

Jan L. Bednarczyk

Politechnika Świętokrzyska w Kielcach

CEL INFLACYJNY A STABILIZACJA WZROSTU GOSPODARCZEGO. ZMIERZCH POLITYKI EKONOMICZNEJ BAZUJĄCEJ NA NISKIEJ INFLACJI?

Streszczenie: Wyniki wzrostu gospodarczego zależą w znacznym stopniu od uwarunkowań makroekonomicznych stworzonych przez politykę państwa. Szczególna rola przypada polityce pieniężnej, która w ostatnich dziesięcioleciach była postrzegana jako kluczowe narzędzie tworzenia warunków dla tzw. zdrowego ożywienia koniunktury, charakteryzującego się zakotwiczonymi oczekiwaniami inflacyjnymi (*one target, one tool policy*). Doświadczenia gospodarki europejskiej zarówno przed, jak i po kryzysie z połowy 2007 roku pokazują jednak, że utrzymywanie niskiej i stabilnej inflacji samo w sobie nie musi prowadzić do poprawy wskaźników wzrostu ani nie zabezpiecza gospodarki przed głębokim załamaniem koniunktury. Przeciwnie, stawianie przed gospodarką zbyt ambitnych celów w zakresie stabilności cen może się okazać ważną przyczyną osłabienia długoterminowych perspektyw wzrostu.

Słowa kluczowe: inflacja, polityka pieniężna, keynesizm, monetaryzm, SRF, EBC.

Wprowadzenie

Poglądy ekonomiczne właściwie od lat 80. XX wieku zdominowała nieufność do aktywnej krótko- i średniookresowej polityki ekonomicznej oraz przekonanie, że niska, zbliżona do zera inflacja jest warunkiem koniecznym i wystarczającym wejścia gospodarki rynkowej na ścieżkę stabilnego wzrostu. U podstaw tego przekonania legły przede wszystkim doświadczenia krajów uprzemysłowionych z lat 70., gdy skutek dwóch kryzysów energetycznych swoista huśtawka cenowa stała się mocnym czynnikiem zakłócającym mechanizmy rynkowe, ograniczając ich efektywność. Innym ważnym czynnikiem było spektakularne zwycięstwo monetarystów w ich debacie z przedstawicielami ekonomii keynesowskiej na temat przyczyn inflacji i metod jej przezwyciężania.

Z perspektywy ponad trzech dekad można próbować wyciągnąć wnioski co do tego, na ile przełom w postrzeganiu roli krótko- i średniookresowej polityki gospo-

darczej oraz uczynienie ze stabilizacji cen kluczowego barometru jakości tej polityki przyniosło oczekiwane rezultaty, zwłaszcza w zakresie poprawy wskaźników i stabilności wzrostu gospodarczego. Żeby dokonać takiej oceny, analizie zostaną poddane zarówno teoretyczne przesłanki polityki ekonomicznej realizowanej przez główne kraje uprzemysłowione od końca lat 70. XX wieku, jak i narzędzia tej polityki zastosowane zwłaszcza do przezwyciężenia trzech najgłębszych załamania koniunktury w okresie po II wojnie światowej, to jest w latach 1979–1982, 1999–2003 oraz w latach 2007–2009. Na tej podstawie będzie możliwe wyrażenie opinii, na ile obowiązująca obecnie „ortodoksja” polityki ekonomicznej może stanowić adekwatną i trwałą bazę narzędziową do rozwiązywania skomplikowanych problemów współczesnej gospodarki rynkowej.

Użycie w tytule tego opracowania terminu „cel inflacyjny” należy rozumieć nie tyle jako dążenie polityki ekonomicznej do osiągnięcia ściśle określonego poziomu inflacji, lecz jako postulat traktowania inflacji jako priorytetowego zadania polityki ekonomicznej, któremu zostają podporządkowane inne jej cele, a zwłaszcza wzrost gospodarczy i zatrudnienie.

1. Monetyaryzm i jego implikacje dla polityki stabilizacji cen

Monetyaryzm pojawił się jako reakcja na niepowodzenia w latach 60. keynesizmu i polityki stabilizacyjnej bazującej na regulacji popytu. Koronnym dowodem na nieprzydatność keynesizmu, przytaczanym przez jego przeciwników, była jego nieskuteczność w przezwyciężaniu skutków kryzysów energetycznych, jakie „wybuchły” kolejno w latach 1974–1975 i 1979–1981. Zwolennicy nurtu monetarystycznego (osadzonego w tradycji neoklasycznej) podkreślali, że oparcie polityki ekonomicznej na proponowanych przez nich zasadach umożliwiłoby zdecydowaną poprawę jej skuteczności, a w konsekwencji wprowadzenie gospodarki na ścieżkę długookresowego stabilnego wzrostu. Mocno akcentowali przy tym znaczenie i sprawczą rolę zmian podaży pieniądza dla dynamiki realnych procesów gospodarczych. Należy przypomnieć, że Karl Brunner, który pierwszy użył terminu „monetyaryzm”, definiował ten kierunek ekonomiczny jako: 1) uznający przyczynową rolę impulsów pieniężnych w wahaniach produkcji, zatrudnienia i cen, 2) wskazujący na podaż pieniądza jako główne narzędzie przenoszenia impulsów pieniężnych na gospodarkę, 3) opowiadający się za możliwością wykorzystania przez władze pieniężne podaży pieniądza do oddziaływania na cykl koniunkturalny [Brunner 1968, s. 9].

Powyższe cechy przypisywane monetaryzmowi stanowią w istocie akceptowaną, zwięzłą charakterystykę tej doktryny. Jednak M. Friedman w licznych publikacjach [1968; 1970; 1977] dowodził, że w istocie ryzyko prowadzenia tzw. doraźnej polityki pieniężnej, nakierowanej na kształtowanie sytuacji w sektorze realnym jest tak duże dla ogólnej stabilności gospodarczej, że władze pieniężne

powinny zrezygnować z tego typu polityki na rzecz przestrzegania tzw. reguły pieniężnej (utrzymywanie stałej stopy wzrostu podaży pieniądza), nakierowanej głównie na stabilizację cen w długim czasie.

