieść istnienia ujemnej korelacji pomiędzy niezależnością

¹⁰⁷ Tamże, s. 62.

¹⁰⁸ Por. Doyle, Weale (1994).

¹⁰⁹ Pivetti (1996), s. 81-104.

Wykres 2 Zależność między poziomem inflacji a niezależnością banku centralnego w wybranych państwach (1961-1989)



Źródło: A. Giovannini, Central banking in a monetary union: reflections on the proposed statute of the European Central Bank, Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy, Vol. 38/1993.

banku centralnego i poziomem inflacji. Wprawdzie w drugiej połowie tejże dekady nastąpiła wyraźna redukcja stóp inflacji w państwach członkowskich UE, a także istotny wzrost niezależności ich banków centralnych, ale – jak się wydaje – nie istniał pomiędzy tymi zjawiskami związek przyczynowo-skutkowy. Jedno i drugie zjawisko było bowiem rezultatem formalnych wymogów związanych z przyjęciem jednolitej waluty i przystąpieniem do strefy euro (spełnienie kryteriów zbieżności, w tym kryterium inflacyjnego, a także konieczność zapewnienia pełnej niezależności narodowym bankom centralnym).

W odniesieniu do omówionych powyżej wyników badań empirycznych należy wyjaśnić, że zdecydowana większość z nich traktuje niezależność banku centralnego jako całość, a tylko nieliczne próbują zbadać **wpływ poszczególnych składników niezależności** (tj. niezależności w wyborze celu, w wyborze instrumentów, w obsadzie władz) **na poziom inflacji**. Wynika z nich, że największe znaczenie, a tym samym wpływ na poziom inflacji ma niezależność w wyborze instru-

mentów polityki pieniężnej, także niezależność w wyborze celu inflacyjnego, natomiast niezależność w obsadzie władz nie ma pod tym względem większego znaczenia¹¹¹.

Z kolei przeciwnicy nadmiernej niezależności banku centralnego zdecydowanie zaprzeczają twierdzeniom, jakoby niska inflacja była wynikiem zwiększonej niezależności banku centralnego. Istnieją opinie, że niezależność jest wystarczającym, ale nie koniecznym, warunkiem niskiej inflacji¹¹². Jednak najbardziej krytyczne oceny pod tym względem formułuje przede wszystkim Posen¹¹³, który przeprowadził szczegółową analizę dotyczącą 17 najbardziej rozwiniętych państw świata w okresie powojennym i stwierdził, że **nie ma żadnego mechanizmu, który mógłby wyjaśnić antyinflacyjny efekt niezależności banku centralnego, a więc nie można utrzymywać, że właśnie ta niezależność jest znaczącą przyczyną niskiej inflacji**. Według niego występowanie wyraźnej statystycznej korelacji między tymi zjawiskami – której bynajmniej nie kwestionuje – ma swoje źródło w sferze polityki. Rzecz w tym, że **niezależność banku centralnego i niska inflacja mogą występować równocześnie bez bezpośredniego związku przyczynowo-skutkowego pomiędzy nimi**, gdyż oba te zjawiska mogą być efektem silnego politycznego i społecznego oporu wobec inflacji (lub tradycji monetarnej stabilności państwa). Stwierdza on ponadto, że jeżeli niezależność banku centralnego jest narzucona z góry jako rozwiązanie instytucjonalne, bez wsparcia politycznie silnej grupy zainteresowanych zwalczaniem inflacji, to nie można oczekiwać od banku centralnego, że zapewni tak samo niską stopę inflacji, jak inny bank centralny o takiej samej niezależności, ale mający polityczne poparcie dla swojej polityki.

Powyższa krytyka Posena dotyczy inflacji popytowej (wynikającej z monetyzacji deficytu budżetowego), nie odnosi się natomiast do inflacji korekcyjno-kosztowej, która była charakterystyczna dla państw przechodzących transformację ustrojową od gospodarki centralnie planowanej do rynkowej, w których inflacja wynikała z administracyjnego podwyższania cen w zmonopolizowanych przez państwo gałęziach gospodarki i przenoszenia skutków tych podwyżek na koszty i ceny innych produktów. Nawet najbardziej restrykcyjna polityka pieniężna nie może powstrzymać tych podwyżek, gdyż mogą one nie powodować deficytu wymagającego finansowania drogą emisji pieniądza, a tym samym tego typu inflacja jest niewrażliwa na restrykcyjne instrumenty polityki pieniężnej. Jeżeli więc **antyinflacyjne oddziaływanie polityki pieniężnej w warunkach inflacji korekcyjno-kosztowej jest mocno ograniczone**, to – zdaniem przeciwników nadmiernej niezależności banku centralnego – złudna jest również wiara w możliwość obniżenia tempa inflacji przez rozszerzenie autonomii banku centralnego w zakresie kształtowania polityki pieniężnej¹¹⁴.

Krytycy istnienia ujemnej korelacji niezależności banku centralnego i poziomu inflacji wskazują, że większość badań empirycznych na ten temat rozpatruje tę zależność nie biorąc pod uwagę innych czynników, które również mogą oddziaływać na określone wielkości makroekonomiczne. Tymczasem **wpływ niezależności banku centralnego na poziom inflacji nie powinien być badany bez uwzględnienia politycznych i strukturalnych cech danego państwa**. Jak się bowiem ocenia, w państwach charakteryzujących się określonymi cechami (jak np. niska naturalna stopa bezrobocia, stroma krótkookresowa krzywa Philipsa, słaba pozycja lewicowych partii w rządzie i parlamencie, stabilny rząd, silne zaangażowanie rządu w powiązanie krajowej waluty z walutą o dużej stabilności itp.) zwiększenie niezależności banku centralnego będzie miało znikomą wpływ na obniżanie poziomu inflacji¹¹⁵. Wynika z tego, że to właśnie wymienione cechy mają bezpośredni wpływ na wyniki inflacyjne, a niezależność banku centralnego może się liczyć tylko jako swoisty substytut, gdy ich brak, choć i to bywa kwestionowane¹¹⁶.

Argumentem wysuwany przez przeciwników zwiększania niezależności banków centralnych są również **koszty dezinflacji** (np. w postaci wzrostu bezrobocia). Należy bowiem zauważyć, że mniej kosztowna jest redukcja inflacji z poziomu wysokiego do średniego (lub ze średniego

¹¹¹ Por. De Haan (1995); Debelle, Fischer (1994).

¹¹² Capie, Mills, Wood (1994).

¹¹³ Posen (1993a); zob. także: Posen (1993b).

¹¹⁴ Por. Fedorowicz (1994), s. 33 i 34.

¹¹⁵ Heylen, van Poeck (1996).

¹¹⁶ Por. Huterski (2000), s. 70-71 i 111-112.

do niskiego), natomiast znacznie bardziej kosztowne jest dalsze obniżanie poziomu inflacji, która jest już i tak stosunkowo niska. Jeżeli więc uznać za prawdziwe twierdzenie, że większa niezależność banku centralnego przyczynia się do niższej inflacji, to jednocześnie oznacza to, że w tych państwach koszty dezinflacji są wyższe niż w przypadku państw o niższej niezależności banku centralnego. Przykładowo, w USA polityka deflacyjna z przełomu lat siedemdziesiątych i osiemdziesiątych doprowadziła do redukcji stopy inflacji z 13,4% do 5% (w latach 1979-1982), ale w tym samym czasie stopa bezrobocia wzrosła z 5,8% do blisko 11%¹¹⁷. Podobnie było w państwach Wspólnoty, gdzie średni poziom inflacji obniżono wówczas z 11% do około 2% (w latach 1979-1985), ale jednocześnie poziom bezrobocia wzrósł w tym okresie z 5,5% do 11%¹¹⁸. W związku z tym wskazywano, że również po wprowadzeniu jednolitej waluty państwa strefy euro – na które Traktat z Maastricht nałożył obowiązek zagwarantowania wysokiego poziomu niezależności banków centralnych – będą ponosić wysokie koszty dezinflacji, zwłaszcza że innym traktatowym obowiązkiem jest utrzymywanie stabilności cen, czyli dalsze obniżanie inflacji, która już przed utworzeniem UGW była generalnie na niskim poziomie.

Jeżeli chodzi o związek między niezależnością banku centralnego a **wzrostem gospodarczym**, to jest on badany zarówno pośrednio, jak i bezpośrednio. Metoda pośrednia wynika z potwierdzonej empirycznie ujemnej korelacji pomiędzy niezależnością banku centralnego i poziomem inflacji, w związku z czym bada ona wpływ inflacji na wzrost gospodarczy. Tego typu badania zostały przeprowadzone przez wielu ekspertów, takich jak np.: Kormendi i Meguire (1985); Levine i Renelt (1992); Fischer (1993); Barro (1995); Bruno i Easterly (1995, 1996); Loungani i Sheets (1997); Akhand (1998). Podstawowy wniosek z tych badań jest następujący: **inflacja – poprzez redukcję inwestycji – przyczynia się również do redukcji wzrostu gospodarczego**. Wysoka inflacja nie zachęca bowiem do dokonywania inwestycji w danym państwie i powoduje odpływ kapitału za granicę, co z kolei wpływa negatywnie na ogólną koniunkturę gospodarczą. Istnieją jednak badania, które nie potwierdzają żadnego wpływu zmienności inflacji na poziom wzrostu gospodarczego¹¹⁹.

Rozpatrując bezpośredni wpływ niezależności banku centralnego na wzrost gospodarczy, należy stwierdzić, że tylko nieliczne analizy wskazują na istnienie dodatniej korelacji pomiędzy tymi zjawiskami – jedna dotyczące państw rozwiniętych¹²⁰ i jedna dotycząca państw rozwijających się¹²¹. Natomiast zdecydowana większość badaczy stwierdza, że **niezależność banku centralnego nie ma związku ani wpływu na takie wielkości makroekonomiczne, jak wzrost gospodarczy czy bezrobocie**. Konsekwentnie, w ich opinii niezależność ta nie jest związana nie tylko z poziomem wzrostu gospodarczego, ale również z jego zmiennością¹²². Jak się ocenia, pomimo powiązania w długim okresie wyższego stopnia niezależności banku centralnego z niższą inflacją, polityka dezinflacji jest wyraźnie bez związku ze znacznymi kosztami lub korzyściami w odniesieniu do długookresowego wzrostu gospodarczego. Z drugiej strony, należy jednak pamiętać, że stabilność cen jest generalnie traktowana jako warunek konieczny dla trwałego wzrostu gospodarczego, w związku z czym również niezależność banku centralnego powinna się przyczyniać do wyższego poziomu tego wzrostu¹²³.

Inaczej sprawy się mają, jeżeli chodzi o zależność pomiędzy niezależnością banku centralnego a **deficytem budżetowym**. Stosowne badania w tym zakresie zostały przeprowadzone przez wielu ekspertów, jak np.: Parkin¹²⁴; Grilli, Masciandro i Tabellini¹²⁵; Pollard¹²⁶; De Haan i Sturm¹²⁶. Wyniki tych badań w mniejszym lub większym stopniu potwierdzają występowanie

¹¹⁷ Debelle, Fischer (1994).

¹¹⁸ Walsh (1995), s. 12-37.

¹¹⁹ Por. Logue, Sweeney (1981); Jansen (1989).

¹²⁰ De Long, Summers (1992).

¹²¹ Cukierman, Kalaitzidakis, Summers, Webb (1993).

¹²² Zob. Eijffinger, De Haan (1996).

¹²³ Hutterski (2000), s. 74.

¹²⁴ Parkin (1987).

¹²⁵ Masciandro, Tabellini (1988); Grilli, Masciandro, Tabellini (1991a).

¹²⁶ Pollard (1993).

¹²⁷ De Haan, Sturm (1994).

ujemnej korelacji między powyższymi zjawiskami, co oznacza, że **wyższa niezależność banku centralnego przyczynia się do obniżania wielkości deficytu budżetowego**. Naturalnie bowiem bardziej niezależny bank centralny ma większe możliwości odmowy finansowania (monetyzacji) rządowego deficytu budżetowego. W związku z tym rząd zmuszony zostaje do poszukiwania innych (zwykle droższych) źródeł finansowania – najczęściej na rynkach kapitałowych, co wiąże się z wysokimi kosztami obsługi długu w postaci spłaty odsetek. W takich warunkach rząd jest skłonny raczej zrewidować swoje plany i obniżyć wysokość planowanego deficytu budżetowego niż narażać się na tak poważne koszty.

Na zakończenie powyższych rozważań dotyczących korelacji między stopniem niezależności banku centralnego a konkretnymi wielkościami makroekonomicznymi (poziomem inflacji, wzrostu gospodarczego, deficytu budżetowego) należy wspomnieć, że często wysuwany zarzut pod adresem wyników tego rodzaju analiz i badań empirycznych jest **niedoskonałość narzędzi**, którymi posługują się badacze, tzn. mniej lub bardziej arbitralny charakter wskaźników niezależności (ich niepełność, wybiórczość, uproszczenia), przypadkowość w doborze badanych państw i horyzontu czasowego, brak historycznego zróżnicowania we wskaźnikach niezależności itd. Stąd bierze się znaczna **różnorodność wyników**. Jednakże z faktu, że istniejące wskaźniki są często niedoskonałe i niekompletne, a przez to zniekształcają w pewnym stopniu prawdziwy poziom niezależności poszczególnych banków centralnych, nie oznacza bynajmniej, że są one bezużyteczne; przeciwnie, zawierają one bardzo wiele cennych informacji, ale wskazana jest duża **ostrożność w wyciąganiu wniosków** na podstawie wyników badań przeprowadzonych za pomocą tych wskaźników¹²⁸.

