

WITOLD RUTKOWSKI

BANK CENTRALNY I POLITYKA PIENIĘŻNA

Wydawnictwo Naukowe Wydziału Zarządzania
Uniwersytetu Warszawskiego
Warszawa 2016

WITOLD RUTKOWSKI

BANK CENTRALNY I POLITYKA PIENIĘŻNA

Wydawnictwo Naukowe Wydziału Zarządzania
Uniwersytetu Warszawskiego
Warszawa 2016



Wydawnictwo Naukowe
Wydziału Zarządzania
Uniwersytetu Warszawskiego



Recenzent: Prof. dr hab. Jerzy Żyżyński

Redakcja: Teresa Pawlak-Lis

Projekt okładki:

Copyright by Wydawnictwo Naukowe Wydziału Zarządzania UW, Warszawa 2016

ISBN 978-83-65402-30-1

Druk i oprawa: Zakład Graficzny UW, zam. 1061/2016



SPIS TREŚCI

Wprowadzenie

Część I. BANK CENTRALNY I JEGO OTOCZENIE.....

Rozdział 1. Współczesny system pieniężny i jego geneza

1.1. Systemy pieniężne przed II wojną światową.....

1.2. Bretton Woods i waluta dolarowo-dewizowa.....

1.3. Kursy płynne i „krach” systemu

1.4. Międzynarodowy Fundusz Walutowy i wymienialność walut.....

1.5. Dolar i jego znaczenie.....

1.6. Rola złota.....

1.6.1. Handel złotem.....

1.6.2. Rola złota w bankach centralnych i instytucjach międzynarodowych

Rozdział 2. Bank centralny, jego cechy, funkcje i zadania

2.1. Główny opiekun systemu pieniężnego.....

2.2. Funkcje banku centralnego.....

2.3. Główne banki centralne

2.3.1. System Rezerwy Federalnej

2.3.2. Niemiecki Bank Federalny

2.3.3. Bank Anglii

2.3.4. Europejski System Banków Centralnych

2.4. Polityka pieniężna banku centralnego.....

2.4.1. Główna cecha banku centralnego

2.5. Rynek pieniężny

2.5.1. Międzybankowy rynek pieniężny

2.5.2. Otwarty rynek pieniężny.....

2.6. Rola banku centralnego na rynku pieniężnym

2.7. Niezależność banku centralnego.....

2.8. Cel inflacyjny

2.8.1. Formułowanie celu inflacyjnego

2.8.2. Prognozowanie inflacji

2.8.3. Horyzont czasowy celu inflacyjnego	
2.8.4. Reguła Taylora	
2.9. Nowe trendy w polityce pieniężnej	
2.9.1. Polityka zerowej stopy procentowej	
2.9.2. <i>Quantitative easing</i>	
2.10. Rola banku centralnego na rynku dewizowym	
2.10.1. Funkcjonowanie rynku dewizowego	
2.10.1.1. Spekulacja	
2.10.1.2. Spekulacja i hedging	
2.10.1.3. Umowy bieżące i terminowe	
2.10.2. Kwestia polityki kursowej	

Rozdział 3. Europejskie rozwiązania monetarne

3.1. Europejski System Monetarny	
3.2. Etapy unii gospodarczej i monetarnej	
3.2.1. Pierwszy etap unii gospodarczej i monetarnej	
3.2.2. Drugi etap unii gospodarczej i monetarnej	
3.2.3. Trzeci etap unii gospodarczej i monetarnej	
3.3. ECU i jego znaczenie	
3.4. Nowy europejski mechanizm kursowy	

Część II. TEORETYCZNE I PRAKTYCZNE ASPEKTY POLITYKI PIENIĘŻNEJ

Rozdział 4. Inflacja

4.1. Ujęcia teoretyczne	
4.1.1. Teorie popytowe	
4.1.2. Teorie kosztowe	
4.1.3. Teorie strukturalne	
4.2. Aspekty empiryczne	
4.3. Teoria inflacji pierwotnej	