Do odrzucenia przez przedstawicieli nurtu monetarystycznego neutralności pieniądza w krótkim czasie skłaniał ich akceptowany przez nich mechanizm transmisji impulsów pieniężnych oparty na „równowadze struktury majątku”. Zmiany zasobów pieniądza musiały oddziaływać na sferę realną, gdyż aktywa pieniężne i realne stanowiły element tej samej struktury majątku (pieniądz, obligacje, akcje, majątek rzeczowy, majątek ludzki), która wykazywała tendencję do pozostawania w długookresowej równowadze. Zatem nadmiar jednego elementu powodował dostosowania cen pozostałych elementów i powrót do struktury wyjściowej.

Odrzucenie krótkookresowej neutralności pieniądza zbliżało w istocie poglądy monetarystów do poglądów nurtu keynesowskiego w kwestii skuteczności krótkookresowej polityki ekonomicznej. Jednak kontynuatorzy ich dorobku (np. przedstawiciele nowej ekonomii klasycznej) okazali się znacznie bardziej zdecydowani w krytyce przydatności tej polityki, postulując istnienie nie tylko długookresowej, ale i krótkookresowej neutralności pieniądza. Szczególnym przypadkiem tej koncepcji jest tzw. superneutralność pieniądza. Można mówić o niej wtedy, gdy nie tylko jednorazowe, trwałe zmiany, ale i dowolne zmiany odbywające się na ścieżce wzrostu (spadku) podaży pieniądza nie wywołują żadnych zmian wielkości realnych. Przyjęcie tej koncepcji oznaczało w gruncie rzeczy pozbawienie pieniądza jakiegokolwiek wpływu na gospodarkę, co kłóciło się ze zdrowym rozsądkiem, biorąc pod uwagę chociażby oczywisty negatywny wpływ, jaki na realne procesy gospodarcze wywiera hiperinflacja, w czasie której gwałtownemu wzrostowi ilości pieniądza oraz cen towarzyszy zwykle ostre załamanie aktywności sektora realnego. Poza tym, nawet jeśli wahania realnej ilości pieniądza, realnej stopy procentowej czy produkcji (w reakcji na gwałtowne zmiany nominalnej ilości pieniądza) są tylko przejściowe czy krótkotrwałe, to trudno utrzymywać, że nie pojawiają się wcale [Barro 1997, s. 236].

W rezultacie badacze tych problemów, reprezentujący różne nurty teoretyczne, zaczęli się zastanawiać raczej nad długością horyzontu czasowego, w którym zmiany ilości pieniądza znajdują pełne odzwierciedlenie w dostosowaniu się względnych cen oraz innych wielkości nominalnych. Obecnie nie mają raczej wątpliwości co do neutralności pieniądza w długim czasie (w przeciągu kilku lat), kiedy ceny stają się w pełni giętkie (takie stanowisko podzielają również przedstawiciele nowej ekonomii keynesowskiej); natomiast kontrowersje pozostają w kwestii neutralności pieniądza w krótkim okresie, na przykład w przeciągu jednego roku, kiedy to zachowanie się cen i płac jest odmienne niż w okresie długim.

Monetaryści poświęcili wiele uwagi wykazywaniu szkodliwości dla gospodarki wysokiej, zmiennej inflacji, wskazując na nieodzowność polityki dezinflacyjnej. Z góry zakładali, że w trakcie jej realizacji i dochodzenia do inflacji ustabilizowanej na niskim poziomie gospodarka wejdzie w fazę recesji, której będzie towarzyszyło

bezrobocie wyższe od poziomu naturalnego. Akceptowali jednak w pełni koszty tego bezrobocia, uważając, że warto je ponieść jako rekompensatę za powrót do „normalnego” poziomu cen [Friedman 1977, s. 468]. W dłuższym bowiem okresie procesy dostosowawcze oraz przemiany strukturalne, które miały się dokonać w gospodarce – polegające m.in. na: a) zmniejszeniu importochłonności, energochłonności oraz daleko posuniętej racjonalizacji produkcji, prowadzących do ogólnej obniżki nakładów, b) zwiększeniu stopy oszczędności (pod wpływem spadku inflacji), c) ożywieniu działalności sektora prywatnego w związku z odciążeniem tego sektora z części płatności na rzecz budżetu państwa oraz poprawą warunków jego uczestnictwa w rynku kredytowym, d) poprawie dyscypliny pracy (w związku ze wzrostem bezrobocia) i przywróceniu „giętkości” płac, itp. – miały w pełni pokryć poniesione wcześniej straty, gospodarka zaś miała wejść na drogę stabilnego, bezinflacyjnego wzrostu gospodarczego. Friedman nie wypowiedział się jednak na temat optymalnej stopy wzrostu cen¹.

Na temat kosztów polityki dezinflacyjnej pisali m.in. P. Howitt [1990], znany jako twórca tzw. reguły Howitta, oraz D.L. Thornton [1996, s. 23–38] (a wcześniej M. Friedman [1968, 1977]) i inni. Zdaniem Howitta, istnieje wiele argumentów przemawiających na rzecz zerowej inflacji. Należy mieć jednak na względzie koszty sprowadzenia inflacji do tego poziomu i porównywać je z korzyściami, jakie z tego tytułu płyną dla gospodarki. Optymalny poziom inflacji to taki, przy którym wartość bieżąca netto korzyści z dalszego ograniczania inflacji zrównuje się z wartością bieżącą netto kosztów tego ograniczania (np. w postaci wzrostu stopy bezrobocia powyżej poziomu naturalnego [Howitt 1990]). W miarę zbliżania się stopy inflacji do zera koszty jej dalszego ograniczania mogą się stawać coraz większe; wygodnie jest zatem zakończyć proces dezinflacyjny nawet wówczas, gdy korzyści wynikające z tego procesu są ciągle jeszcze pozytywne. Optymalna inflacja powinna przyjmować zatem wartości dodatnie, nieco wyższe od zera. Z kolei, zdaniem Thorntona, odpowiedź na pytanie o to, czy tradycyjnie rozumiana polityka stabilizacji cen jest najlepszym rozwiązaniem, jest o tyle trudna, że nie ma jednoznacznej odpowiedzi na pytanie, w jakim stopniu umiarkowana inflacja może wpływać na poziom produkcji oraz stopę wzrostu gospodarczego [Howitt 1990, s. 103–104].