Istotnym argumentem wysuwany przez przeciwników nadmiernej niezależności banku centralnego jest **brak demokratycznej kontroli** nad nim. Władze niezależnego banku centralnego nie mogą być bowiem odpowiedzialne przed rządem, gdyż naruszałoby to jego niezależność; nie mogą również odpowiadać przed społeczeństwem, ponieważ nie są powoływane w sposób demokratyczny. Praktycznie w żadnym państwie nie wprowadzono, ani nie zaproponowano, demokratycznego systemu powoływania władz banku centralnego, w związku z czym zadanie to jest pozostawione rządowi lub parlamentowi. Ponadto, nie zaproponowano również żadnych poważniejszych sankcji na wypadek gdyby działania banku centralnego były niezgodne z celami, które ma realizować, w związku z czym w większości przypadków istnieje prawie wyłącznie moralna forma odpowiedzialności władz monetarnych. W praktyce większość państw o niezależnych bankach centralnych opiera się na reputacji ich prezesów jako środka kontroli ich działań; problem jednak w tym, że odpowiedzialność oparta na reputacji działa najgorzej wtedy, kiedy jest najbardziej potrzebna¹²⁹.

Przeciwnicy zbyt daleko posuniętej niezależności banku centralnego wysuwają także argument, że nadmierne i niekontrolowane zwiększanie jego autonomii – przyznające duży zakres dowolności i uznaniowości w podejmowaniu decyzji i prowadzeniu polityki pieniężnej – może doprowadzić do sytuacji, w której przekroczony zostanie punkt równowagi i **bank centralny stanie się zbyt niezależny**¹³⁰, co może grozić tym, że:

- niezależny bank centralny może ograniczyć koordynację polityki pieniężnej i fiskalnej prowadząc do suboptymalnych stanów równowagi w skali makroekonomicznej,
- niezależność banku centralnego będzie sprzyjać stabilizacji cen, ale będzie się to odbywać kosztem zwiększonych fluktuacji produkcji,
- niezależność banku centralnego może prowadzić do tzw. skrzywienia deflacyjnego, jeżeli związek między aktywnością gospodarczą a inflacją ma charakter asymetryczny¹³¹.

¹²⁸ Por. Huterski (2000), s. 40-41 i 110-111. Zob. także: Cukierman (1995).

¹²⁹ Por. Huterski (2000), s. 137-140.

¹³⁰ Por. Debelle, Fischer (1994).

¹³¹ Szerzej na ten temat: Wojtyła (1996), s. 10 i 11.

Tabela 3 Stopień niezależności banków centralnych UE na tle innych państw

Państwo	wg Alesiny	wg Alesiny i Summersa	wg Cukiermana	Razem
Szwajcaria	1	1	1	3
Niemcy (UE)	1	1	2	4
USA	3	3	3	9
Dania (UE)	5	4	4	13
Kanada	5	4	5	14
Holandia (UE)	5	4	6	15
W. Brytania (UE)	5	8	7	20
Francja (UE)	5	8	9	22
Japonia	3	4	15	22
Szwecja (UE)	5	8	10	23
Belgia (UE)	5	8	14	27
Norwegia	5	8	16	29
Austria (UE)	14	8	7	29
Włochy (UE)	13	14	12	39
N. Zelandia	14	16	10	40
Hiszpania (UE)	14	15	13	42

Uporządkowanie od największego do najmniejszego stopnia niezależności

Źródło: P. S. Pollard, Central bank independence and economic performance, Federal Reserve Bank of St. Louis Review, July/August 1993.

Bardzo istotnym zagadnieniem jest **zakres odpowiedzialności banku centralnego za politykę makroekonomiczną** danego państwa. Chodzi o to czy bank centralny ma być odpowiedzialny jedynie za bardzo wąski – choć skądinąd niezwykle ważny – wycinek tej polityki, jakim jest np. stabilność cen, czy też powinien zostać zobowiązany do wspierania także innych celów gospodarczych, jak np. wzrost gospodarczy czy zatrudnienie. Biorąc pod uwagę ogromny zakres niezależności, który jest postulowany, zdefiniowanie tak wąskiego (pojedynczego) celu dla banku centralnego wydaje się stwarzać wrażenie dużej dysproporcji. Bardziej zasadne wydaje się **zobowiązanie banku centralnego do współpracy z rządem w zakresie wspólnej realizacji polityki makroekonomicznej państwa** – oczywiście w zakresie swoich kompetencji, bez naruszania podstawowego celu banku centralnego i z poszanowaniem jego niezależności.

Na potwierdzenie tych rozważań można przypomnieć, że w zasadzie tylko jeden model – w dodatku teoretyczny – zakłada pełną i nieograniczoną niezależność banku centralnego¹³², natomiast zdecydowanie częściej powoływane są przykłady z praktyki, które wskazują, że nawet najbardziej niezależne banki centralne na świecie, jak niemiecki Bundesbank i amerykański System Rezerwy Federalnej, są zaangażowane w bezpośrednią współpracę z rządem i wraz z nim odpowiedzialne za szeroko pojętą politykę gospodarczą państwa. W Niemczech przedstawiciele rządu mieli prawo uczestniczenia w posiedzeniach Rady Bundesbanku, wprowadzania punktów do porządku obrad, a nawet żądania zawieszenia określonych decyzji. Z kolei w Stanach Zjednoczonych specjalna ustawa (*Humphrey-Hawkins Act* z 1978r.) wymaga od banku centralnego, aby jego półroczne raporty na temat polityki pieniężnej zawierały także analizę związków pomiędzy celami tej polityki i celami polityki gospodarczej, zgodnie z ustawą o zatrudnieniu (*Employment Act* z 1946r.)¹³³. Tak więc, biorąc to pod uwagę, wydaje się, że **bank centralny powinien być formalnie (ustawowo) zobowiązany** do prowadzenia takiej polityki pieniężnej, która skupiałaby się nie tylko na wąskim celu monetarnym (jak np. stabilność cen), ale także – bez naruszania celu podstawowego – **do wspierania innych celów polityki makroekonomicznej państwa, takich jak wzrost gospodarczy czy wysoki poziom zatrudnienia.**

Podsumowując powyższe rozważania należy stwierdzić, że racjonalne argumenty wysuwane są zarówno za niezależnością banku centralnego, jak i przeciwko niej (czego odzwierciedleniem jest

¹³² Zob. Rogoff (1985).

¹³³ Hutterski (2000), s. 130; zob. także: Meyer (2000).

bardzo zróżnicowany poziom niezależności banków centralnych w różnych państwach na świecie – zob. tabela 3). W ostatniej dekadzie znacznie zyskał na popularności i znaczeniu pogląd opowiadający się za wzrostem autonomii banków centralnych. Jednak, co ciekawe, **przekonanie o celowości zwiększenia niezależności banku centralnego jest znacznie silniejsze niż wynikałoby to z argumentów teoretycznych i empirycznych**¹³⁴. Kontr-argumenty przeciwników nadmiernej niezależności banków centralnych też są uzasadnione merytorycznie i powinny być brane pod uwagę. Oczywiście skrajne podejścia są zawsze niewskazane i często prowadzą do patologii, w związku z czym należy odrzucić zarówno koncepcję pełnej (nieograniczonej) niezależności banku centralnego, jak i całkowitego podporządkowania go siłom politycznym. Z jednej strony, **bank centralny powinien mieć zagwarantowany odpowiednio wysoki poziom niezależności, z tym że jak najwyższa niezależność banku centralnego nie powinna być celem samym w sobie**. Z drugiej strony, bank centralny, któremu zapewniony został odpowiednio wysoki stopień niezależności od rządu, nie powinien skupiać się tylko na walce z inflacją i to za wszelką cenę, lecz mieć na uwadze rozwój całej gospodarki, w czym powinien wspierać rząd.

5.2. Niezależność a odpowiedzialność EBC

Na początku, przed rozpoczęciem bardziej szczegółowych rozważań, należy przytoczyć ogólną regułę, że w rzeczywistości nie istnieje żaden jednolity i uniwersalny system **odpowiedzialności (accountability)**, który mógłby zostać zastosowany do wszystkich banków centralnych, we wszelkich przypadkach i w każdych okolicznościach¹³⁵.

W literaturze przedmiotu zwraca się uwagę na trzy podstawowe kwestie odnoszące się do odpowiedzialności banku centralnego: po pierwsze, za co bank centralny jest odpowiedzialny? po drugie, przed kim bank centralny jest odpowiedzialny? po trzecie, kiedy bank centralny powinien być pociągany do odpowiedzialności za swoje decyzje i działania¹³⁶? Są to pytania ogólne, które mogą być zastosowane do każdego banku centralnego, a więc także do EBC.

Jeżeli chodzi o pierwszą z powyższych kwestii – **za co bank centralny jest odpowiedzialny?** – to należy dokonać rozróżnienia pomiędzy odpowiedzialnością indywidualną i zbiorową. Jeżeli w banku centralnym decyzje z zakresu polityki pieniężnej podejmuje ciało kolegialne (np. zarząd, rada polityki pieniężnej itp.), wówczas obowiązuje odpowiedzialność zbiorowa. Oznacza to, że nawet jeżeli jeden członek kolegium jest przeciwnego zdania niż pozostali i głosuje przeciwko podjęciu danej decyzji, a mimo to decyzja ta na zasadzie głosowania większościowego zostaje ostatecznie podjęta, jest on również – tak samo jak pozostali członkowie kolegium – odpowiedzialny za tę decyzję. Prezentowanie odmiennego poglądu i głosowanie przeciw nie stanowi żadnego usprawiedliwienia ani też nie zwalnia z odpowiedzialności, gdyż jej przedmiotem są konkretne **decyzje, a nie intencje** (choćby nawet były najlepsze). Na tym właśnie polega różnica pomiędzy odpowiedzialnością a przejrzystością, która z kolei dotyczy głównie „słów”, a nie „czynów”. Tak więc, odpowiadając na postawione powyżej pytanie, należy stwierdzić, że bank centralny jest odpowiedzialny za ostatecznie podjęte decyzje (i ich późniejsze skutki), a odpowiedzialność spada na wszystkie – razem wzięte – osoby uczestniczące w procesie decyzyjnym.

W przypadku drugiej kwestii – **przed kim bank centralny jest odpowiedzialny?** – też należy odnieść się do wspomnianego rozróżnienia pomiędzy odpowiedzialnością indywidualną i zbiorową, a także stwierdzić w jaki sposób zostali wybrani poszczególni członkowie ciała kolegialnego, które jest uprawnione do podejmowania decyzji z zakresu polityki pieniężnej. Dotyczy to przede wszystkim ponadnarodowych banków, w przypadku których członkowie organu decyzyjnego (np. zarządu, rady polityki pieniężnej itp.) są wybierani według różnych – narodowych i ponadnarodowych – procedur. Jeżeli bowiem niektórzy członkowie zostaliby delegowani przez władze swojego państwa, a jednocześnie stosowana byłaby indywidualna odpowiedzialność (przejawiająca się pu-

¹³⁴ Wojtyła (1996), s. 4.

¹³⁵ Bini Smaghi, Gros (2000), s. 144.

¹³⁶ Issing, Gaspar, Angeloni, Tristan (2001), s. 131 i nast.

blicznym ujawnianiem poglądów i sposobu głosowania przez poszczególnych członków za lub przeciw danej decyzji), wówczas istniałoby niebezpieczeństwo, że różni członkowie zarządu lub rady polityki pieniężnej byłiby odpowiedzialni przed różnymi organami lub instytucjami. Tymczasem wszyscy członkowie powinni być odpowiedzialni wobec tego samego organu lub instytucji. Powszeczenie postuluje się, aby organy decyzyjne niezależnych banków centralnych, których członkowie są zwykle nominowani, a więc nie wybierani w sposób bezpośredni i w pełni demokratyczny, były odpowiedzialne **przed organem lub instytucją posiadającą demokratyczną legitymację**. Szczególnego znaczenia nabiera to zwłaszcza w przypadku instytucji ponadnarodowych.