Rozdział 5. Ilościowa teoria pieniądza

5.1. Ujęcie transakcyjne Fishera	
5.1.1. Równanie ilości pieniądza w formie transakcyjnej	
5.1.2. Teoria ilościowa w formie dochodowej	
5.2. Ujęcie kasowe z Cambridge	
5.3. Przełom keynesowski	
5.4. Ujęcia pokeynesowskie	

Rozdział 6. Mechanizm transmisji stopy procentowej

6.1. Ogniwa łańcucha transmisji	
6.1.1. Wpływ zmian oficjalnej stopy procentowej na rynki finansowe	
6.1.2. Wpływ rynków finansowych na strukturę wydatków	

6.1.3. Wpływ zmian w wydatkach na zmiany w PKB i inflacji.....	
6.1.4. Rola pieniądza	
Rozdział 7. Problemy polityki pieniężnej w Polsce	
7.1. Sprawa niezależności Narodowego Banku Polskiego.....	
7.2. Sprawa polityki kursowej	
7.2.1. Rezerwa na pokrycie ryzyka zmian kursu złotego	
7.3. Polski sektor bankowy	
7.3.1. Bankowy tytuł egzekucyjny	
7.3.2. Brak sektora oszczędnościowego	
7.3.2.1. Niemiecki system oszczędnościowy <i>Sparkassen</i>	
7.3.2.2. Komunalne kasy oszczędności w Polsce	
7.4. Kwestia nadzoru bankowego	
Załącznik: Model IS-LM Hicksa-Hansena.....	
Bibliografia	



WPROWADZENIE

Bankowość centralna, jaką znamy obecnie, jest wytworem dwudziestego wieku. Choć już w 1873 roku Walter Bagehot, ówczesny redaktor naczelny angielskiego tygodnika *The Economist*¹ pisał, że bank centralny posiadał monopol na emisję pieniądza oraz był ośrodkiem kierującym krajowym kapitałem.

Zarówno emisja pieniądza, jak i kierowanie krajowym kapitałem pozostały do dzisiaj w gestii banku centralnego. Niejednokrotnie zmieniała się sytuacja gospodarcza, co stawiało przed bankiem centralnym nowe wyzwania. Zdarzały się wojny, klęski żywiołowe, kryzysy, inflacja, jedne kraje się bogaciły, inne stawały się biedne lub pozostawały w biedzie. Niektóre kraje zniknęły z mapy świata, a w ich miejsce powstawały nowe. Wszystkim tym wydarzeniom zawsze w dwudziestym wieku towarzyszyła instytucja zwana bankiem centralnym. Instytucja ta, posiadająca wyłączny w danym kraju przywilej emisji pieniądza, wspomagany innymi uprawnieniami, zawsze starała się wesprzeć krajowy rozwój gospodarczy i w miarę osiągnięcia wysokiego stopnia rozwoju gospodarczego utrzymać go na wysokim poziomie, co często określano jako stabilizację. W tym zakresie największym dla banku centralnego wyzwaniem okazała się stabilizacja cen, co w języku ekonomicznym oznaczało niski wskaźnik inflacji. Koniec dwudziestego i początek dwudziestego pierwszego wieku jest okresem, w którym wiodące banki centralne osiągnęły znaczne sukcesy w tej dziedzinie. Jeżeli założymy, że podstawowym celem działalności banku centralnego jest stabilizacja cen, wtedy trzeba wskazać, w jaki sposób bank centralny może ten cel osiągnąć. Stabilizacja cen jest jednak uzasadniona tylko wówczas, kiedy wskaźnik wzrostu cen danego kraju osiągnął już tak niską wartość², że usprawiedliwione jest utrzymywanie jego poziomu. Jeżeli natomiast wskaźnik wzrostu cen jest jeszcze zbyt wysoki lub gdy oczywistym jest, że choć pojawił się niski wskaźnik, ale nawrót wyższej inflacji jest jeszcze możliwy, wówczas podstawowym celem banku centralnego będzie walka z inflacją i osiągnięcie stabilności cen, którą następnie uzasadnionym będzie utrzymywanie na pożądanym poziomie.

Podstawowymi instrumentami banku centralnego, którymi może on oddziaływać na kształtowanie się cen, są stopy procentowe i wymóg rezerwy obowiązkowej. Często

¹ W latach 1861–1877 redaktor naczelny tego tygodnika.