Akceptacja długookresowej neutralności pieniądza, dyskusja nad optymalizacją kosztów polityki dezinflacyjnej, a także stonowanie stanowiska nurtów postmonetarystycznych w kwestii traktowania regulacji podaży pieniądza jako kluczowego narzędzia polityki pieniężnej czy też podjęcie prób szerszego ujęcia zależności pomiędzy inflacją, kosztem pieniądza a zmianami produkcji (reguła Taylora) stało

¹ A w związku z tym trudno byłoby interpretować jego postulat bezinflacyjnego wzrostu gospodarczego jako dążenie do zerowej inflacji. Chodziło mu raczej o osiągnięcie takiego stanu równowagi wzrostu, przy której inflacja przestałaby być czynnikiem w jakimkolwiek stopniu zakłócającym tę równowagę.

się podstawą wyłonienia swoistego „konsensusu” pomiędzy przedstawicielami konkurujących dotychczas różnych szkół ekonomicznych, a zwłaszcza kierunkami nawiązującymi do tradycji keynesowskiej oraz monetarystycznej. Bezpośrednim następstwem zbliżenia poglądów w wielu kluczowych kwestiach było uznanie stabilności cen za warunek konieczny (i właściwie wystarczający) dla utrzymania gospodarki na ścieżce stabilnego wzrostu gospodarczego i uczynienie z banku centralnego głównej instytucji odpowiedzialnej za jej urzeczywistnienie.

Nowe podejście wypracowane na płaszczyźnie teoretycznej i wdrażane równoległe do praktyki² znalazło wkrótce wyraz w sformułowaniu nowej doktryny polityki stabilizacyjnej nazwanej z czasem doktryną bezpośredniego celu inflacyjnego (*inflation targeting*). Zgodnie z tą doktryną, stabilizacja cen jest najlepszym sposobem przyczynienia się polityki pieniężnej do stabilizacji sfery realnej, a zwłaszcza stabilizacji produkcji i zatrudnienia. Dzieje się tak dlatego, że w warunkach stabilności cen firmy mogą bez zakłóceń planować opłacalność produkcji, mogą też reagować na zmianę warunków produkcji lub warunków konkurencji własnymi dostosowaniami cenowymi, czego efektem w skali makro jest utrzymywanie się rzeczywistej wielkości produkcji w pobliżu poziomu potencjalnego, określonego czynnikami podażowymi, charakterystycznymi dla gospodarki odbiegającej wprawdzie od wzorca doskonałej konkurencji, ale funkcjonującej w warunkach giętkości cen.

Stabilność cen pozwala poza tym uniknąć wielu specyficznych ekonomicznych kosztów inflacji, które są wprawdzie trudne do kwantyfikacji, ale wywierają niewątpliwie wpływ na funkcjonowanie kluczowych segmentów gospodarki. Koszty te dotyczą strat czasu przeznaczonych na dodatkowe wizyty w banku przez drobnych ciułaczy (*shoe-leather costs*), kosztów pogorszenia się efektywności tej części systemu podatkowego, która nie jest oparta na indeksacji progów podatkowych, kosztów ponoszonych przez pożyczkodawców w związku z utratą przez nich części wartości kapitałowej, kosztów ponoszonych przez emerytów, związanych ze spadkiem realnej wartości emerytury itp. Nie bez znaczenia pozostaje również utrwalenie się – w przypadku stabilności cen – wiarygodności państwa co do jego zdolności zabezpieczenia uczestnikom rynku dostępu do stabilnego środka wymiany, jak również niedopuszczenie do ugruntowania się w społeczeństwie przekonania o pogorszeniu się warunków bytu wskutek spadku realnej wartości dochodów [Hall i Papell 2005, s. 471–473].

Zwolennicy polityki bezpośredniego celu inflacyjnego (BCI) idą jeszcze dalej w argumentacji na rzecz niskiej inflacji, utrzymując, że ugruntowanie przez bank centralny w podmiotach gospodarczych przekonania co do utrzymania się niskiej

² Nie ma pełnej jasności co do kolejności, jaką należałoby przyznać teorii i polityce (praktyce bankowości centralnej) w tworzeniu podstaw, a następnie dochodzeniu do ostatecznych postulatów doktryny BCI. Tutaj przyjmuje się uprzedniość teorii w tym sensie, że była ona współtworzona przez praktyków zaangażowanych w działalność banków centralnych.

inflacji również w przyszłości może bezpośrednio się przyczynić do wcześniejszego wyjścia gospodarki z fazy recesji [Goodfriend 2007, s. 55]. Staje się tak dlatego, że w tych warunkach możliwe są głębokie cięcia stóp procentowych (głębsze niż w sytuacji słabo zakotwiczonych oczekiwań inflacyjnych) podtrzymujące wydatki konsumpcyjne oraz inwestycyjne w gospodarce. Żeby było to jednak możliwe, bank centralny musi zrezygnować z zachowywania tajemnicy w zakresie formułowania zasad i wdrażania narzędzi polityki pieniężnej i uczynić swoją politykę w pełni transparentną i przewidywalną dla podmiotów gospodarczych. Jedynie wówczas mogą one w pełni ocenić jego wiarygodność wynikającą z determinacji banku w dążeniu do ustabilizowania cen.