Ostatnia sprawa – **kiedy bank centralny powinien być pociągany do odpowiedzialności za swoje decyzje i działania?** – jest dość problematyczna. Wynika to z faktu znacznych opóźnień, które istnieją pomiędzy decyzjami z zakresu polityki pieniężnej a ich ostatecznymi efektami (opóźnienia te mogą sięgać nawet kilku lat). Jak się wydaje, naturalne byłoby dokonywanie **oceny ex post** działań banku centralnego, a więc wówczas, gdy widoczne będą rzeczywiste rezultaty jego decyzji i możliwe będzie dokonanie ich faktycznej oceny. Problem polega jednak na tym, że zanim pojawią się te rezultaty, może dojść do zmian na stanowisku prezesa, członków zarządu czy rady polityki pieniężnej (np. w wyniku upływu ich kadencji), a tym samym nie będzie możliwe wyciągnięcie żadnych ewentualnych konsekwencji wobec osób odpowiedzialnych za podjęcie określonych decyzji. W związku z tym proponowane jest dokonywanie **oceny ex ante** banku centralnego, która miałaby polegać na ocenie jego zamierzeń, a nie ostatecznych efektów. Mogłoby to np. przyjąć formę tworzenia i publikowania przez bank centralny wewnętrznych prognoz inflacji, będących swoistym wyznacznikiem jego działalności, która byłaby uznawana za właściwą tak długo, jak długo prognozowana stopa inflacji byłaby zgodna z założonym celem inflacyjnym. W tym przypadku możliwe byłoby pociąganie banku centralnego do odpowiedzialności, jeżeli okazałoby się, że prognozy (znacząco) odchylają się od celu. Problem polega jednak na tym, że takie ujęcie odpowiedzialności banku centralnego (tj. ocena jego zamierzeń, intencji i motywacji, a nie realnych efektów) byłoby praktycznie synonimem przejrzystości¹³⁷.

Przechodząc do rozważań praktycznych, należałoby rozpocząć od ważnego stwierdzenia, że **w demokratycznym społeczeństwie odpowiedzialność banku centralnego jest naturalnym dopełnieniem jego niezależności**. Z takiego założenia wychodzono projektując przyszły bank centralny dla strefy euro, któremu postanowiono zapewnić – gwarantując to przepisami rangi traktatowej – bardzo wysoki poziom niezależności. Uznano, że delegowanie tak dużych uprawnień decyzyjnych do ponadnarodowej i niezależnej instytucji zobowiązuje ją jednocześnie do odpowiedzialności za swoje działania w ramach wypełniania powierzonego mandatu. Niezależny bank centralny – jak każda instytucja publiczna – powinien bowiem wyjaśniać szeroko pojętej opinii publicznej swoje decyzje i brać pełną odpowiedzialność za swoje działania. Poczucie odpowiedzialności wymusza na banku centralnym dyscyplinę, aby wykonywać powierzone mu zadania w możliwie najlepszy sposób. Istotne jest przy tym, aby mandat był jasno sprecyzowany i raczej ograniczony, gdyż nie tylko ułatwia to sprawowanie kontroli, ale również stanowi podstawę delegowania polityki pieniężnej do niezależnego i ponadnarodowego banku centralnego¹³⁸.

W praktyce, kwestia niezależności banku centralnego strefy euro została uregulowana w przepisach rangi traktatowej – w Traktacie WE (po zmianach wprowadzonych przez Traktat z Maastricht). Z jednej strony, priorytet nadano **zapewnieniu możliwie najwyższego stopnia niezależności zarówno w przypadku EBC, jak i banków narodowych**. W związku z tym zabroniono im przyjmować jakichkolwiek instrukcji od rządów państw członkowskich czy organów wspólnotowych, którym z kolei zakazano wywierania jakiegokolwiek nacisku na te banki przy wykonywaniu ich zadań (art. 108). Z drugiej strony, uznając utrzymywanie stabilności cen za cel podstawowy, jednocześnie **zobowiązano ESBC do wspierania – bez naruszania celu głównego w postaci stabilności cen – ogólnych polityk gospodarczych w ramach Wspólnoty**, a tym

¹³⁷ Por. tamże, s. 131-133.

¹³⁸ Zob. ECB (2001), s. 55; Por. także: Lamfalussy (1997).

samym do przyczyniania się do osiągnięcia jej podstawowych celów (takich jak np. trwałe i nieinflacyjny wzrost gospodarczy czy wysoki poziom zatrudnienia i ochrony socjalnej) (art. 105).

Jak się ocenia, państwa członkowskie UE, które postanowiły utworzyć UGW i przyjąć wspólną walutę, same niejako wymusiły na sobie konieczność znacznego zwiększenia zarówno ekonomicznej, jak i politycznej niezależności swoich banków centralnych¹³⁸. Z przepisów traktatowych wynika, że w ramach ESBC zapewnione są prawnie wszystkie podstawowe rodzaje niezależności, a mianowicie:

- niezależność funkcjonalna,
- niezależność instytucjonalna,
- niezależność personalna,
- niezależność finansowa.

Niezależność funkcjonalna przejawia się przede wszystkim w zdolności do samodzielnego formułowania i realizacji polityki pieniężnej, a także wypełniania innych statutowych zadań i funkcji. **Niezależność instytucjonalną** zapewnia wspomniany powyżej zakaz przyjmowania instrukcji przez ESBC i wywierania na nim presji przez podmioty zewnętrzne. Ponadto, ten rodzaj niezależności wyraża się także w zakresie kompetencji prawotwórczych posiadanych przez EBC. **Niezależność personalna** dotyczy procedur powoływania i odwoływania członków organów decyzyjnych EBC, czasu trwania kadencji i zasad rotacji na stanowiskach, które mają przeciwdziałać powoływaniu kierownictwa EBC według klucza politycznego. Natomiast **niezależność finansową** gwarantują traktatowe przepisy dotyczące m. in. gospodarki finansowej ESBC, wysokości kapitału i rezerw EBC (odpowiednio 5 mld EUR i 50 mld EUR) czy podziału zysku netto EBC, które zapewniają, że ESBC jest instytucją samodzielną finansowo¹⁴⁰.

Powszechnie ocenia się, że EBC – podobnie jak wcześniej jego pierwowzór Bundesbank – jest jednym z najbardziej niezależnych banków centralnych na świecie¹⁴¹. W związku z tym pojawia się **problem demokratycznej odpowiedzialności i kontroli nad EBC**. Z uwagi na fakt, że EBC powierzono zadanie realizacji jednolitej polityki pieniężnej dla całej strefy euro (docelowo mającej objąć całą UE), wskazane i logiczne jest, aby był on politycznie i demokratycznie odpowiedzialny przed instytucją lub instytucjami, które reprezentują interes całej UE¹⁴². Ponadto, należy wziąć pod uwagę fakt, że EBC – jako instytucja nie pochodząca z powszechnych i bezpośrednich wyborów – nie posiada w pełni demokratycznej legitymacji (albo innymi słowy posiada pośrednią legitymację demokratyczną jako instytucja powstała na mocy Traktatu, który został przyjęty przez parlamenty poszczególnych państw członkowskich, z w niektórych przypadkach przez ich społeczeństwa w drodze referendum). W związku z tym EBC powinien przynajmniej podlegać kontroli instytucji posiadającej w pełni demokratyczną legitymację. W tej kwestii istnieją dwa przeciwstawne poglądy, z których każdy posiada racjonalne uzasadnienie, na temat istnienia lub nieistnienia takiej demokratycznej odpowiedzialności w przypadku EBC.

Z jednej strony, można uznać, że **EBC podlega pewnym formom demokratycznej kontroli**, gdyż – jak wspomniano – ma on obowiązek publikowania różnego rodzaju (rocznych, kwartalnych, tygodniowych) dokumentów (raportów, sprawozdań, bilansów) dotyczących jego działalności i prowadzonej polityki pieniężnej. Zgodnie z Traktatem, EBC ma składać swój raport roczny wielu instytucjom wspólnotowym – Parlamentowi Europejskiemu, Radzie UE, Komisji Europejskiej oraz Radzie Europejskiej. Prezes EBC i członkowie Zarządu EBC mogą też zostać poproszeni o złożenie wyjaśnień przed odpowiednimi komitetami Parlamentu. W praktyce Prezes EBC pojawia się przed Komitetem ds. Ekonomicznych i Walutowych pięć razy w roku, tzn. wówczas gdy przedkładane są kwartalne sprawozdania i raport roczny EBC, aby przedstawić najważniejsze kwestie doty-

¹³⁹ Por. Weber (1995).

¹⁴⁰ Szerzej na ten temat: Baran (2002).

¹⁴¹ Zob. Ruckriegel, Seitz (2002), s. 8; Bini Smaghi, Gros (2000), s. 125-129; Mishkin (2001), s. 383; Schich, Seitz (2000); Wood (2001), s. 79; Wynne (1999), s. 6.

¹⁴² Levitt, Lord (2000), s. 225.

czące prowadzonej polityki pieniężnej i odpowiedzieć na pytania deputowanych (transkrypcje z tych spotkań (przesłuchań) są zamieszczane na stronie internetowej EBC). Ponadto, przewodniczący Rady UE i członek Komisji mają prawo uczestniczyć w posiedzeniach Rady Zarządzającej EBC (bez prawa głosowania, ale z możliwością – w przypadku przewodniczącego Rady UE – przedkładania wniosków do rozważenia). EBC podlega również określonym formom kontroli sądowej (ze strony Trybunału Sprawiedliwości) oraz rachunkowej (ze strony Trybunału Obrachunkowego i niezależnego zewnętrznego audytora)¹⁴³.

Z drugiej strony, istnieją natomiast opinie, że **EBC nie podlega bieżącej weryfikacji żadnego demokratycznie wybranego organu**, a przedstawione powyżej zasady kontroli EBC nie stanowią jeszcze o demokratycznej odpowiedzialności tej instytucji. Z samej istoty i usytuowania EBC wynika, że nie może on być odpowiedzialny demokratycznie w klasyczny sposób. Nie oznacza to jednak, że w związku z tym tak daleko posunięta niezależność EBC jest zjawiskiem negatywnym. Przeciwnie, jest ona w pełni uzasadniona, gdyż inaczej EBC, który z założenia ma służyć wielu państwom, stałby się miejscem nieustannych nacisków i walk o przejęcie nad nim kontroli dla osiągnięcia partykularnych korzyści przez władze poszczególnych państw, a nawet – co nie jest wykluczone w obecnych warunkach globalizacji – przez ponadnarodowe korporacje lub grupy interesów. Większe upolitycznienie pozbawiłoby EBC zdolności do działania, prowadząc ostatecznie do rozpadu ESBC i powrotu do tradycyjnego modelu oddzielnych banków narodowych (w takich warunkach trudno sobie jednak wyobrazić prowadzenie jednolitej polityki pieniężnej). Istnieją więc poglądy, że **brak rzeczywistej demokratycznej kontroli nad EBC jest ceną płaconą za jego niezależność, niezbędną by mógł on prawidłowo działać na rzecz wszystkich państw należących do ESBC i w interesie UGW jako całości**¹⁴⁴.

Na zakończenie należy jeszcze raz powrócić do poruszonej już przy okazji omawiania przejrzystości działań EBC krytyki dotyczącej niepublikowania przez EBC protokołów (*minutes*) z posiedzeń Rady Zarządzającej – tym razem jednak w kontekście niezależności i odpowiedzialności EBC. Chodzi tu przede wszystkim o wysuwane czasami **postulaty podawania do publicznej wiadomości informacji na temat oddawania głosów przez poszczególnych członków Rady** (za lub przeciw danej decyzji). W opinii EBC takie podejście przyniosłoby więcej szkody niż pożytku dla całego procesu podejmowania decyzji. Po pierwsze, byłoby to ze szkodą dla dyskusji poprzedzającej podjęcie decyzji, gdyż członkowie Rady – mając świadomość, że każdy ich pogląd, opinia i ocena będą zanotowane i podane do publicznej wiadomości – mogliby zacząć bardziej zwracać uwagę na kreowanie własnego wizerunku w oczach opinii publicznej niż kierować się efektywnością kolektywnie podejmowanych decyzji. Po drugie, świadomość taka mogłaby krępować swobodę dyskusji i wyrażanych opinii, co prawdopodobnie skutkowałoby tym, że podczas oficjalnych posiedzeń Rady debata byłaby niezwykle wyważona, ostrożna i „politycznie poprawna”, natomiast faktyczna dyskusja, podczas której następowałaby wymiana prawdziwych (również niepopularnych) opinii i argumentów, przenosiłaby się poza oficjalne forum – tocząc się na nieformalnych, zamkniętych i nie protokołowanych spotkaniach. Po trzecie wreszcie, publikowanie sposobów głosowania przez poszczególnych członków byłoby *de facto* stosowaniem odpowiedzialności indywidualnej, a nie zbiorowej, co z kolei mogłoby być przyczyną podejmowania przez władze polityczne lub grupy interesów z poszczególnych państw prób wywierania nacisku na członków Rady pochodzących z tego kraju¹⁴⁵. Tak więc powyższy postulat dotyczący upublicznienia głosowań w Radzie Zarządzającej niewiele wnosiłby w kwestii zwiększenia odpowiedzialności EBC, natomiast byłby niewątpliwie poważnym zagrożeniem dla jego niezależności, w związku z czym uznano, że **nie ma on uzasadnienia** i powinien zostać odrzucony.

¹⁴³ Szerzej na ten temat: Baran (2001).

¹⁴⁴ Por. Hutski (2000), s. 31.

¹⁴⁵ Por. Issing, Gaspar, Angeloni, Tristan (2001), s. 132 i 139-140. Zob. także: Issing (1999b).