² Takie stwierdzenie nie może pozostać bez wyjaśnienia, tzn. ile wynosi tzw. niska wartość inflacji; taka próba wyjaśnienia pojawi się w dalszej części pracy.

także bank centralny pełni rolę organu nadzoru bankowego. Na razie jednak nadzór bankowy potraktujemy jako działalność dla wskaźnika cen neutralną. Znaczna część literatury stwierdza, że zarówno stopy procentowe, jak i wymóg rezerwy obowiązkowej nie są instrumentami, którymi bezpośrednio można prowadzić walkę z inflacją lub utrzymywać stabilność cen. Bank centralny musi więc znaleźć odpowiednie kanały (lub pasy) transmisji swoich decyzji, aby jego polityka pieniężna wywołała zamierzone skutki w postaci spadku inflacji lub utrzymywania stabilności cen na pożądanym poziomie.

Spróbujmy więc postawić zadanie przed bankiem centralnym kraju, który boryka się jeszcze z inflacją. Zadaniem jego będzie obniżenie inflacji do pewnego poziomu, który następnie pożądanym będzie utrzymać. Czy wówczas same zmiany stóp procentowych i zmiany współczynnika rezerw obowiązkowych wystarczą? Nawet jeśli zmiany te będą uzasadnione, to bank centralny musi wiedzieć, jaki powinien być zakres i kierunek tych zmian. Panuje powszechne przekonanie, że w warunkach inflacji stopy procentowe i wymogi rezerw obowiązkowych trzeba zwiększać lub przynajmniej utrzymywać na odpowiednio wysokim poziomie. Praktyka niejednokrotnie podważyła zasadność takiego postępowania. Aby cena pieniądza, jaką jest stopa procentowa, mogła wpływać na gospodarkę powinien funkcjonować w takiej gospodarce mechanizm rynkowy. Prawa rynku muszą przede wszystkim regulować obieg i ceny pieniądza. Kwestia ta zostanie szerzej poruszona w dalszej części niniejszej pracy. Nie mając rozeznania, co do pożądanej wielkości stóp procentowych niezbędnych do walki z inflacją, bank centralny może popełnić błędy (stosując za wysokie lub za niskie oficjalne stopy procentowe), których następstwa mogą okazać się nawet trudniejsze do przezwyciężenia od skutecznej walki z inflacją.

Powróćmy jednak do możliwości oddziaływania przez bank centralny na kluczowe wielkości gospodarcze, takie jak poziom cen i PKB. W tym miejscu warto przypomnieć, że tylko taki wpływ na poziom cen przez bank centralny jest możliwy do zaakceptowania, jeśli nie przyczynia się on do znacznego spowolnienia wzrostu PKB. Jeżeli podstawowymi instrumentami banku centralnego, które ma on do dyspozycji, są oficjalna stopa procentowa i wymóg rezerwy obowiązkowej, to wtedy trzeba pokazać, jakie skutki mogą wywołać zmiany w stopie procentowej i stopie rezerwy obowiązkowej na poziom cen i wielkość PKB. Innymi słowy, jak wyglądają kanały transmisji decyzji banku centralnego o wysokości oficjalnej stopy procentowej i stopie rezerwy obowiązkowej, które mogą doprowadzić do zmian wskaźnika cen i wielkości PKB.

Musimy również postawić pytanie, jaki wpływ na wyżej omawiane wielkości może mieć ilość (podaż) pieniądza w danej gospodarce i jego cena. Jaki może mieć skutek wzrost lub spadek podaży pieniądza? Czy zmiany te mogą pozostać bez wpływu na ceny i PKB? Tak więc punktem wyjścia przy takim założeniu będzie rola podaży pieniądza i jej wpływ na ceny. Trzeba więc oprzeć się na teorii ilościowej pieniądza, która proponuje pewien zestaw wniosków dotyczących związku podaży pieniądza z poziomem cen i wielkością produkcji. Przedtem jednak celowym będzie przegląd dotychczasowego stanu wiedzy na temat samej inflacji, skoro to jej poziom ma być celem działania tak ważnej i pretendującej do niezależności instytucji, jak bank centralny.