W prezentowanym modelu polityki pieniężnej szczególna rola przypada polityce stóp procentowych. Jest to wyraźne odejście od tradycyjnie negatywnej oceny tego narzędzia przez zwolenników nurtu monetarystycznego [Bednarczyk 1990, s. 52]. Jednak preferowana przez monetarystów regulacja podaży pieniądza okazała się w praktyce trudna do realizacji (innowacje finansowe) i mniej efektywna w zwalczaniu niższej inflacji³. W warunkach niższej inflacji regulacja krótkoterminowych nominalnych stóp procentowych, uzupełniana otoczką prawie publicznej dyskusji nad jej celami i znaczeniem dla przywracania równowagi makroekonomicznej, zdawała się lepiej przyczyniać nie tylko do tonowania oczekiwań inflacyjnych, ale też do kształtowania poziomu długoterminowych stóp procentowych i w konsekwencji do średnioterminowej koniunktury gospodarczej. Logikę tych zależności bardzo dobrze opisuje reguła Taylora [1993], będąca także próbą znalezienia narzędzia służącego do określania stopnia restrykcyjności polityki pieniężnej. Ten jej aspekt był o tyle ważny, że mógł posłużyć do tonowania zapędów nastawionych nadmiernie antyinflacyjnie banków centralnych, aby w pogoni za coraz niższymi wskaźnikami inflacji nie prowadziły zbyt restrykcyjnej polityki pieniężnej, której skutkiem mogłoby być uruchamianie spirali deflacyjnej [Bernanke 2010a].

2. Polityka oparta na stabilizacji cen w praktyce

Istotę polityki pieniężnej zorientowanej antyinflacyjnie (BCI) bardzo trafnie opisuje slogan: polityka jednego celu i jednego narzędzia (*one target, one tool policy*), uwidoczniając dość uproszczony ogląd rzeczywistości gospodarczej w pełni uzależnionej od efektywności wolnych mechanizmów rynkowych. Pierwowzorem tej polityki był niewątpliwie „przełom monetarystyczny” lat 1979–1983, kiedy rządy

³ Za niższą inflację można uznać na przykład tempo wzrostu cen zamykające się wartościami jednocyfrowymi, chociaż w krajach notujących tradycyjnie niskie wskaźniki inflacji, takich jak: Japonia, Niemcy czy Szwajcaria, takie wartości inflacji mogłyby zostać zakwalifikowane jako inflacja galopująca.

Stanów Zjednoczonych i Wielkiej Brytanii usiłowały wdrożyć założenia polityki pieniężnej bazującej na regulacji podaży pieniądza, traktując je nie tylko jako podstawową metodę przezwycięzania inflacji, ale i metodę kształtowania koniunktury gospodarczej w długim okresie. Bardzo szybko okazało się, że współczesny pieniądz nie jest bynajmniej kategorią dającą się określić tak jednoznacznie jak wynikałoby to z nawet najszerzej zakrojonych badań historycznych szeregów czasowych, co przemawiałoby jednak za endogenicznością podaży pieniądza. Wprawdzie banki centralne starały się precyzyjnie mierzyć ilość pieniądza cyrkulującego w gospodarce, budując i poddając kontroli różnorodne agregaty pieniężne, to jednak, jak pokazała praktyka, kontrola tych agregatów nie była ani łatwa do zrealizowania, ani w pełni efektywna. Jakkolwiek odegrała ona kluczową rolę w przezwycięzaniu impulsu inflacyjnego, jaki pojawił się w drugiej połowie lat 70. XX wieku w wyniku dwóch kryzysów energetycznych (tzw. eksperyment monetarystyczny), to jednak pokazała również, że polityka pieniężna w wersji *money is all that matters* (tylko pieniądz ma znaczenie) może powodować znaczne koszty związane z realizacją innych celów ekonomicznych (zwłaszcza w zakresie wzrostu gospodarczego) (tab. 1). W trakcie zaostrzania restrykcji pieniężnych (co było niezbędnym warunkiem stopniowej redukcji obiegu pieniężnego i stabilizacji cen) okazało się, że mechanizmy rynku pieniężnego mogą być nie tylko ważnym instrumentem (pasem transmisyjnym) przenoszenia zmian podaży pieniądza na realny układ gospodarczy, ale także istotnym elementem wzmacniania „oporu” systemu gospodarczego wobec działań podejmowanych przez władze.

Przyczyną tych trudności okazały się innowacje finansowe oraz procesy substytucji, które w warunkach liberalizacji rynków finansowych w sposób zasadniczy modyfikowały zależność pomiędzy dynamiką zmian podaży pieniądza a dynamiką zmian nominalnego PKB, czyniąc proces regulacji agregatów pieniężnych zadaniem znacznie trudniejszym, niżby to wynikało z dokonanych wcześniej przez monetarystów analiz teoretycznych. Procesy te zdają się potwierdzać Keynesowską tezę o występowaniu „złudzenia pieniężnego”, zdecydowanie odrzucaną przez monetarystów.

Tabela 1. Zmiany wskaźników inflacji oraz realnego PKB w Stanach Zjednoczonych i w Wielkiej Brytanii w latach 1979–1983 oraz 1999–2003

Wyszczególnienie	1979	1980	1981	1982	1983	1999	2000	2001	2002	2003
Stany Zjednoczone										
Inflacja	11,3	13,5	10,4	6,1	3,2	2,2	3,4	2,8	1,6	2,3
Wzrost gospodarczy	2,6	-0,4	3,4	-3,0	2,9	4,4	3,7	0,8	1,6	2,5
Wielka Brytania										
Inflacja	13,4	18,0	11,9	8,6	4,6	1,3	0,8	1,2	1,3	1,4
Wzrost gospodarczy	2,2	-2,3	-1,4	1,5	3,4	3,0	3,8	2,4	2,1	2,8

Źródło: OECD 1986; 2007.