6

Podsumowanie

Urzeczywistnienie idei prowadzenia jednolitej polityki pieniężnej w strefie euro przez ponadnarodowy bank centralny jest niewątpliwie jednym z największych osiągnięć procesu integracyjnego, który dokonuje się od ponad pół wieku we Wspólnotach Europejskich. Tak wielkie zmiany zwykle już na etapie propozycji wywołują żywe reakcje – z jednej strony, zainteresowanie i entuzjazm, z drugiej zaś, opór wynikający zarówno z niepełnego zrozumienia, obawy przed nieznanym, a także konieczności poniesienia określonych kosztów i wyrzeczeń. Również w tym przypadku często przytaczany był argument dotyczący utraty niezależności w prowadzeniu polityki pieniężnej na rzecz scentralizowanej polityki pieniężnej prowadzonej przez EBC. Równocześnie padały jednak argumenty, że w warunkach wzrastających międzynarodowych powiązań gospodarczych, liberalizacji obrotów kapitałowych prowadzących do swobodnego przepływu kapitału, a także postępującej globalizacji, nie można mówić o faktycznej niezależności w prowadzeniu polityki pieniężnej przez jakikolwiek bank centralny. Tak więc powyższy argument, choć często powtarzany, nie wydawał się uzasadniony, gdyż mówił o utracie uprawnień, które i tak nie były (bo nie mogły być) w pełni wykorzystywane. Naturalne było natomiast, że dla jednolitej waluty musi być prowadzona jednolita (czyli scentralizowana, a nie zdecentralizowana) polityka pieniężna. Tak więc konieczność przekazania stosownych uprawnień w zakresie polityki pieniężnej przez narodowe banki centralne na rzecz EBC powinna być postrzegana nie tyle jako „utrata niezależności”, co raczej logika i konsekwencja procesu integracyjnego.

Od początku było wiadomo, że utworzenie ponadnarodowego banku centralnego (a właściwie systemu banków centralnych) dla całej strefy euro nie będzie łatwe ze względu na ogromne różnice organizacyjne występujące pomiędzy bankami centralnymi, które miały przystąpić do UGW – różne struktury organizacyjne banków centralnych w poszczególnych państwach członkowskich, inne funkcje, zadania itd.

Ze względu na istniejące różnice pomiędzy państwami członkowskimi, równie trudne było dokonanie wyboru strategii jednolitej polityki pieniężnej. W grę wchodziły przede wszystkim dwie strategie – strategia kontroli agregatów pieniężnych (stosowana przez Niemcy) i strategia bezpośredniego celu inflacyjnego (stosowana przez Wielką Brytanię, Hiszpanię, Finlandię i Szwecję). Ostatecznie wybrana została strategia, której podstawowym celem jest osiągnięcie i utrzymanie stabilności cen. Strategia ta – mimo iż czerpie z wcześniejszych doświadczeń banków centralnych państw członkowskich – nie jest ani czystą strategią bezpośredniego celu inflacyjnego, ani też czystą strategią celu w postaci agregatów pieniężnych. Strategia EBC oparta na dwóch filarach jest niewątpliwie rozwiązaniem nowatorskim, a tym samym – jak każde takie przedsięwzięcie – wzbudza liczne emocje, kontrowersje i krytykę. Wydaje się, że strategia przyjęta przez EBC jest rozwiązaniem kompromisowym, które – choć nie jest awangardowe – odzwierciedla najnowsze osiągnięcia badań ekonomicznych, a ponadto – choć nie jest konserwatywne – uwzględnia także wieloletni dorobek badawczy z przeszłości.

Nowatorski charakter dwufilarowej strategii polityki pieniężnej przyjętej przez EBC sprawia, że nie mogła być ona sprawdzona wcześniej w praktyce, a tym samym jej praktyczne zastosowanie było swego rodzaju eksperymentem. Gdyby jednak okazało się, że wskazane jest dokonanie określonych zmian w strategii, to z pewnością nie są one wykluczone, ale nie powinny być przeprowadzane pochopnie, lecz dopiero po nagromadzeniu odpowiednich doświadczeń. Niezależnie od ewentualnych zmian, z całą pewnością przynajmniej jeden element strategii pozostanie niezmienny, a mianowicie zobowiązanie EBC do utrzymywania stabilności cen.

Kluczową sprawą w odniesieniu do działań każdego banku centralnego jest ich przejrzystość. W przypadku EBC jest to szczególnie ważne z kilku powodów. Po pierwsze, EBC jest instytucją stosunkowo nową, w związku z czym wciąż pracuje na swoją reputację, wiarygodność, a także pozy-

skanie zaufania rynków i społeczeństwa. Po drugie, polityka pieniężna EBC ma bardzo szeroki zasięg, a tym samym wzbudza naturalne zainteresowanie – nie tylko w strefie euro, ale również poza nią. Po trzecie, EBC został obdarzony bardzo dużą niezależnością w prowadzeniu polityki pieniężnej, co zobowiązuje go do publicznego przedstawiania swoich decyzji, działań i efektów dotyczących tej polityki. Uważa się bowiem, że w demokratycznym społeczeństwie odpowiedzialność banku centralnego jest naturalnym dopełnieniem jego niezależności. Powszechnie ocenia się, że EBC – podobnie jak wcześniej jego pierwowzór Bundesbank – jest jednym z najbardziej niezależnych banków centralnych na świecie. W związku z tym pojawia się problem demokratycznej odpowiedzialności i kontroli nad EBC. Z jednej strony, istnieją opinie, że EBC podlega pewnym formom demokratycznej kontroli, z drugiej zaś, że brak rzeczywistej demokratycznej kontroli nad EBC jest ceną płaconą za jego niezależność, niezbędną by mógł on prawidłowo działać w interesie UGW jako całości.

Przewidywano, że w początkowym okresie prowadzenie jednolitej polityki pieniężnej w strefie euro może odbywać się w niezbyt sprzyjających warunkach, charakteryzujących się uważną obserwacją każdego posunięcia w EBC, nasiloną krytyką poszczególnych decyzji itp. Sądzono również, że ten początkowy okres funkcjonowania będzie dla EBC bardzo ważną próbą i sprawdzianem, które – jeżeli przetrwa pomyślnie (tzn. wykaże się odpornością na krytykę i naciski, a także konsekwencją w realizacji przyjętej strategii) – pozwolą mu osiągnąć silną pozycję, jak również wiarygodność i zaufanie w oczach uczestników rynku oraz społeczeństwa. Faktycznie, pojawiały się pewne próby wywierania nacisku na EBC, jak np. wysuwane postulaty podawania do publicznej wiadomości informacji na temat oddawania głosów przez poszczególnych członków Rady za lub przeciw danej decyzji z zakresu polityki pieniężnej. Jak się wydaje EBC, nie ulegając presji, pomyślnie przeszedł tę próbę.

Na zakończenie należy wspomnieć o przyszłych wyzwaniach dla EBC, a raczej Eurosystemu, związanych z rozszerzeniem strefy euro. Jak bowiem wiadomo, w związku ze zbliżającym się rozszerzeniem UE niezbędne było dokonanie gruntownej reformy instytucjonalnej, zawartej w Traktacie z Nicei, który wszedł w życie 1 lutego 2003 r. Traktat uregulował jednak tylko sprawy najpilniejsze (jak np. reformę Komisji Europejskiej, Rady UE, Parlamentu Europejskiego itd.)¹⁴⁶, w związku z czym nie zawiera przepisów reformujących niektóre ważne instytucje, jak np. EBC. Wynikało to ze świadomości, że rozszerzenie strefy euro nastąpi najwcześniej kilka lat po rozszerzeniu UE, a tym samym nie była to sprawa najpilniejsza i nie musiała zostać uzgodniona na szczycie w Nicei. Mimo to Traktat z Nicei – zezwalając na dokonanie stosownych zmian w Statucie ESBC (art. 10.2) – zapalił „zielone światło” dla reformy procedur podejmowania decyzji w Radzie Zarządzającej EBC, która jest odpowiedzialna za kształtowanie jednolitej polityki pieniężnej w strefie euro. Traktat pozostawił załatwienie tej kwestii innym instytucjom – głównie EBC i Radzie (w składzie szefów państw i rządów) – oczekując jednak, że nastąpi to możliwie najszybciej.

Od dłuższego czasu rozważane były pewne poważne zmiany dotyczące Rady Zarządzającej EBC w związku z przyszłym rozszerzeniem strefy euro. Istniały różne koncepcje w tym zakresie. Jedna z nich planowała odejście od dotychczasowej zasady głosowania („jeden członek – jeden głos”) i wprowadzenie ważenia głosów w zależności od potencjału gospodarczego czy demograficznego danego państwa (jak np. w Radzie UE). Inna zaś rozważała wprowadzenie systemu rotacji, co oznaczałoby, że okresowo liczba prezesów narodowych banków centralnych strefy euro, wchodzących w skład Rady Zarządzającej EBC, byłaby mniejsza niż liczba państw strefy euro (podobnie jak będzie to miało miejsce w przypadku członków Komisji Europejskiej z poszczególnych państw członkowskich UE).

Ostatecznie – na podstawie zalecenia EBC¹⁴⁷ i decyzji Rady¹⁴⁸ – pod koniec marca 2003r. przyjęte zostało rozwiązanie, które przewiduje, że wraz z powiększeniem strefy euro o nowe pań-

¹⁴⁶ Szerzej na temat reformy instytucjonalnej UE: Szelağ (2003).

¹⁴⁷ ECB Recommendation, under Article 10.6 of the Statute of the European System of Central Banks and of the European Central Bank, for a Council Decision on an amendment to Article 10.2 of the Statute of the European System of Central Banks and of the European Central Bank (ECB/2003/1) (submitted by the ECB on 3 February 2003), OJ C 29, 07.02.2003.

¹⁴⁸ Decision of the Council, meeting in the composition of the Heads of State or Government, on an amendment to Article 10.2 of the Statute of the European System of Central Banks and of the European Central Bank, Brussels, 21 March 2003.

stwa nastąpi wprowadzenie systemu rotacji w odniesieniu do podejmowania decyzji w ramach Rady Zarządzającej EBC, zgodnie z którym tylko członkowie Zarządu EBC (6 głosów dla 6 osób) będą posiadać stałe prawo głosu, natomiast pozostali członkowie Rady Zarządzającej (prezisi banków centralnych ze strefy euro) będą posiadać prawo głosu okresowo (15 głosów dla np. 20 czy 25 osób). Postanowiono, że wpływ na decyzje posiadany przez poszczególnych prezesów będzie uzależniony od potencjału gospodarczego ich państw (tj. przede wszystkim od udziału ich PKB w całkowitym PKB strefy euro), a także – choć w znacznie mniejszym stopniu – od potencjału ich sektora finansowego. Biorąc to wszystko pod uwagę, przewiduje się, że reforma podejmowania decyzji nastąpi w dwóch fazach (w zależności od liczebności strefy euro):

- pierwsza faza – gdy liczba prezesów narodowych banków centralnych przekroczy 15, ale nie przekroczy 21. Wówczas zostaną oni podzieleni na dwie grupy: pierwszą – składającą się z 5 prezesów reprezentujących największe państwa strefy euro i drugą – obejmującą pozostałych prezesów. Łącznie będą oni posiadać 15 głosów, z tym, że prezesi z pierwszej grupy – 4, zaś z drugiej – 11;

- druga faza – gdy liczba prezesów banków centralnych osiągnie 22. Wtedy zostaną oni podzieleni na trzy grupy: pierwszą – składającą się z 5 prezesów reprezentujących największe państwa strefy euro, drugą – w skład której wejdzie połowa wszystkich prezesów, oraz trzecią – obejmującą pozostałych prezesów (z najmniejszych państw strefy euro). Łącznie będą oni posiadać 15 głosów, przy czym prezesi z pierwszej grupy – 4, z drugiej – 8, a z trzeciej – 3.

Wszyscy prezesi banków centralnych – niezależnie od tego czy w danym momencie będą posiadać prawo głosu, czy też nie – będą mogli brać udział w posiedzeniu Rady Zarządzającej, jak również w dyskusji, ale nie wszyscy będą mogli brać udział w głosowaniu (podejmowaniu decyzji). Każdy uprawniony do głosowania członek Rady Zarządzającej będzie posiadał, tak jak obecnie, jeden głos¹⁴⁹.

Jak wynika z powyższego, nie nastąpiło wprawdzie odejście od zasady „jeden członek – jeden głos”, ale system rotacji został skonstruowany w taki sposób, że jest on wyraźnie korzystniejszy dla dużych państw członkowskich, którym zapewnia znacznie większy wpływ na podejmowanie decyzji dotyczących strefy euro jako całości. Naturalnie, wywołało to liczne protesty ze strony mniejszych państw członkowskich, postrzegających powyższe zmiany jako istotne zmniejszenie ich znaczenia w procesie decyzyjnym w porównaniu do stanu obecnego. Należy jednak zauważyć, że to właśnie stan obecny, który charakteryzuje się wprawdzie „polityczną poprawnością”, nie ma w istocie żadnego ekonomicznego uzasadnienia. Nie istnieją bowiem rzeczowe argumenty o charakterze ekonomicznym przemawiające za tym, aby państwo o takim potencjale gospodarczym jak np. Niemcy miało w Radzie Zarządzającej EBC taką samą pozycję i wpływ na decyzje jak np. Luksemburg. Proponowana reforma procedur decyzyjnych była więc koniecznością. Ma ona charakter strategiczny i długofalowy, a tym samym – podobnie jak reforma instytucjonalna zawarta w Traktacie z Nicei – ma na celu umożliwienie płynnego włączenia się nowych państw w istniejące mechanizmy bez konieczności ponownego dokonywania zmian, a jednocześnie usprawnienie funkcjonowania EBC po rozszerzeniu strefy euro, w tym zwłaszcza procesu podejmowania decyzji dotyczących jednolitej polityki pieniężnej.