Część 1

BANK CENTRALNY I JEGO OTOCZENIE

Rozdział 1

WSPÓŁCZESNY SYSTEM PIENIĘŻNY I JEGO GENEZA

Sprawa wymienialności pieniądza kruszcowego była zawsze zrozumiała. Jego wartość określała zawartość kruszcu, a zamiana na inny pieniądź nie podlegała dyskusji. Natomiast przedmiotem sporu mogły być wzajemne relacje takich pieniędzy, ale ich ustalanie należało do wykwalifikowanego bankiera lub wekslarza. Wprawdzie niektóre państwa czasowo ograniczały odpływ pieniądza z kraju, ale nie oznaczało to zawieszenia jego wymienialności.

Pojawienie się pieniądza papierowego i transakcji bezgotówkowych trochę skomplikowało sprawę wymienialności walut, gdyż zarówno jeden, jak i drugi sposób nie zawierają wartościowego kruszcu. Nowe papierowe pieniądze tylko reprezentowały określone ilości kruszcu i na tej podstawie mogły spełniać jego funkcje. Natomiast to, jak reprezentowały pieniądź kruszcowy, decydowało o ich wymienialności.

Pierwsze problemy w wymianie pieniędzy pojawiły się w okresie tzw. bimetalizmu, kiedy w obiegu obok monet srebrnych pojawiły się monety złote. Talar srebrny był jednym z najlepszych pieniędzy średniowiecza i czasów nowożytnych. Kurs wymienny monet złotych i srebrnych zależał nie tylko od tzw. stosunku mennicznego, który oznaczał stopień równowartości złota i srebra, i był zwykle ustalany przez władze państwowe. Zależał także od relacji ekonomicznych pomiędzy wartościami srebra i złota, o których decydowały koszty produkcji, popyt i podaż. Różnice między oficjalnym i rzeczywistym stosunkiem nabywczym były dość duże, ale nie zagrażały wymienialności tych monet. W systemie waluty złotej, wprowadzonej w wielu krajach w dziewiętnastym wieku, został ustalony parytet w złocie dla obowiązującej w danym kraju jednostki pieniężnej, co ułatwiało wymianę poszczególnych walut.

Pieniądź kruszcowy pełnił rolę pieniądza międzynarodowego. Pojawienie się banknotów, czyli papierów reprezentujących złoto, zaczęło sprawę trochę komplikować. Co prawda, banknot można było wymienić na złoto, ale było to możliwe tylko wtedy, kiedy system emisji banknotów funkcjonował prawidłowo. Zbyt duża emisja banknotów doprowadziła znaczną część banków do upadłości, a ich banknoty stawały się bezwartościowe. Wprowadzano więc ograniczenia w działalności emisyjnej, aż do całkowitego zakazu emisji banknotów przez poszczególne banki, z wyjątkiem banku centralnego.

1.1. Systemy pieniężne przed II wojną światową

System **waluty złotej** utrzymał się do wybuchu I wojny światowej. Wymienialność banknotów na złoty pieniądź kruszcowy (z małymi wyjątkami) powszechnie zawieszono w czasie trwania I wojny światowej, aby po jej zakończeniu przywrócić ją na krótko do czasu wielkiego kryzysu lat 1929–1933. Wprowadzony wówczas zakaz wymienialności banknotów na złoto nigdy nie został cofnięty, tym samym skończyła się era banknotu wymienialnego na złoto. Znaki pieniężne emitowane przez banki centralne po wielkim kryzysie nie były już tradycyjnymi banknotami. Przybrały bowiem formę znanych wcześniej pieniędzy papierowych niewymienialnych na złoto (choć często w mowie potocznej określa się je jako banknoty banku centralnego). Pieniądze te stały się obowiązującym prawnie środkiem płatniczym. Nie wycofano jednak z obiegu monet kruszczowych, które nadal pełniły funkcję pieniądza i były wzajemnie wymienne. Niemożliwość odmowy przyjęcia pieniądza papierowego uczyniła go powszechnie obowiązującym środkiem płatniczym. Wróciła zatem sprawa wzajemnej wymienialności pieniędzy papierowych, niewymienialnych na złoto. Należało więc stworzyć system wzajemnej wymienialności poszczególnych walut.