Trudności związane z regulacją agregatów pieniężnych pogłębiały również dwa inne czynniki. Jednym z nich mogło być działanie tzw. prawa Goodharta, w myśl którego istniejący w przeszłości ścisły związek pomiędzy kategoriami ekonomicznymi ulega rozluźnieniu, jeśli chce się wykorzystać jego istnienie do formułowania założeń polityki gospodarczej. W tym wypadku spadek przydatności regulacji podaży pieniądza jako zmiennej polityki ekonomicznej wynika z niezgodnych z dotychczasowymi tendencjami zmian popytu na pieniądź (szybkości obiegu pieniądza)⁴.

Drugim czynnikiem osłabiającym przydatność regulacji podaży pieniądza jako narzędzia stabilizacji gospodarki okazały się gwałtowne, trudne do przewidzenia zmiany oczekiwań inflacyjnych i stóp procentowych, ważnych parametrów określających popyt na pieniądź (szybkość obiegu pieniądza), zwłaszcza w okresie szybkiego spadku inflacji będącego rezultatem stosowania tego narzędzia. A zatem, jeśli regulacja podaży pieniądza mogła się okazać w istocie skutecznym narzędziem w walce z inflacją, to nie wynikało to bynajmniej z istnienia bezpośredniego i ścisłego związku pomiędzy zmianami podaży pieniądza a zmianami nominalnego produktu narodowego, lecz z przeprowadzanej na bieżąco, bardzo drobiazgowej analizy rozwoju sytuacji na rynku pieniężno-kredytowym (która towarzyszy regulacji agregatów pieniężnych). Analiza ta była dokonywana z myślą o niedopuszczeniu do pojawienia się na rynku jakiegokolwiek nadmiaru płynności (a zatem nie tylko nadmiaru podaży pieniądza mogącego wypełniać funkcje środka płatniczego), który mógłby w danej sytuacji i w przyszłości doprowadzić do szybszego wzrostu nominalnego PKB (i ewentualnie cen) niż uważany za uzasadniony po przeprowadzeniu równie dogłębnych analiz wykorzystania mocy produkcyjnych, tempa wzrostu płac, materialnych kosztów produkcji itp.

Ten sposób wykorzystania regulacji agregatów pieniężno-kredytowych jako narzędzia stabilizacji gospodarczej jest efektem doświadczeń wyniesionych z „eksperymentu monetarystycznego” lat 1979–1983. Stanowił on podstawę polityki pieniężnej w wersji *money matters* (pieniądz ma znaczenie), prowadzonej w latach 80. poprzedniego stulecia. Co więcej, odpowiada on w istocie zasadom sformułowanej na przełomie lat 80. i 90. strategii bezpośredniego celu inflacyjnego traktowanej do dziś przez większość banków centralnych jako baza ich polityki pieniężnej.

O tym, w jaki sposób doświadczenia „eksperymentu monetarystycznego” w Stanach Zjednoczonych i w Wielkiej Brytanii przełożyły się na praktykę polityki pieniężnej w tych krajach, świadczy porównanie relacji pomiędzy tempem wzrostu cen oraz tempem wzrostu gospodarczego w latach 1979–1983 oraz w czasie kolejnego mocniejszego załamania koniunktury w latach 1999–2003.

⁴ Interesującym przyczynkiem do działania prawa Goodharta były również podjęte w latach 90. poprzedniego stulecia próby opierania polityki pieniężnej na regule Taylora. Również i w tym wypadku okazało się, że związek pomiędzy kluczowymi dla tej reguły wielkościami ekonomicznymi (realna stopa procentowa, inflacja, realny PKB) ulegał rozluźnieniu, gdy zaczęto traktować je jako podstawę działania władz monetarnych.

Z danych zawartych w tabeli 1 wynika, że zmniejszenie stopy inflacji o połowę w Stanach Zjednoczonych w latach 2000–2002 wprawdzie pociągnęło za sobą znaczne ograniczenie tempa wzrostu gospodarczego (z 3,7% w 2000 roku do 0,8% w 2001 roku i 1,6% w 2002 roku), to jednak nie było to tak mocne załamanie koniunktury jak w latach 1981–1983, kiedy ograniczeniu inflacji z poziomu 10,4% w 1981 roku do poziomu 3,2% w 1983 roku towarzyszył spadek tempa wzrostu realnego PKB w 1982 roku do –3%.

Podobnie w Wielkiej Brytanii, wyhamowanie dynamiki wzrostu cen w latach 1979–2003 (z 13,4 do 4,6%) pociągnęło za sobą spadki realnego PKB w roku 1980 (o –2,3%) i w roku 1981 (o –1,4%), natomiast w latach 1999–2003 relatywnie niskie wskaźniki inflacji umożliwiły osiągnięcie wzrostu gospodarczego na średniorocznym poziomie zbliżonym do 3%. Porównując ze sobą dane z obydwu okresów, należy mieć na uwadze, że w latach 1979–1983 przewyżczano w obydwu krajach znacznie wyższą inflację niż w latach 1999–2003; trzeba jednakże zauważyć, że w trzyletnich okresach 1980–1982 oraz 2000–2002 na przykład w Stanach Zjednoczonych skala redukcji inflacji była podobna, tzn. wskaźniki inflacji uległy ponaddwukrotnemu zmniejszeniu.