¹⁴⁹ Aby proponowane zmiany weszły w życie, decyzja Rady, która je wprowadziła, musi być ratyfikowana przez wszystkie państwa członkowskie, zgodnie z ich wymogami konstytucyjnymi.

Słownik kluczowych pojęć

AGREGATY PIENIĘŻNE

Agregaty pieniężne można zdefiniować jako sumę pieniądza gotówkowego w obiegu oraz innych należnych sum finansowych wynikających z różnego rodzaju pasywów, tj. zobowiązań tzw. sektora monetarnych instytucji finansowych (banków centralnych, instytucji kredytowych i instytucji finansowych) oraz pewnych jednostek centralnego sektora rządowego (np. urzędów pocztowych) w stosunku do rezydentów ze strefy euro nie zaliczających się do sektora monetarnych instytucji finansowych (z wyłączeniem rządu centralnego). Agregaty pieniężne wykorzystywane są w polityce pieniężnej do kontroli wielkości podaży pieniądza w gospodarce.

W strefie euro wyróżnia się trzy rodzaje agregatów pieniężnych: M1 – wąski agregat pieniężny, M2 – pośredni agregat pieniężny oraz M3 – szeroki agregat pieniężny. W skład agregatu M1 wchodzi pieniądz gotówkowy w obiegu i depozyty typu O/N (*overnight*) będące w posiadaniu rezydentów ze strefy euro (innych niż rząd centralny). W skład agregatu M2 wchodzi agregat M1 oraz depozyty z uzgodnionym terminem do 2 lat i depozyty płatne na żądanie z terminem do 3 miesięcy. W skład agregatu M3 wchodzi agregat M2 oraz transakcje warunkowe (*repo*), jednostki uczestnictwa w funduszach rynku pieniężnego oraz papiery rynku pieniężnego i papiery dłużne z terminem do 2 lat. Poszczególne składniki agregatów pieniężnych charakteryzują się generalnie wysokim stopniem płynności (w szerokim znaczeniu).

ECU

Europejska Jednostka Pieniężna (*European Currency Unit – ECU*) była umowną jednostką monetarną wprowadzoną w 1979 r. wraz z ustanowieniem Europejskiego Systemu Walutowego (ECU stanowiła centralny element ESW). ECU nie była samodzielną walutą, lecz tzw. koszykiem walutowym (*currency basket*), w skład którego wchodziły waluty narodowe państw członkowskich Wspólnoty (początkowo dziewięć, ostatecznie dwanaście). Na mocy Traktatu z Maastricht, z dniem 1 stycznia 1994r. skład koszyka ECU został zamrożony, w związku z czym po przystąpieniu do UE Austrii, Finlandii i Szwecji (w 1995 r.) ich waluty nie zostały już do niego włączone. Przez cały okres swojego istnienia ECU funkcjonowała w dwóch odrębnych sferach: oficjalnej i prywatnej. W sferze oficjalnej ECU była wykorzystywana przede wszystkim przez instytucje wspólnotowe oraz banki centralne państw członkowskich (głównie jako jednostka rozrachunkowo-ewidencyjna – do sporządzania wspólnotowego budżetu, w rozliczeniach pomiędzy bankami centralnymi itp.). W sferze prywatnej ECU była natomiast wykorzystywana pomiędzy podmiotami rynkowymi – prywatnymi i publicznymi, osobami fizycznymi i prawnymi, instytucjami finansowymi i niefinansowymi itp.

Z dniem 1 stycznia 1999 r. zostało zastąpione przez euro (przy zastosowaniu przelicznika 1:1). Ostatni kurs ECU był jednocześnie pierwszym kursem euro.

EURO

Euro to jednolita waluta europejska, która została wprowadzona na mocy Traktatu z Maastricht (sama nazwa „euro” została przyjęta już po wejściu w życie Traktatu – na szczycie Rady Europejskiej w Madrycie, w czerwcu 1995 r.). Euro obowiązuje na obszarze państw należących do Unii Gospodarczej i Walutowej i tworzących tzw. strefę euro. Jest także prawnym środkiem płatniczym na terytoriach zamorskich i stowarzyszonych z państwami strefy euro, a także w niektórych małych państwach europejskich silnie powiązanych wcześniej lub posługujących się walutami zastąpionymi przez euro. Kodem walutowym euro jest skrót EUR, a sym-

bolem jest wzorowana na greckiej literze epsilon litera E z podwójnym poziomym przekreśleniem mającym symbolizować stabilność waluty (Ä).

Wprowadzenie euro nastąpiło 1 stycznia 1999 r., z tym, że przez pierwsze trzy lata swego istnienia (w tzw. okresie przejściowym – do 31 grudnia 2001 r.), euro było używane wyłącznie w obrocie bezgotówkowym, równoległe z walutami narodowymi państw strefy euro. Od dnia 1 stycznia 2002 r. euro zostało wprowadzone do obiegu w formie gotówkowej – banknotów i monet. Przez pewien czas w obiegu znajdowało się zarówno euro, jak i waluty narodowe (był tzw. okres podwójnego obiegu trwający maksymalnie do końca lutego 2002 r.). Narodowe waluty, które zostały wycofane z obiegu, są i będą wymieniane na euro jeszcze przez wiele lat (w wielu państwach nawet bezterminowo).

Praktycznie od momentu wprowadzenia euro stało się drugą z najważniejszych walut międzynarodowych na świecie (po dolarze amerykańskim).

EUROPEJSKI BANK CENTRALNY

Europejski Bank Centralny (EBC) to kluczowa instytucja UGW, utworzona na bazie Europejskiego Instytutu Walutowego. Siedzibą EBC jest Frankfurt nad Menem. EBC został utworzony w czerwcu 1998 r., a swą działalność (prowadzenie jednolitej polityki pieniężnej) rozpoczął wraz z rozpoczęciem trzeciego etapu UGW, tj. od 1 stycznia 1999 r. EBC jest instytucją posiadającą osobowość prawną i w pełni niezależną od państw członkowskich, a także instytucji i organów wspólnotowych. EBC jest odpowiedzialny za realizację zadań ESBC, wykonując je albo samodzielnie, albo też poprzez narodowe banki centralne, które pełnią rolę „operacyjnego ramienia EBC” i którym EBC deleguje część swoich zadań, jeżeli uzna to za stosowne.

Do wyłącznych kompetencji EBC należy również prawo wydawania zgody i upoważnień do emisji banknotów i bicia monet we Wspólnocie (a ściślej w strefie euro). Banknoty mogą być emitowane przez EBC i narodowe banki centralne, a monety mogą być bite przez państwa członkowskie po otrzymaniu zgody EBC co do wielkości emisji.

Organami decyzyjnymi EBC są Zarząd, Rada Zarządzająca i Rada Generalna.

EUROPEJSKI INSTYTUT WALUTOWY

Europejski Instytut Walutowy (EIW) został powołany na mocy Traktatu z Maastricht z dniem 1 stycznia 1994 r., czyli rozpoczęcia drugiego etapu UGW. Do głównych zadań EIW należało m. in.: zacieśnianie współpracy pomiędzy bankami centralnymi państw członkowskich, zwłaszcza w zakresie koordynacji polityk pieniężnych, nadzorowanie funkcjonowania Europejskiego Systemu Walutowego, a także działania przygotowawcze do trzeciego etapu UGW. Przewidziano, że EIW – po wykonaniu powierzonych mu zadań – ulegnie rozwiązaniu i zostanie zastąpiony przez Europejski Bank Centralny, co faktycznie nastąpiło w czerwcu 1998 r.

EUROPEJSKI SYSTEM BANKÓW CENTRALNYCH

Europejski System Banków Centralnych (ESBC) został ustanowiony na mocy Traktatu z Maastricht i funkcjonuje od początku trzeciego etapu UGW, tj. od 1 stycznia 1999 r. ESBC składa się z Europejskiego Banku Centralnego (jako jednostki centralnej) oraz z narodowych banków centralnych państw członkowskich UE (jako jednostek uczestniczących). Zgodnie z Traktatem, głównym zadaniem ESBC jest prowadzenie jednolitej polityki pieniężnej, której głównym celem jest stabilność cen (faktycznie polityka ta jest jednak prowadzona w ramach Eurosystemu). Do zadań ESBC należy także prowadzenie operacji walutowych, utrzymywanie i zarządzanie rezerwami walutowymi państw członkowskich, wspieranie sprawnego funkcjonowania systemów płatniczych oraz nadzoru bankowego.

EUROPEJSKI SYSTEM WALUTOWY

Europejski System Walutowy (*European Monetary System*) był systemem wzajemnego stabilizowania kursów walutowych państw członkowskich. Kursy walutowe państw należących do ESW musiały być utrzymywane względem ECU i względem siebie w określonym przedziale wahań. Podstawowymi elementami ESW były: europejska jednostka pieniężna (ECU), mechanizm kursowy (ERM) i mechanizm interwencyjno-kredytowy.

Zasadniczym celem utworzenia ESW było osiągnięcie większej stabilności walutowej w ramach Wspólnoty, kontynuacja i pogłębienie integracji walutowej między państwami członkowskimi, a także zwiększenie ich odporności na zewnętrzne kryzysy gospodarcze i walutowe.

ESW został utworzony na podstawie propozycji Przewodniczącego Komisji R. Jenkinsa, porozumienia kanclerza Niemiec H. Schmidta i prezydenta Francji V. Giscarda d'Estaing (tzw. Plan Giscarda-Schmidta), a także na mocy decyzji Rady Europejskiej w Brukseli (z grudnia 1978 r.). ESW zaczął funkcjonować od 13 marca 1979 r. Początkowo w skład ESW wchodziło 9 państw członkowskich, a z czasem przystępowały także inne (choć niektóre z nich, jak np. Szwecja, nigdy nie przystąpiły do ESW). Ostatecznie, po 20 latach istnienia, wraz z rozpoczęciem trzeciego etapu UGW, ESW został zastąpiony przez nowy mechanizm kursowy (ERM 2).

EUROSYSTEM

Eurosystem stanowi tzw. „twardy rdzeń” lub „jądro” ESBC. W skład Eurosystemu wchodzi Europejski Bank Centralny (jako jednostka centralna) oraz 12 banków centralnych z państw należących do strefy euro (jako jednostki uczestniczące). Ze względu na fakt, że Eurosystem obejmuje państwa strefy euro, to właśnie on *de facto* prowadzi jednolitą politykę pieniężną w ramach UGW. Mimo iż określenie „Eurosystem” formalnie nie pojawia się w żadnym traktacie, to faktycznie zaistniało już w powszechnej świadomości i jest bardzo szeroko używane.

JEDNOLITA POLITYKA PIENIĘŻNA

Jednolita polityka pieniężna jest prowadzona w strefie euro od momentu wprowadzenia jednolitej waluty, tj. od 1 stycznia 1999r. Jest ona formułowana przez ponadnarodowy bank centralny – EBC (decyzje w zakresie jednolitej polityki pieniężnej podejmuje Rada Zarządzająca EBC), a realizowana poprzez narodowe banki centralne ze strefy euro. Strategia jednolitej polityki pieniężnej jest oparta na dwóch filarach, które dzielą się w następujący sposób:

– **pierwszy filar** – analiza wzrostu podaży pieniądza w stosunku do ogłaszanych ilościowych wartości bazowych (wartość bazowa dla wzrostu agregatu M3 wynosi 4,5% rocznie);

– **drugi filar** – szeroko zakrojona analiza skupiona na szerokiej gamie innych wskaźników ekonomiczno-finansowych (płace, kurs walutowy, mierniki działalności w sferze realnej, wskaźniki polityki fiskalnej, indeksy cenowe i kosztowe, wyniki badań ankietowych wśród przedsiębiorców i konsumentów itp.), a także prognozach dotyczących kształtowania się cen.

Na podstawie informacji z powyższych filarów Rada Zarządzająca EBC podejmuje stosowne decyzje z zakresu polityki pieniężnej.

KRYTERIA ZBIEŻNOŚCI

Kryteria zbieżności (*convergence criteria*) zostały wprowadzone na mocy Traktatu z Maastricht. Ich spełnienie jest warunkiem koniecznym zakwalifikowania danego państwa do strefy euro i przyjęcia wspólnej waluty. Do ilościowych kryteriów zbieżności zalicza się:

– **stabilność cen** – wskaźnik inflacji przewyższający nie więcej niż o 1,5 punktu procentowego analogiczny średni wskaźnik dla trzech państw UE o najniższej inflacji;

– **finanse publiczne** – wskaźnik deficytu budżetowego nie przekraczający 3% PKB oraz wskaźnik długu publicznego nie przekraczający 60% PKB;

– **kurs walutowy** – wahania kursu muszą utrzymywać się w normalnym przedziale wahań przewidzianym przez tzw. Mechanizm Kursowy w ramach ESW, a waluta nie może być dewaluowana w ciągu ostatnich dwóch lat przed dokonaniem oceny;

– **długookresowe stopy procentowe** – wskaźnik długookresowych stóp procentowych przewyższający nie więcej niż o 2 punkty procentowe analogiczny średni wskaźnik dla trzech państw UE o najniższej inflacji.