Klasyczny system waluty złotej z banknotami wymienialnymi na złoto został zastąpiony nową jego odmianą – **walutą sztabowo-złotą**. Banknot nie był już wymienialny na monety złote, ale na sztaby złota o wadze 440 uncji (około 14 kg). Pierwszy taką możliwość wprowadził Bank Anglii w 1925 roku. Inną odmianą waluty złotej była **waluta dewizowo-złota**. Wartość jednostki pieniężnej określał w tym systemie ustalony przez państwo parytet jednostki pieniężnej w złocie. Na złoto były wymienne tylko dewizy, czyli krótkoterminowe należności od podmiotów gospodarczych z zagranicy, a pieniądź papierowy (już nie banknot) mógł być wymienialny tylko na dewizy. Bank centralny nie musiał już przetrzymywać w swoich rezerwach wyłącznie złota. Mogły to być również dewizy wymienne na złoto. Powyższe zmiany dotyczyły także pieniądza bankowego, czyli bezgotówkowego, który reprezentował pieniądź znajdujący się w obiegu, a więc najpierw kruszec, później banknot i wreszcie pieniądź papierowy.

System waluty dewizowo-złotej był pierwszym, znaczącym systemem wzajemnej wymienialności pieniędzy papierowych. Przetrwał on do II wojny światowej. Kluczową pozycję zajmowały w nim funt angielski, frank francuski i dolar amerykański, które najczęściej były używane jako waluty rezerwowe (waluty rezerw obok złota). Pozycja dwóch pierwszych walut była związana z podbojami kolonialnymi Anglii i Francji oraz z ustanowieniem stref wpływów, które pokrywały się ze znaczeniem walut tych krajów. Trzecia waluta, dolar amerykański, zdobył światowe znaczenie dzięki napływowi złota do Stanów Zjednoczonych. Wizję mieszkańców Ziemi, którzy wydobywają złoto w różnych częściach świata tylko po to, aby ukryć je w amerykańskich podziemiach, przedstawiano często jako absurd. Dlaczego właśnie w USA? Kluczem do zrozumienia tego jest znajomość organizacji i działania amerykańskiego Systemu Rezerwy Federalnej, czyli banku centralnego USA.

1.2. Bretton Woods i waluta dolarowo-dewizowa

Na konferencji ONZ w Bretton Woods (USA) w 1944 roku utworzono dwie najważniejsze obecnie międzynarodowe organizacje finansowe: Międzynarodowy Fundusz Walutowy i Bank Światowy. Szczególnie MFW ma istotne znaczenie dla międzynarodowego systemu finansowego i wymienialności walut. W statucie MFW określono zasady funkcjonowania systemów pieniężnych krajów członkowskich. Była to w pewnym sensie kontynuacja systemu waluty dewizowo-złotej z tym, że kluczową walutą nowego systemu został dolar amerykański, który jako jedyny pełnił rolę dewizy wymienialnej na złoto. Prawo wymienialności dolara na złoto otrzymały jedynie banki centralne poszczególnych krajów, ale taką operację mogły przeprowadzić tylko w dolarach amerykańskich.