Przytoczone dane zdają się wskazywać, że rządy krajów, które w latach 1979–1982 próbowały wdrażać doktrynę monetarystyczną w jej najbardziej ortodoksyjnej formie, w okresie kryzysu na początku lat XXI wieku były mniej skłonne poświęcać wzrost gospodarczy w celu stabilizowania cen. W swej polityce wykorzystywały raczej wariant zgodny z filozofią strategii bezpośredniego celu inflacyjnego, polegający na balansowaniu pomiędzy przyspieszaniem inflacji a podtrzymywaniem wzrostu gospodarczego (niedopuszczaniem do nadmiernego wzrostu bezrobocia). Oznaczało to w jakimś sensie powrót do polityki pieniężnej opartej na zależnościach krótkookresowej krzywej Philipsa, wdrażanej w szczytowym okresie keynesizmu w latach 60., kiedy wiara w przyczynową rolę polityki stabilizacyjnej dla przebiegu realnych procesów gospodarczych była prawie powszechna.

Do podobnych wniosków prowadzi również obserwacja wydarzeń rozgrywających się na rynkach krajów uprzemysłowionych od połowy 2007 roku, będących efektem kryzysu na amerykańskim rynku kredytów hipotecznych. W obawie przed przeniesieniem się kryzysu ze sfery bankowo-kredytowej na realną gospodarkę (konsumpcję, inwestycje, wzrost gospodarczy) System Rezerwy Federalnej (SRF) „wstrzyknął” do systemu bankowego setki miliardów dolarów, aby podtrzymać jego płynność (*quantitative easing*). Działania władz monetarnych były realizowane z myślą o niedopuszczeniu do sytuacji, jaka miała miejsce w okresie wielkiego kryzysu lat 1929–1933, gdy niedobór płynności w sektorze bankowym doprowadził do największego w historii załamania realnego sektora gospodarki. Oficjalna stopa procentowa w ciągu kilkunastu miesięcy została zredukowana do najniższego w historii poziomu 0,0–0,25% [Bednarczyk 2009]. Jednocześnie zarówno Ministerstwo Skarbu, jak i System Rezerwy Federalnej wdrożyły pakiety

stymulacyjne wykraczające swoimi rozmiarami i formą poza wszelkie analogie mające miejsce w czasach pokojowych (przejmowanie przez państwo kontroli nad kluczowymi przedsiębiorstwami, udzielanie na ogromną skalę gwarancji i poręczeń firmom prywatnym, wykupywanie lub gwarantowanie prywatnych obligacji w celu podtrzymania ich ceny itp.).

Chcąc ocenić te oraz inne działania władz amerykańskich pod kątem ich wpływu na stabilizację cen, warto przytoczyć wypowiedź B. Bernanke'a rozważającego środki, jakie mógłby podjąć System Rezerwy Federalnej, w celu niedopuszczenia do osłabienia aktywności gospodarczej w drugiej połowie 2010 roku i ewentualnego pojawienia się przesłanek do przejścia gospodarki amerykańskiej przez „drugie dno” kryzysu rozpoczętego w 2007 roku. Stwierdza on mianowicie: „Pomimo że oficjalna stopa procentowa jest bliska swojej zerowej granicy, Rezerwa Federalna posiada w swojej dyspozycji wiele narzędzi i strategii, które mogą posłużyć dalszemu stymulowaniu gospodarki [...] Pierwsza propozycja zmierza w kierunku dostarczenia gospodarce dodatkowej płynności (*providing additional monetary accommodation*), gdyby zaszła taka potrzeba, i polega na zwiększeniu przez Rezerwę Federalną stanu posiadania długoterminowych papierów wartościowych (*securities*). Druga opcja polityczna polega na osłabianiu presji finansowej – dzięki odpowiedniemu komunikowaniu się FOMC z otoczeniem poprzez np. odpowiednią modyfikację stanowisk zajętych w trakcie oficjalnych spotkań. Trzecim posunięciem prowadzącym do dalszego rozluźniania polityki pieniężnej jest obniżka stopy procentowej, jaką Rezerwa Federalna płaci bankom za rezerwy, które utrzymują one w Systemie Rezerwy Federalnej⁵ [...] Dość odmienną opcją polityczną, proponowaną przez liczne grono ekonomistów, jest możliwość podniesienia przez FOMC średniookresowych celów inflacyjnych powyżej poziomów odpowiadających stabilności cen” [Bernanke 2010b]. I w podsumowaniu: „Rezerwa Federalna cały czas wspiera ożywienie gospodarcze, prowadząc nadzwyczaj akomodacyjną politykę pieniężną, z użyciem zróżnicowanych narzędzi. Jeśli dalsze działania okażą się konieczne, przygotowane opcje polityczne dostarczą dodatkowych stymulatorów [...] W każdym razie FOMC będzie z pewnością korzystał ze swoich narzędzi w stopniu, w jakim jest to niezbędne dla utrzymania stabilności cen – unikając nadmiernej inflacji lub dalszej deflacji – oraz dostarczenia wsparcia dla kontynuacji ożywienia gospodarczego” [Bernanke 2010b].

Wymienienie przez B. Bernanke'a wśród innych metod podtrzymania ożywienia możliwości praktycznego odejścia od polityki stabilizowania cen, jakkolwiek później odrzuconej, również określenie charakteru polityki FOMC jako „unikanie nadmiernej inflacji lub dalszej deflacji” może istotnie rodzić pytanie, na ile jeszcze w polityce ekonomicznej Stanów Zjednoczonych obecne są tendencje wynikające

⁵ Oprocentowanie tzw. nadwyżkowych rezerw (*excess reserves*).

z konsensusu ukształtowanego w ostatnich dwóch dekadach XX wieku, w którego wyniku to właśnie utrzymywanie niskiej inflacji miało być głównym celem polityki gospodarczej i jednocześnie warunkiem sprawnego wyprowadzania gospodarki z kryzysów.