Oprócz powyższych kryteriów o charakterze ilościowym, za dodatkowe kryterium uznawana jest również **niezależność banku centralnego**.

MECHANIZM TRANSMISJI POLITYKI PIENIĘŻNEJ

Mechanizm transmisji polityki pieniężnej to proces, dzięki któremu decyzje z zakresu polityki pieniężnej (np. dotyczące wysokości krótkookresowych stóp procentowych) wpływają na gospodarkę, w tym również na ogólny poziom cen. Mechanizm transmisji charakteryzuje się istnieniem różnego rodzaju kanałów, poprzez które przesyłane są określone sygnały polityki pieniężnej do gospodarki (jak np. kanał stopy procentowej, kanał kredytowy, kanał kursu walutowego itp.). Kanały transmisji są zwykle bardzo złożone i często wzajemnie ze sobą powiązane. Zrozumienie sposobu, w jaki polityka pieniężna – np. poprzez krótkookresowe stopy procentowe – może wpływać na gospodarkę (w tym również na ogólny poziom cen) ułatwia podejmowania trafnych decyzji z zakresu polityki pieniężnej, dzięki którym możliwe jest osiągnięcie i utrzymanie celu w postaci stabilności cen.

MECHANIZMY KURSOWE

Mechanizm Kursowy (*Exchange Rate Mechanism – ERM*) stosowany w ramach Europejskiego Systemu Walutowego opierał się na dwóch kategoriach kursów: (1) kursach centralnych poszczególnych walut narodowych wobec ECU oraz (2) kursach bilateralnych pomiędzy poszczególnymi walutami narodowymi. Kursy walutowe, na których opierał się mechanizm kursowy w ramach ESW, charakteryzowały się tym, że były stałe i dostosowywalne. Stałość kursów oznaczała, że mogły się one wahać jedynie w ściśle określonym przedziale wokół kursu centralnego. Początkowo standardowym przedziałem wahań w ramach ESW był przedział $\pm 2,25\%$ wokół kursu centralnego. Dla niektórych walut (lira włoskiego, pesety hiszpańskiej, funta brytyjskiego i eskudo portugalskiego) stosowano jednak szerszy przedział $\pm 6\%$. Ostatecznie, w wyniku kryzysu walutowego i gospodarczego, w 1993 r. przedział wahań został rozszerzony do $\pm 15\%$ wokół kursu centralnego. Natomiast dostosowywalność kursów oznaczała, że mogły być one okresowo zmieniane; zmiany kursów centralnych wymagały jednak zgody wszystkich państw należących do ESW.

W związku z wprowadzeniem euro, na szczycie Rady Europejskiej w Amsterdamie (w czerwcu 1997 r.) podjęto decyzję, że wraz z rozpoczęciem trzeciego etapu UGW, utworzony zostanie nowy **Mechanizm Kursowy 2** (*Exchange Rate Mechanism – ERM 2*), który zastąpi dotychczasowy ESW. Celem istnienia ERM 2 jest stabilizowanie kursów walutowych pomiędzy euro a walutami państw członkowskich UE spoza strefy euro. Uczestnictwo w ERM 2 jest dobrowolne. Od początku należały do niego Grecja i Dania. Formalnie w ramach ERM 2 obowiązuje przedział $\pm 15\%$ i taki też stosowano dla greckiej drachmy, natomiast dla korony duńskiej obowiązywał węższy przedział wahań $\pm 2,25\%$. Od 1 stycznia 2001 r. Grecja przystąpiła do strefy euro, a tym samym wystąpiła z ERM 2. Oczekuje się, że w skład ERM 2 wejdą (na co najmniej 2 lata) wszystkie nowe państwa członkowskie, które w przyszłości przystąpią do UE i przez pewien czas będą pozostawać poza strefą euro.

ORGANY EUROPEJSKIEGO BANKU CENTRALNEGO

Organami decyzyjnymi EBC są: Zarząd, Rada Zarządzająca i Rada Generalna:

– **Zarząd** składa się z prezesa, wiceprezesa oraz czterech członków, których kadencja trwa 8 lat. Statut ESBC stanowi, że kadencja prezesa, wiceprezesa i pozostałych członków Zarządu trwa 8 lat; przewiduje jednak, że – w drodze wyjątku – w przypadku pierwszego składu Zarządu kadencje te będą miały zróżnicowaną długość, tj. kadencja pierwszego wiceprezesa – 4 lata, a kadencje pierwszych członków Zarządu – od 5 do 8 lat. Kadencje kolejnych członków Zarządu będą już 8-letnie. Zarząd ma charakter głównego organu operacyjnego EBC i jest odpowiedzialny za bieżące sprawy EBC, w tym realizację polityki pieniężnej zgodnie z wytycznymi i decyzjami podjętymi przez Radę Zarządzającą EBC.

– **Rada Zarządzająca** składa się z wszystkich członków Zarządu (w tym prezesa i wiceprezesa) oraz prezesów narodowych banków centralnych sfery euro (obecnie 12). Rada Zarządzająca jest kluczowym organem decyzyjnym EBC, do którego należy podejmowanie najważniejszych decyzji, mających strategiczne znaczenie dla Eurosystemu, m. in. formułowanie jednolitej polityki pie-

niężej dla strefy euro (w tym celów pośrednich tej polityki, podstawowych stóp procentowych i wysokości rezerw w strefie euro).

– **Rada Generalna** składa się z prezesa i wiceprezesa Zarządu oraz prezesów narodowych banków centralnych wszystkich państw członkowskich UE (obecnie 15). Rada Generalna pełni funkcje doradcze, wspomagające i administracyjne. Rada Generalna jest swego rodzaju „organem przejściowym” i będzie istnieć dopóty, dopóki nie wszystkie państwa członkowskie UE przystąpią do strefy euro.

PLAN WERNERA

Na szczycie Rady Europejskiej w Hadze (w grudniu 1969 r.) przywódcy państw członkowskich podjęli decyzję o utworzeniu unii gospodarczej i walutowej w ramach Wspólnoty. Opracowanie szczegółowego planu w tym zakresie powierzono specjalnej grupie ekspertów pod przewodnictwem P. Wernera (ówczesnego premiera i ministra finansów Luksemburga). W październiku 1970 r. grupa Wernera przedstawiła raport dotyczący wprowadzenia unii gospodarczej i walutowej we Wspólnocie, znany jako Raport Wernera lub Plan Wernera.

Plan Wernera zakładał utworzenie unii gospodarczej i walutowej w ciągu 10 lat, tj. do końca 1980r. Plan ten przewidywał, że nastąpi to w trzech etapach, ale nie precyzował konkretnych działań, które miałyby zostać przeprowadzone przez państwa członkowskie na poszczególnych etapach (z wyjątkiem etapu pierwszego – 1971-1973). Raport przewidywał, że na tym etapie powinno nastąpić wprowadzenie pełnej i nieodwracalnej wymienialności walut, likwidacja przedziałów wahań kursów walutowych, ustanowienie trwałych parytetów walut i pełna liberalizacja obrotu kapitałowego. Przewidywano też stworzenie centrum decyzyjnego w zakresie polityki gospodarczej oraz wspólnotowego systemu banków centralnych.

Plan Wernera zakończył się ostatecznie niepowodzeniem. Na przeszkodzie stanęły poważne światowe kryzysy walutowe (upadek systemu z Bretton Woods, upłynnienie kursu dolara) i gospodarcze (pierwszy kryzys naftowy). Przeszkodą były też istotne różnice w sytuacji gospodarczej poszczególnych państw członkowskich (inflacja, finanse publiczne itd.), jak również brak wiążących przepisów rangi traktatowej dotyczących unii walutowej i wspólnej waluty. Do idei Planu Wernera powrócono na przełomie lat osiemdziesiątych i dziewięćdziesiątych, czego efektem było opracowanie Raportu Delorsa, a następnie przyjęcie Traktatu z Maastricht, na podstawie których utworzona została Unia Gospodarcza i Walutowa.

RAPORT DELORSA

Na szczycie Rady Europejskiej w Hanowerze (w czerwcu 1988r.) postanowiono ponownie powrócić do koncepcji utworzenia unii gospodarczej i walutowej we Wspólnocie. Zadanie opracowania nowego planu w tym zakresie powierzono specjalnej grupie pod przewodnictwem J. Delorsa (ówczesnego przewodniczącego Komisji Europejskiej), w skład której weszli prezesi banków centralnych państw członkowskich i niezależni eksperci (tzw. Komitet Delorsa). Efektem prac grupy był tzw. Raport Delorsa, który został opublikowany w 1989r.

Raport Delorsa – podobnie jak wcześniej Plan Wernera – zakładał, że tworzenie unii gospodarczej i walutowej jest procesem etapowym, proponując jednocześnie podział dochodzenia do niej na trzy jasno zdefiniowane etapy – od (1) utworzenia jednolitego rynku, stabilizacji kursów walutowych w ramach Europejskiego Systemu Walutowego, poprzez (2) osiągnięcie zbieżności gospodarczej między państwami członkowskimi, aż po (3) nieodwołalne usztywnienie kursów walutowych, utworzenie stosownych instytucji i wprowadzenie jednolitej waluty.

Raport Delorsa nie precyzował konkretnych dat rozpoczęcia i zakończenia poszczególnych etapów. Daty te ustalono później; datę rozpoczęcia pierwszego etapu – na szczycie Rady Europejskiej w Madrycie w czerwcu 1989r., zaś daty rozpoczęcia drugiego i trzeciego etapu – w Traktacie z Maastricht. Ostatecznie proces tworzenia UGW podzielono na następujące etapy: pierwszy (1990-1993), drugi (1994-1998) i trzeci (od 1999 r.).

STABILNOŚĆ CEN

Zgodnie z Traktatem z Maastricht, utrzymywanie stabilności cen jest podstawowym celem ESBC (a właściwie Eurosystemu) w ramach prowadzonej jednolitej polityki pieniężnej. W dniu 13 października 1998 r. Rada Zarządzająca EBC oficjalnie ogłosiła ilościową definicję stabilności cen. Zgodnie z nią, stabilność cen oznacza wzrost cen (mierzony zharmonizowanym wskaźnikiem cen konsumpcyjnych – HICP), który w stosunku rocznym (rok do roku) jest niższy niż 2%. Istotne jest przy tym, aby stabilność cen była utrzymana w średnim okresie.

STREFA EURO

Strefa euro (*euro area*, *euro zone*) to zwyczajowa nazwa obszaru składającego się z tych państw UE, które przystąpiły do Unii Gospodarczej i Walutowej i przyjęły jednolitą walutę euro. Z dniem 1 stycznia 1999 r. w skład strefy euro weszło 11 państw członkowskich UE – Austria, Belgia, Finlandia, Francja, Hiszpania, Holandia, Irlandia, Luksemburg, Niemcy, Portugalia i Włochy. Od dnia 1 stycznia 2001 r. dwunastym członkiem została Grecja.

TRAKTAT WE

Traktat ustanawiający Wspólnotę Europejską (wcześniej: Europejską Wspólnotę Gospodarczą) został podpisany 25 marca 1957 r. w Rzymie (stąd zwyczajowa nazwa Traktat Rzymski). Podpisało go sześć państw założycielskich – Francję, Niemcy, Włochy, Belgię, Holandię i Luksemburg. Traktat został, który został zawarty na czas nieokreślony, wszedł w życie 1 stycznia 1958 r. Przepisy Traktatu WE były następnie kilkakrotnie zmieniane. Po raz pierwszy gruntownych zmian dokonał Jednolity Akt Europejski (z 1986 r.), który wszedł w życie 1 lipca 1987 r. Kolejnych zmian dokonały kolejne traktaty – Traktat z Maastricht (z 1992 r.), który wszedł w życie 1 listopada 1993 r.; Traktat Amsterdamski (z 1997 r.), który wszedł w życie 1 maja 1999 r.; Traktat z Nicei (z 2001 r.), który wszedł w życie 1 lutego 2003 r.

TRAKTAT Z MAASTRICHT

Traktatu o Unii Europejskiej (Traktat UE) został przyjęty na szczycie Rady Europejskiej w Maastricht w grudniu 1991 r., podpisany w lutym 1992 r. również w Maastricht, a następnie – po ratyfikacji przez wszystkie 12 państw członkowskich, które wówczas należały do Wspólnoty – wszedł w życie z dniem 1 listopada 1993 r. Traktat UE, znany też jako Traktat z Maastricht, został zawarty na czas nieokreślony. Na mocy Traktatu UE – po ponad dwudziestoletniej debacie na ten temat – państwa członkowskie ustanowiły między sobą Unię Europejską.

Traktat z Maastricht wprowadził również przepisy dotyczące ustanowienia Unii Gospodarczej i Walutowej, w tym przepisy dotyczące jednolitej polityki pieniężnej, koordynacji polityk gospodarczych (a zwłaszcza budżetowych), zmian instytucjonalnych (m. in. powołania Europejskiego Instytutu Walutowego, a następnie Europejskiego Banku Centralnego i Europejskiego Systemu Banków Centralnych, kryteriów zbieżności, niezależności banku centralnego, etapów dochodzenia do UGW itd. Dzięki wejściu w życie przepisów Traktatu z Maastricht możliwe było wprowadzenie jednolitej waluty – euro (choć samą nazwę „euro” przyjęto już po wejściu w życie Traktatu – na szczycie Rady Europejskiej w Madrycie (w czerwcu 1995 r.); Traktat używał natomiast nazwy „ECU” na określenie przyszłej wspólnej waluty).