Zasady funkcjonowania waluty dolarowo-dewizowej określał Statut MFW. Stwierdzono w nim, że parytet własnej waluty można było ustalić nie tylko w złocie³, ale także w dolarze amerykańskim, który jako jedyna waluta był jeszcze wymienialny na złoto. Zmiany parytetu mogły być dokonywane, jeśli przekraczały 10% parytetu zgłoszonego do MFW, ale wcześniej musiały być z nim uzgadniane. Rynkowe kursy walut początkowo mogły się odchylić od parytetów nie więcej niż 1%, a od grudnia 1971 roku o 2,25%. Był to więc system wymienialności oparty na dolarze amerykańskim. Aby mógł on funkcjonować, niezbędne było określenie zasad postępowania w przypadku trudności dewizowych. Trudności te mogły polegać zarówno na niedoborze złota i dolarów amerykańskich, jak i na ich nadmiarze. W przypadku niedoboru złota i dolarów amerykańskich objawem tych trudności był wzrost popytu na dewizy, szczególnie na dolary oraz wzrost podaży waluty krajowej. Powodowało to spadek kursu rynkowego waluty, a według Statutu MFW spadek kursu nie mógł przekroczyć 2,25% parytetu. Jeżeli sytuacja zapowiadała możliwość przekroczenia tej granicy, bank centralny danego kraju musiał sięgnąć do własnych rezerw dewizowych i zwiększyć ich podaż na rynku oraz dokonać interwencyjnych zakupów pieniądza krajowego. Czasem taka interwencja rozwiązywała trudności. Jeżeli to się nie udawało, to wówczas władze stawały przed koniecznością obniżenia kursu waluty w stosunku do dolara, czyli dewaluacji, co oznaczało obniżenie parytetu w złocie. Można też było nadal bronić kursu swojej waluty, prosząc o pomoc i interwencję inne banki centralne, lub zaciągając kredyty na obronę waluty w MFW. Ten rodzaj dewaluacji był właściwy tylko dla systemu **waluty dolarowo-dewizowej** z Bretton Woods. Wprawdzie dewaluacje⁴ zdarzały się wcześniej, ale warunki ich stosowania były inne. Po dewaluacji spodziewano się pewnych skutków ekonomicznych w postaci wzrostu eksportu krajowego i spadku importu, co w teorii wyjaśnia twierdzenie Marshalla-Lernera⁵. W praktyce teoria ta, a zwłaszcza jej założenia, nie zawsze się sprawdzały i dewaluacja pozostawała tylko

³ Na przykład oznacza to, że jednostka danej waluty jest warta określonej wadze, wyrażanej w gramach złota.

⁴ Operacje dewaluacji i rewaloryzacji związane są tylko z pieniądzem papierowym.

⁵ Twierdzenie to wymaga, aby suma elastyczności kursowej popytu obu krajów na walutę partnera była większa od 1, przy założeniu, że elastyczność podaży eksportowej w obu krajach jest nieskończenie duża, tzn. nie ma przeszkód w rozwijaniu eksportu (dokładniejsze wyjaśnienie tego problemu zob. Sulmicki, 1977, s. 186–197).

metodą utrzymania równowagi na rynku dewizowym, co w zasadzie było głównym powodem jej zastosowania.

Podobna, choć różniąca się nieco w skutkach, była sytuacja, która wymagała rozwiązywania trudności związanych z nadmiarem dolarów. Wówczas interwencja banku centralnego polegała na skupowaniu dolarów amerykańskich. W ten sposób rezerwy dewizowe były zwiększane do rozmiarów niepotrzebnie dużych. To jednak można było tolerować. Znacznie groźniejsze mogło być zwiększenie podaży pieniądza krajowego, potrzebnego na zakup dolarów. Mogło to wywołać inflację. Jeśli kurs waluty, pomimo interwencji, wzrastał do granicy przekraczającej 2,25% parytetu danej waluty, to należało zastosować rewaluację, czyli podwyższyć kurs waluty w stosunku do dolara i tym samym podwyższyć jego parytet w złocie.