Interesujących argumentów przemawiających za nietrafnością postulatów wynikających z „konsensusu” w sprawie polityki ekonomicznej dostarcza również analiza polityki pieniężnej Europejskiego Banku Centralnego (EBC) po 2007 roku. Bank ten dość sprawnie uporał się ze skutkami kryzysu w sektorze bankowym, co stanowi wartość samą w sobie, ze względu na fatalne skutki, jakie dla całej gospodarki Eurolandu miałyby brak sukcesów na tym polu. Ciągłe jednak otwarte pozostaje pytanie, w jakim stopniu polityka pieniężna Europejskiego Banku Centralnego mogła się przyczynić do zmniejszenia skali recesji w sektorze realnym oraz przyspieszenia wychodzenia gospodarki Eurolandu z tej recesji. Odpowiedź na to pytanie jest o tyle trudna, że – jak to zostało nadmienione wyżej – zarówno litera prawa, jak i filozofia działania tej instytucji nie przewidują bezpośredniego angażowania się we wspieranie wzrostu gospodarczego. Należałoby zatem raczej odpowiedzieć na pytanie, czy w istocie niedopuszczenie przez EBC do rozchwiania oczekiwań inflacyjnych wskutek konsekwentnego akcentowania przez tę instytucję priorytetu niskiej inflacji pozwoliło na nadzwyczajne obniżenie stóp procentowych, co z kolei mogło się przyczynić do przyspieszenia ożywienia w sektorze przedsiębiorstw oraz pobudzenia popytu gospodarstw domowych.

W odpowiedzi na rozwój kryzysu finansowego, średnioroczna wartość głównej stopy refinansowej EBC została obniżona z 3,75% w 2007 roku do 1,65% w roku 2009. W tym samym czasie średnioroczna wartość stopy EONIA spadła z 3,87 do 0,71% [Bednarczyk 2010]. Jak wynika z danych zawartych w tabeli 2, efektem znacznych obniżek podstawowej stopy EBC było stopniowe obniżanie się krótkoterminowych realnych stóp procentowych na rynku pieniężnym, rzutujące na koszty kredytów dla przedsiębiorstw i gospodarstw domowych (np. EURIBOR 3M), lecz w 2008 roku obniżki te były znacznie słabsze niż w Stanach Zjednoczonych czy w Japonii. Dopiero w 2009 roku realne stopy procentowe rynku pieniężnego zaczęły osiągać podobne wartości jak w Stanach Zjednoczonych. Trudno dokładnie oszacować, w jakim stopniu zachowawcza polityka stóp procentowych EBC, a zwłaszcza zbyt późne zainicjowanie cyklu obniżek stóp procentowych (ponad rok po Systemie Rezerwy Federalnej)⁶, przyczyniła się do zredukowania wielu korzyści, które osiągnęłyby gospodarka Eurolandu, gdyby jej bank centralny, bazując na zakotwiczonych oczekiwaniach inflacyjnych, doprowadził do mocniejszej redukcji kosztów pieniądza; to znaczy gdyby ta redukcja osiągnęła podobną skalę jak chociażby w Stanach Zjednoczonych.

⁶ Europejski Bank Centralny zainicjował cykl obniżek swojej podstawowej stopy procentowej w lipcu 2008 roku, podczas gdy SRF obniżył swoją podstawową stopę już od września 2007 w sumie o 325 punktów bazowych.

Tabela 2. Ewolucja sytuacji makroekonomicznej krajów strefy euro w latach 2007–2009 na tle zmian wybranych wskaźników rynku pieniężnego (w %)

Wyszczególnienie	2007	2008	2009
Realny EURIBOR 3M	2,14	1,35	0,94
Realny LIBOR 3M			
– Stany Zjednoczone	2,44	–0,94	1,03
– Japonia	0,73	–0,45	1,82
Tempo wzrostu podaży pieniądza M_3	11,6	7,6	–0,2
Tempo wzrostu pożyczek bankowych dla:			
– przedsiębiorstw	14,5	9,5	–2,3
– gospodarstw domowych	6,2	1,7	1,3
Wskaźnik wzrostu cen detalicznych	2,1	3,3	0,3
Tempo wzrostu realnego PKB	2,8	0,6	–4,1
Tempo wzrostu produkcji przemysłowej	3,2	–2,2	–13,8
Tempo wzrostu prywatnej konsumpcji	1,6	0,4	–1,2
Tempo wzrostu eksportu	6,3	1,0	–13,3
Tempo wzrostu inwestycji w majątku trwałym	4,8	–0,4	–11,4
Efektywny realny kurs euro (1999 $Q_1 = 100$)	104,2	107,1	107,9
Saldo bilansu płatniczego jako procent PKB	0,2	–1,6	–0,6
Deficyt budżetowy jako procent PKB	–0,6	–2,0	–6,2

Źródło: ECB 2010a; 2010b.

Tymczasem utrzymywanie wysokich stóp procentowych, zwłaszcza w 2008 roku, przyczyniło się niewątpliwie do dalszej aprecjacji euro i w jakimś stopniu do pogłębienia załamania się eksportu, który dla największych gospodarek Eurolandu jest kluczowym elementem kreowania wzrostu gospodarczego. Wyższe stopy procentowe mogły wyrzucić również negatywny wpływ na inwestycje w majątku trwałym oraz dynamikę konsumpcji. Wskazują na to dane dotyczące kształtowania się tych kategorii zarówno w 2008, jak i 2009 roku. Wydaje się zatem, że EBC w niewystarczającym stopniu wykorzystał swoisty kredyt zaufania, jakim dysponował, prowadząc od początku swojej działalności operacyjnej zdecydowaną politykę ograniczania inflacji. Pomimo że EBC miał znacznie większe pole manewru niż na przykład System Rezerwy Federalnej, jego działania doprowadziły jedynie do wyhamowania kryzysu sektora finansowego, lecz nie były w stanie stworzyć w gospodarce Eurolandu klimatu do przynajmniej podtrzymania dotychczasowego poziomu aktywności gospodarczej. W wyniku tego skala załamania koniunktury w krajach strefy euro była mocniejsza niż w gospodarce Stanów Zjednoczonych i wiele przesłanek wskazuje na to, że tempo wychodzenia z kryzysu gospodarki amerykańskiej będzie szybsze niż gospodarki europejskiej.