UNIA GOSPODARCZA I WALUTOWA

Unia Gospodarcza i Walutowa (UGW) (*Economic and Monetary Union – EMU*) jest jak dotychczas największym osiągnięciem procesu integracji gospodarczej w ramach Wspólnot Europejskich. Zakłada, że państwa, które spełnią określone warunki (tzw. kryteria zbieżności), będą mogły przyjąć wspólną walutę (euro), która zastąpi ich waluty narodowe. Jednolita waluta (*single currency*) jest logicznym dopełnieniem innego ważnego osiągnięcia procesu integracyjnego – Jednolitego Rynku.

Proces dochodzenia do UGW i jednolitej waluty euro został podzielony na trzy etapy:

– **pierwszy etap: od 1 lipca 1990 r. do 31 grudnia 1993 r.** – zadaniem na tym etapie było utworzenie wspólnego rynku wewnętrznego (Jednolitego Rynku) opartego na tzw. czterech swobodach (swobodzie przepływu towarów, usług, osób i kapitału na obszarze Wspólnoty);

– **drugi etap: od 1 stycznia 1994 r. do 31 grudnia 1998 r.** – najważniejszym zadaniem na tym etapie było spełnienie przez państwa członkowskie kryteriów zbieżności warunkujących przystąpienie do strefy euro, a także powołanie Europejskiego Instytutu Walutowego jako załączka Europejskiego Banku Centralnego;

– **trzeci etap: od 1 stycznia 1999 r.** – z dniem rozpoczęcia trzeciego etapu została wprowadzona jednolita europejska waluta euro, zastępująca waluty narodowe, jednakże tylko w obiegu bezgotówkowym. W formie gotówkowej euro zostało wprowadzone do obiegu z dniem 1 stycznia 2002 r.

Generalnie UGW jest rozumiana jako część państw UE, które przyjęły wspólną walutę w miejsce swoich walut narodowych. Formalnie jednak w skład UGW wchodzi wszystkie państwa członkowskie UE (tak jak w skład ESBC). Jednak tylko część z nich w pełni uczestniczy w UGW i faktycznie tworzy unię walutową (te państwa, które spełniły kryteria zbieżności, przyjęły euro i należą do Eurosystemu). Pozostałe zaś, które nie spełniają kryteriów zbieżności, mają status tzw. państw objętych derogacją (wyłączeniem) i uczestniczą w UGW jedynie w ograniczonym zakresie, tj. pozostają poza strefą euro i w dalszym ciągu posługują się własnymi walutami narodowymi (są też państwa – Wielka Brytania i Dania – które wynegocjowały zapis w Traktacie z Maastricht umożliwiający im pozostawanie poza strefą euro tak długo, jak uznają to za stosowne, nawet wówczas, gdy spełnią kryteria zbieżności). Docelowo jednak wszystkie państwa członkowskie powinny przyjąć euro, a tym samym takie pojęcia jak UE i UGW czy ESBC i Eurosystem staną się formalnie i faktycznie tożsame.

Od 1 stycznia 1999 r. strefa euro liczyła jedenaście państw członkowskich UE, a od 1 stycznia 2001 r. liczy ich dwanaście.

ZHARMONIZOWANY WSKAŹNIK CEN KONSUMPCYJNYCH

W ramach przygotowań do wprowadzenia euro państwa członkowskie UE, a ściślej ich narodowe urzędy statystyczne we współpracy z unijnym urzędem statystycznym (Eurostatem), opracowały jednolity wskaźnik do mierzenia poziomu inflacji – tzw. zharmonizowany wskaźnik cen konsumpcyjnych (*harmonised index of consumer prices – HICP*), którym posługują się od stycznia 1997r. Miało to na celu zapewnienie porównywalności danych z poszczególnych państw członkowskich, której nie zapewniały stosowane wcześniej narodowe wskaźniki cen konsumpcyjnych (*consumer prices indices – CPIs*). Od stycznia 1999r. HICP jest także podstawowym wskaźnikiem wykorzystywanym dla potrzeb jednolitej polityki pieniężnej w strefie euro.

8

Bibliografia

- Akerlof G. A., W. T. Dickens, G. L. Perry** (1996), *The macroeconomics of low inflation*, Brookings Papers on Economic Activity, Vol. 1.
- Akerlof G. A., W. T. Dickens, G. L. Perry** (2000), *Near rational wage and price setting and the long run Phillips curve*, Brookings Papers on Economic Activity, Vol. 1.
- Akhand H. A.** (1998), *Central bank independence and growth: a sensitivity analysis*, Canadian Journal of Economics, Vol. 31, No. 2.
- Alesina A., L. H. Summers** (1993), *Central bank independence and macroeconomic performance: some comparative evidence*, Journal of Money, Credit and Banking, No. 25, August.
- Andres J., I. Hernando**, (1999), *Does inflation harm economic growth? Evidence from the OECD* [w:] M. Feldstein (red.), *The costs and benefits of price stability*, op.cit.
- Angeloni I., V. Gaspar, O. Tristani** (1999), *Monetary policy strategy of the ECB* [w:] D. Cobham, G. Zis (red.), *From EMS to EMU*, Macmillan, London.
- Angeloni I., A. Kashyap, B. Mojon** (red.) (2003), *Monetary policy transmission in the euro area*, Cambridge University Press, Cambridge.
- Angeloni I., F. Smets, A. A. Weber** (red.) (2000), *Monetary policy-making under uncertainty*, European Central Bank & Center for Financial Studies, Frankfurt am Main.
- Bailey M.** (1956), *The welfare cost of inflationary finance*, Journal of Political Economy, Vol. 64.
- Baka W.** (1995), *W kwestii niezależności banku centralnego*, Prawo Bankowe, nr 1.
- Baran K.** (2001), *Niezależność Europejskiego Systemu Banków Centralnych a odpowiedzialność demokratyczna*, Wspólnoty Europejskie, nr 9, wrzesień.
- Baran K.** (2002), *Istota federalnego modelu Europejskiego Systemu Banków Centralnych i jego niezależność*, Prawo Bankowe, nr 2, luty.
- Barro R. J.** (1995), *Inflation and economic growth*, NBER Working Paper, No. 5326, October: Bank of England Quarterly Bulletin, No. 35, May.
- Barro R. J.** (1997), *Determinants of economic growth*, MIT Press, London/Cambridge.
- Begg D., C. Wyplosz, P. De Grauwe, F. Giavazzi, H. Uhling** (1999), *Monitoring the European Central Bank update: May 1999*, Centre for Economic Policy Research, London.
- Bernake B. S., I. Mihov** (1997), *What does the Bundesbank target?*, European Economic Review, No. 41.
- Bini Smaghi L., D. Gros** (2000), *Open issues in European central banking*, Macmillan, London.
- Black F., M. S. Scholes** (1973), *The pricing of options and corporate liabilities*, Journal of Political Economy, No. 81.
- Britton E., J. Whitley** (1997), *Comparing the monetary transmission mechanism in France, Germany and the United Kingdom: some issues and results*, Quarterly Bulletin, Bank of England, May.
- Bruno M., W. Easterly** (1995), *Inflation crises and long-run growth*, mimeo, World Bank, July.

- Bruno M., W. Easterly** (1996), *Inflation and growth: in search of a stable relationship*, Federal Reserve Bank of St. Louis Review, Vol. 78.
- Capie F., T. Mills, G. E. Wood** (1994), *Central bank independence and inflation performance: an explanatory data analysis* [w:] P. L. Siklos (red.), *Varieties of monetary reforms: lessons and experiences on the road to monetary union*, Dortrecht-Boston-London.
- Cecchetti S.** (1999), *Legal structure, financial structure and the monetary policy transmission mechanism*, NBER Working Paper, No. 7151, June.
- Clarida R., M. Gertler** (1997), *How the Bundesbank conducts monetary policy* [w:] C. Romer, D. Romer (red.), *Reducing inflation: motivation and strategy*, op.cit.
- Clements B., Z. G. Kontolemis, J. Levy** (2001), *Monetary policy under EMU: differences in the transmission mechanism?*, IMF Working Paper, No. 102, August.
- Coenen G., J.-L. Vega** (1999), *The demand for M3 in the euro area*, ECB Working Paper, No. 6, September.
- Coenen G., A. Levin, V. Wieland** (2001), *Data uncertainty and the role of money as an information variable for monetary policy*, ECB Working Paper, No. 84, November.
- Cozier B., J. Selody** (1992), *Inflation and macroeconomic performance: some cross-country evidence*, Bank of Canada Working Paper, No. 6.
- Crockett A.** (2000), *In search of anchors for financial and monetary stability*, SUERF Colloquium Paper, Vienna, April.
- Cukierman A.** (1992), *Central bank strategy, credibility and independence*, MIT Press Cambridge.
- Cukierman A.** (1995), *The economics of central banking*, paper presented at the 11th World Congress of the International Economic Association, Tunis, December.
- Cukierman A., L. Kalaitzidakis, L. H. Summers, S. B. Webb** (1993), *Central bank independence, growth, investments and real rates*, Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy, Vol. 38.
- Cukierman A., S. B. Webb, B. Neyapti** (1992), *Measuring the independence of central banks and its effects on policy outcomes*, The World Bank Economic Review No. 6.
- Debelle G., S. Fischer** (1994), *How independent should central bank be?* [w:] *Goals, guidelines and constraints facing monetary policy makers*, Federal Reserve Bank of Boston, Conference Series, No. 38.
- De Haan J.** (1995), *Why does central bank independence yield lower inflation: a taxonomy of arguments and empirical evidence*, University of Groningen.
- De Haan J., J. E. Sturm** (1994), *The case for central bank independence*, Banca Nazionale de Lavoro, Quarterly Review, No. 184.
- De Long J. B., L. H. Summers** (1992), *Macroeconomic policy and long-run growth*, Policies for Long-Run Growth, Federal Reserve Bank of Kansas City.
- Dornbush R., C. Favero, F. Giavazzi** (1998), *The immediate challenges for the European Central Bank*, NBER Working Paper, No. 6469, January.
- Doyle C., M. Weale** (1994), *Do we really want an independent central bank?*, Oxford Review of Economic Policy, No. 3.
- Duisenberg W. F.** (1998a), *The ESCB's stability-oriented monetary policy strategy*, speech at the Institute of European Affairs, Dublin, 10 November.
- Duisenberg W. F.** (1998b), *The stability-oriented monetary policy strategy of the European*

System of Central Banks and the international role of the euro, speech at the Economic Club of New York, New York, 12 November.

Ehrmann M. (1998), *Will EMU generate asymmetry? Comparing monetary policy transmission across European countries*, European University Institute Working Paper, No. 28, October.

Eijffinger S. C. W., J. De Haan (1996), *The political economy of central bank independence*, Princeton University, Special Paper in International Economics, No. 19.

Eijffinger S. C. W., E. Schaling (1993), *Central bank independence in twelve industrial countries*, Banca Nazionale de Lavoro, Quarterly Review, No. 182.

Eijffinger S. C. W., E. Schaling (1993), *Central bank independence: theory and evidence*, Tilburg University, Center Discussion Paper, No. 9325.

Eijffinger S. C. W., E. Schaling (1995), *The ultimate determinants of central bank independence*, paper prepared for the Center Conference on Positive Political Economy, Tilburg, 23-24 January.

EMU Monitor (1999), Press Statement No. 4/24, November (www.zei.de).

European Central Bank (1998a), *A stability-oriented monetary policy strategy for the ESCB*, ECB Press Release, 13 October.

European Central Bank (1998b), *The quantitative reference value for monetary growth*, ECB Press Release, 1 December.

European Central Bank (1999a), *The stability-oriented monetary policy strategy of the Eurosystem*, ECB Monthly Bulletin, January.

European Central Bank (1999b), *Euro area monetary aggregates and their role in the Eurosystem monetary policy strategy*, ECB Monthly Bulletin, February.

European Central Bank (1999c), *The role of short-term economic indicators in the analysis of price developments in the euro area*, ECB Monthly Bulletin, April.

European Central Bank (2000a), *Statistical information collected and compiled by the ESCB*, May.

European Central Bank (2000b), *The information content of interest rates and their derivatives for monetary policy*, ECB Monthly Bulletin, May.

European Central Bank (2000c), *Price and cost indicators for the euro area: an overview*, ECB Monthly Bulletin, August.

European Central Bank (2000d), *The two pillars of the ECB's monetary policy strategy*, ECB Monthly Bulletin, November.

European Central Bank (2001), *The monetary policy of the ECB*, Frankfurt am Main, August.

European Monetary Institute (1996a), *The statistical requirements for Monetary Union*, July.

European Monetary Institute (1996b), *Statistical requirements for Stage Three of Monetary Union (implementation package)*, July.

European Monetary Institute (1997a), *The single monetary policy in stage three: specification of the operational framework*, January.

European Monetary Institute (1997b), *The single monetary policy in stage three: elements of the monetary policy strategy of the ESCB*, February.

European Monetary Institute (1997c), *The single monetary policy in stage three: general documentation on ESCB monetary policy instruments and procedures*, September.

Favero C., F. Giavazzi, F. Flabbi (1999), *The transmission mechanism of monetary policy in Europe: evidence from banks' balance sheets*, NBER Working Paper, No. 7231, July.

- Fedorowicz Z.** (1995), *Niezależność banków centralnych (doświadczenia zagraniczne)* [w:] Kancelaria Sejmu, *Status banku centralnego. Doświadczenia i perspektywy*, op.cit.
- Feldstein M.** (red.) (1999), *The costs and benefits of price stability*, University of Chicago Press, Chicago.
- Fischer S.** (1993), *The role of macroeconomic factors in growth*, Journal of Monetary Economics, Vol. 32, No. 3; NBER Working Paper, No. 4565, December.
- Fischer S.** (1995), *Central bank independence revisited*, AEA Papers and Proceedings, May; American Economic Review, Vol. 85, No. 2.
- García Herrero A., V. Gaspar, L. Hoogduin, J. Morgan, B. Winkler** (2000), *Why price stability?*, First ECB Central Banking Conference, Frankfurt am Main, 2-3 November.
- Gerlach S., F. Smets** (1995), *The monetary transmission mechanism: evidence from the G-7 countries* [w:] *Financial structure and the monetary transmission mechanism*, op.cit.
- Giovannini A.** (1993), *Central banking in a monetary union: reflections on the proposed statute of the European Central Bank*, Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy, Vol. 38.
- Goodfriend M.** (1986), *Monetary mystique: secrecy and central banking*, Journal of Monetary Economics, No. 17.
- Goodfriend M., R. G. King** (2000), *The case for price stability* [w:] A. García Herrero i in., *Why price stability?*, op. cit.
- Greenspan A.** (1996), *Opening remarks* [w:] *Achieving price stability*, Federal Reserve Bank of Kansas City.
- Grier K. B., G. Tullock** (1989), *An empirical analysis of cross-national economic growth: 1951-1980*, Journal of Monetary Economics, Vol. 24.
- Grilli V., D. Masciandro, G. Tabellini** (1991a), *Political and monetary institutions and public finance policies in the industrial economies*, Economic Policy, No. 13.
- Grilli V., D. Masciandro, G. Tabellini** (1991b), *Institutions and policies*, Economic Policy, October.
- Groshen E. L., M. E. Schweitzer** (1999), *Identifying inflation's sand and grease effects in the labour market* [w:] M. Feldstein (red.), *The costs and benefits of price stability*, op.cit.
- Heylen F., A. van Poeck** (1996), *Central bank independence: only part of the inflation story*, De Economist, No. 1.
- Huterski R.** (2000), *Niezależność banku centralnego*, TNOiK, Toruń.
- Issing O.** (1999a), *The ECB and its watchers*, speech at the ECB Watchers Conference, Frankfurt am Main, 17 June.
- Issing O.** (1999b), *The Eurosystem: transparent and accountable (or „Willem in Euroland”)*, Journal of Common Market Studies, No. 37.
- Issing O.** (2000), *Why price stability?* [w:] A. García Herrero i in., *Why price stability?*, op.cit.
- Issing O., I. Angeloni** (1999), *The ECB is transparent and accountable*, Wall Street Journal, 20 October.
- Issing O., V. Gaspar, I. Angeloni, O. Tristani** (2001), *Monetary policy in the euro area. Strategy and decision making at the European Central Bank*, Cambridge University Press, Cambridge.
- Jeager A.** (2003), *The ECB's money pillar: an assessment*. IMF Working Paper, No. 82, April.
- Jansen D. W.** (1989), *Does inflation uncertainty affect output growth? Further evidence*, Federal Reserve Bank of St. Louis Review, July/August.

- Kancelaria Sejmu** (1994), *Status banku centralnego. Doświadczenia i perspektywy*, materiały z konferencji z 29 listopada 1994r., Kancelaria Sejmu, Biuro Studiów i Ekspertyz, Warszawa.
- Kieler M.** (2003), *The ECB's inflation targeting*. IMF Working Paper, No 91, May.
- Kormendi R. C., P. G. Meguire** (1985), *Macroeconomic determinants of growth: cross-country evidence*, *Journal of Monetary Economics*, Vol. 16, No. 2.
- Lamfalussy A.** (1997), *The European Central Bank: independent and accountable*, keynote speech at the National Bank of Austria, Vienna, 13 May.
- Laubach T., A. S. Posen** (1997), *Disciplined discretion: monetary targeting in Germany and Switzerland*, *Essays in International Finance*, No. 206, Princeton University, Princeton.
- Levin R., D. Renelt** (1992), *A sensitivity analysis of cross-country growth regression*, *American Economic Review*, September.
- Levitt M., C. Lord** (2000), *The political economy of monetary union*, Macmillan, London.
- Logue D. E., R. J. Sweeney** (1981), *Inflation and real growth: some empirical results*, *Journal of Money, Credit and Banking*, No. 13.
- Loungani P., N. Sheets** (1997), *Central bank independence, inflation and growth in transition economies*, *Journal of Money, Credit and Banking*, No. 3, August.
- Mankiw N. G.** (1997), *Comment on Shiller* [w:] C. Romer, D. Romer (red.), *Reducing inflation: motivation and strategy*, op.cit.
- Masciandro D., G. Tabellini** (1988), *Monetary regimes and fiscal deficits: a comparative analysis* [w:] Hang-sheng Cheng (red.), *Monetary policy in Pacific basin countries*, Kluwer, Dordrecht-Lancaster.
- McCandless G. T., W. E. Weber** (1995), *Some monetary facts*, *Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review*, Vol. 19.
- Meyer L. H.** (2000), *The politics of monetary policy: balancing independence and accountability*, speech delivered at the University of Wisconsin, 24 October.
- Mishkin F. S.** (2001), *The economics of money, banking and financial markets*, 6th edition, Addison-Wesley Publishing Company, Readings et al.
- Mojon B.** (2000), *Financial structure and the interest rate channel of the ECB monetary policy*, *ECB Working Paper*, No. 40, November.
- Neumann M.** (1997), *Monetary targeting in Germany* [w:] I. Kuroda (red.), *Towards more effective monetary policy*, St. Martin's Press, New York.
- Neumann M.** (1998), *On the choice of a strategy for the European Central Bank's monetary policy*, *Zentrum für Europäische Integrationsforschung*, University of Bonn.
- Nölling W.** (1993), *Monetary policy in Europe after Maastricht*, Macmillan, London.
- Oręziak L.** (1998), *Polityka pieniężna krajów Unii Europejskiej w perspektywie Unii Gospodarczej i Walutowej*, *Bank i Kredyt*, nr 6, czerwiec.
- Oręziak L.** (2003), *Euro – nowy pieniądz* (II wyd.), Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
- Orphanides A.** (2000), *The quest for prosperity without inflation*, *ECB Working Paper*, No. 15, March.
- Padoa-Schioppa T.** (2000), *An institutional glossary of the Eurosystem*, speech at the conference *The Constitution of the Eurosystem: the views of the EP and the ECB*, Frankfurt am Main, 8 March.
- Parkin M.** (1987), *Domestic monetary institutions and deficits* [w:] *Deficits*, Basil Blackwell.

- Pivetti M.** (1996), *Maastricht and the political independence of central banks. Theory and facts*, Contributions to Political Economy, No. 15.
- Pollard P. S.** (1993), *Central bank independence and economic performance*, Federal Reserve Bank of St. Louis Review, July/August.
- Posen A. S.** (1993a), *Why central bank independence does not cause low inflation: there is no institutional fix for politics*, Finance and the International Economy, Oxford University Press, No. 7.
- Posen A. S.** (1993b), *Central banks and politics*, Amex Bank Review, No. 20.
- Ramaswamy R., T. Sloek** (1998), *The real effects of monetary policy in the European Union: what are the differences?*, IMF Staff Paper, Vol. 45, No. 2, Washington.
- Rogoff K.** (1985), *The optimal degree of commitment to an intermediate monetary target*, Quarterly Journal of Economics, No. 100, November.
- Romer C., D. Romer** (red.) (1997), *Reducing inflation: motivation and strategy*, Chicago University Press, Chicago.
- Ruckriegel K., Seitz F.** (2002), *The Eurosystem and the Federal Reserve System compared: facts and challenges*, ZEI Working Paper, No. B 02, February.
- Samuelson P. A., R. M. Solow** (1960), *Problems of achieving and maintaining a stable price level: analytical aspects of anti-inflation policy*, American Economic Review, Vol. 50.
- Schich S., F. Seitz** (2000), *Overcoming the inflationary bias through institutional changes. Experiences of selected OECD countries*, Schmollers Jahrbuch – Journal of Applied Social Science Studies, Vol. 120.
- Schultze C. L.** (1959), *Recent inflation in the United States*, Study Paper 1. Joint Economic Committee, 86 Cong. 1 sess., September.
- Shiller R. J.** (1996), *Why do people dislike inflation?*, NBER Working Paper, No. 5539, April.
- Shiller R. J.** (1997), *Why do people dislike inflation?* [w:] C. Romer, D. Romer (red.), *Reducing inflation: motivation and strategy*, op.cit.
- Sidrausky M.** (1967), *Rational choice and patterns of growth in a monetary economy*, American Economic Review, Vol. 57.
- Smets F.** (2000), *What horizon for price stability?*, ECB Working Paper, No. 24, July.
- Summers L. H.** (1991), *How should long-term monetary policy be determined?*, Journal of Money, Credit and Banking, Vol. 23.
- Svensson L. E. O.** (1999a), *Monetary policy issues for the Eurosystem*, Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy, Vol. 51.
- Svensson L. E. O.** (1999b), *Monetary policy issues for the Eurosystem*, NBER Working Paper, No. 7177, June.
- Svensson L. E. O.** (1999c), *Inflation targeting as a monetary policy rule*, Journal of Monetary Economics, Vol. 43, No. 3, June.
- Svensson L. E. O.** (2000), *The first year of the Eurosystem: inflation targeting or not?*, NBER Working Paper, No. 7598, January.
- Szeląg K.** (1998), *Wprowadzenie euro – geneza, kluczowe decyzje, aspekty prawne*, Bank i Kredyt, nr 10, październik.
- Szeląg K.** (2001), *Euro – wprowadzenie banknotów i monet do obiegu*, Biblioteka Menedżera i Bankowca.
- Szeląg K.** (2003), *Reforma instytucjonalna Unii Europejskiej (cz. I i II)*, Wspólnoty Europejskie, nr 1 i 2, styczeń/luty, Warszawa.

- Taylor J. B.** (1998), *Monetary policy and the long boom*, Federal Reserve Bank of St. Louis Review, November/December.
- Tobin J.** (1965), *Money and economic growth*, *Econometrica*, Vol. 33.
- Tobin J.** (1972), *Inflation and unemployment*, *American Economic Review*, Vol. 62.
- Vickers J.** (1998), *Inflation targeting in practice: the UK experience*, speech at the Conference on Implementation of Price Stability, Frankfurt am Main, 11-12 September (przedruk: Bank of England, Quarterly Bulletin, No. 38).
- Viñals J.** (2000), *Monetary policy issues in a low inflation environment* [w:] A. García Herrero i in., *Why price stability?*, op. cit.
- von Hagen J.** (1995), *Inflation and monetary targeting in Germany* [w:] L. Leiderman, L. E. O. Svensson (red.), *Inflation targets*, Centre of Economic Policy Research, London.
- von Hagen J.** (1999), *Money growth targeting by the Bundesbank*, *Journal of Monetary Economics*, Vol. 49, No. 3, June.
- Walsh C. E.** (1995), *Central bank independence and the costs of disinflation in the EC* [w:] B. Eichengreen, J. Frieden, J. van Hagen (red.), *Monetary and fiscal policy in an integrated Europe*, Springer-Verlag, Berlin-Heidelberg-New York.
- Weber A. A.** (1995), *Monetary policy in Europe: towards a European Central Bank and one European currency*, *International Journal of Public Administration*, No. 18.
- Wojtyna A.** (1994a), *Dlaczego bank centralny powinien być niezależny?* (cz. 1 i 5), *Życie Gospodarcze* nr 27 i 32.
- Wojtyna A.** (1994b), *Niezależność banku centralnego a teoria ekonomii: główne kwestie sporne* [w:] Kancelaria Sejmu, *Status banku centralnego. Doświadczenia i perspektywy*, op. cit.
- Wojtyna A.** (1996), *Kontrowersje wokół niezależności banku centralnego a przyszły statut NBP (ekspertyza dla Rady Strategii Społeczno-Gospodarczej)*, *Bank i Kredyt*, nr 3, marzec.
- Wood G.** (2001), *Is the European Central Bank too independent?* [w:] J. Hölscher (red.), *50 years of the German mark*, Palgrave, Basingstoke et al.
- Wynne M. A.** (1999), *The European System of Central Banks*, Federal Reserve Bank of Dallas, *Economic Review*, No. 1.
- Wyplosz C.** (2000), *Do we know how low should inflation be?* [w:] A. García Herrero i in., *Why price stability?*, op.cit.
- Zulu J. B., I. S. McCarthy** (1994), *The role and the independence of a central bank* [w:] S. Almuida, G. Sewsenbrenner (red.), *Central banking. Technical assistance to countries in transition*, International Monetary Fund, Washington.