Wnioski

Z podjętej w artykule analizy skuteczności w przewyżczeniu skutków większych kryzysów, które dotknęły kraje uprzemysłowione w ciągu ostatnich 30 lat, wynika, że zwolennicy nowego konsensusu w polityce stabilizacyjnej mogą przeceniać skuteczność polityki pieniężnej zorientowanej jednoznacznie na stabilizację cen jako metodę kształtowania pozytywnych warunków dla wzrostu gospodarczego w średnim okresie. Doświadczenia kryzysów w Europie i w Ameryce wskazują na niewystarczalność zarówno regulacji agregatów pieniężnych, jak i regulacji krótkoterminowych stóp procentowych jako samodzielnego narzędzia stabilizacji koniunktury, zwłaszcza w okresie znacznych zakłóceń równowagi rynkowej. Gdyby po 2007 roku polityka stóp procentowych w Stanach Zjednoczonych i w Eurolandzie nie została uzupełniona o aktywną politykę refinansową i budżetową, wówczas prawdopodobnie kryzys sektora bankowego i całej gospodarki znacznie by się przedłużył i byłby jeszcze głębszy. Okazało się również, że nawet w warunkach zakotwiczonych oczekiwań inflacyjnych trudno jest wybrać taki poziom stóp procentowych, który z jednej strony byłby zgodny z postulatem utrzymania niskiej inflacji w przyszłości, ale z drugiej strony nie ograniczałby też średniookresowych perspektyw przewyżczenia kryzysu w realnej sferze gospodarki. W tej sytuacji można wyrazić opinię, że polityka ekonomiczna oparta na specyficznym „konsensusie” postmonetarystyczno-neokeynesowskim osiągnęła kres swoich możliwości, co stawia nowe wyzwania przed współczesną ekonomią.

Bibliografia

- Barro, R.J., 1997, *Makroekonomia*, PWE, Warszawa.
- Bednarczyk, J.L., 1990, *Polityka pieniężna przeciw inflacji. Studium gospodarki kapitalistycznej*, PWN, Warszawa.
- Bednarczyk, J.L., 2009, *Stopa procentowa jako narzędzie polityki banku centralnego*, w: Przybylska-Kapuścińska, W. (red.), *Studia z bankowości centralnej*, Difin, Warszawa.
- Bednarczyk, J.L., 2010, *Polityka pieniężna Europejskiego Banku Centralnego jako narzędzie przewyżczania kryzysu w krajach strefy euro*, w: Przybylska-Kapuścińska, W., Handschke, J. (red.), *Rynki finansowe i ubezpieczenia. Nowe perspektywy instytucji i instrumentów*, Zeszyty Naukowe nr 143, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Poznaniu.
- Bernanke, B.S., 2010a, *Monetary Policy and the Housing Bubble*, Speech at the Annual Meeting of the American Economic Association, Atlanta, Georgia, January 3 [online] www.federalreserve.gov [dostęp: 31.08.2010].

- Bernanke, B.S., 2010b, *The Economic Outlook and Monetary Policy*, Speech at the Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Symposium, Jackson Hole, Wyoming, August 27 [online] www.federalreserve.gov [dostęp: 31.08.2010].
- Brunner, K., 1968, *The Role of Money and Monetary Policy*, Federal Reserve Bank of St. Louis Review, July.
- EBC, 2003, *Why price stability?*, red. A.G. Herrero, V. Gaspar, L. Hoogduin, J. Morgan, B. Winkler.
- ECB, 2010a, *ECB Monthly Bulletin. Euro Area Statistics Online*, August 2010 [online] www.ecb.int [dostęp: 31.08.2010].
- ECB, 2010b, *ECB Monetary Statistics*, August 2010 [dostęp: 31.08.2010].
- Friedman, M., 1968, *The Role of Monetary Policy*, American Economic Review, March.
- Friedman, M., 1970, *A Theoretical Framework for Monetary Analyses*, Journal of Political Economy, March–April.
- Friedman, M., 1977, *Nobel Lecture: Inflation and Unemployment*, Journal of Political Economy, no. 3.
- Goodfriend, M., 2007, *How the World Achieved Consensus on Monetary Policy*, Journal of Economic Perspectives, no. 4.
- Hall, R.E., Papell, D.H., 2005, *Macroeconomics. Economic Growth, Fluctuations, and Policy*, 6th ed., W.W. Norton and Comp. Inc., New York.
- Howitt, P., 1990, *Zero Inflation as a Long Term Target for Monetary Policy*, w: Lipsey, R.G. (ed.), *Zero Inflation: The Goal of Price Stability*, C.D. Howe Institute.
- OECD, 1986, Economic Outlook, no. 39.
- OECD, 2007, Economic Outlook, no. 82.
- Thornton, D., 1996, *The Cost and Benefits of Price Stability: An Assessment of Howitt's Rule*, Federal Reserve of St. Louis Review, March–April.
- Taylor, J.B., 1993, *Discretion versus Policy Rules in Practice*, Cornegie-Rochester Conference Series on Public Policy, no. 39.

INFLATION TARGETING AND STABILISATION OF ECONOMIC GROWTH. THE TWILIGHT OF LOW INFLATION-BASED POLICY?

Summary: Economic growth indicators depend to a large extent on the macroeconomic situation resulting from the state policy. A special role is attributed to monetary policy which in the last decades has been perceived as a key tool in creating conditions for the so called healthy economic recovery characterised by anchored inflation expectations (one target, one tool policy). Experiences of the European economy, from both before and after the mid-2007 crisis, indicate, however, that the very fact of maintaining low and stable inflation levels does not have to lead to better indexes of economic growth or protect economy against a deep slump. On the contrary, setting too ambitious objectives to economy in the field of price stability may turn out an important cause of impaired long-term growth prospects.