System waluty dolarowo-dewizowej z Bretton Woods został uchwalony w 1944 roku przez 45 członków Międzynarodowego Funduszu Walutowego. Praktycznie wszedł on w życie dopiero pod koniec lat pięćdziesiątych dwudziestego wieku, kiedy w państwach członkowskich MFW zaczęto znosić ograniczenia dewizowe, wprowadzone czasowo w celu ochrony przed konkurencją z zewnątrz odbudowującej się po zniszczeniach wojennych gospodarki. Należy wspomnieć, że system ten zaczął funkcjonować w warunkach słabych napięć inflacyjnych i małych międzynarodowych rynków kapitałowych, oddzielonych od rynków wewnętrznych. W praktyce system kursów stałych (tak też nazywa się system z Bretton Woods), miał bardzo duży wpływ na sytuację gospodarczą poszczególnych krajów. Kształtował bowiem wzorzec kursów nadwartościowych i podwartościowych, co w konsekwencji prowadziło do nie zawsze pożądanej alokacji zasobów produkcyjnych. Zapobiec temu mogły jedynie znaczne zakupy i sprzedaż dolarów poza Stanami Zjednoczonymi, co jednak powodowało coraz częstsze kryzysy walutowe. Rząd amerykański mógł wprawdzie skorzystać z tej sytuacji i finansować deficyty budżetowe (znacznie mniejsze od dzisiejszych), ale System Rezerwy Federalnej wyraźnie tracił kontrolę nad emisją własnej waluty, ponieważ popyt na dolary amerykańskie wzrastał. Dlatego system z Bretton Woods był powszechnie krytykowany. Europejczycy krytykowali go za uprzywilejowaną sytuację rządu amerykańskiego, który nie musiał martwić się o swój budżet, ponieważ mógł go finansować poprzez zwiększoną emisję krajowych środków płatniczych. Nie musiał też zabiegać o przestrzeganie dyscypliny w polityce płatniczej. Europejczycy widzieli w Stanach Zjednoczonych nieodpowiedzialnego lidera międzynarodowego systemu finansowego, co Amerykanie komentowali tym, że Europejczycy nie przestrzegali zasad gry ustalonych w Bretton Woods, ponieważ z jednej strony niemal zabijali się o dolary, a z drugiej żądali wymiany ich na złoto. Ta bezsprzecznie największa potęga gospodarcza świata okazała się niezdolna do opanowania sytuacji wywołanej postępowaniem gospodarczymi Republiki Federalnej Niemiec i Japonii. Stany Zjednoczone nie mogły dłużej wspierać znacznym kosztem tych krajów. Do tych trudności przyczyniły się również inne czynniki, m.in.: finansowanie wojny wietnamskiej, rozwój bankowości międzynarodowej i rynku eurowalutowego oraz kształtowanie się międzynarodowych rynków finansowych. Wywołało to pewną asymetrię systemu waluty dolarowo-dewizowej. Banki centralne były z jednej strony zmuszone do interwencji w celu ratowania kursu własnej waluty do dolara amerykańskiego, a z drugiej do powiększania swoich

zasobów pieniężnych, co w wypadku zarówno dewaluacji, jak i rewaluacji groziło inflacją w skali światowej. Jeden z byłych prezesów Bundesbanku, Karl Blessing (był szefem do 1969 r.), nazwał system kursów stałych z Bretton Woods doskonałą maszyną inflacyjną. W tej sytuacji prezydent Richard Nixon w 1971 roku zawiesił wymienialność dolara na złoto. W następnych dwóch latach rząd amerykański przeprowadził dwie „ostrzegawcze” dewaluacje dolara, a gdy to nie dało wyników wprowadził w 1973 roku płynny kurs dolara, co przypieczętowało upadek systemu z Bretton Woods.

1.3. Kursy płynne i „krach” systemu

Otmar Emminger, też były prezes Bundesbanku, wskazał, że: po pierwsze, światowemu systemowi pieniężnemu potrzebny jest mocny i godny zaufania dolar (na razie żadna inna waluta go nie zastąpi). Słaby i chwiejny dolar nie tylko zagraża amerykańskiej polityce pieniężnej, ale także polityce pieniężnej innych krajów. W tych warunkach każdy cel, jaki postawiłby sobie bank centralny nie mógłby być zrealizowany; po drugie, wynika to z różnych kosztów i cen w poszczególnych krajach. Różnice w kosztach i cenach pomiędzy krajami są nieuchronne, tak jak różna jest między nimi skłonność do inflacji. W tych warunkach funkcjonowanie systemu kursów stałych jest niemożliwe; po trzecie, przejście w 1973 roku do kursów płynnych (czyli swobodnie kształtujących się pod wpływem popytu i podaży) nie było wyrazem poszukiwania lepszej postaci międzynarodowego systemu walutowego, a aktem obronnym przed inflacyjnym przepływem kapitałów pomiędzy krajami; po czwarte, celem wprowadzenia kursów płynnych nie było wprowadzanie lepszych mechanizmów dostosowawczych walut, ale konieczność obrony przed destabilizującym przepływem kapitałów w celu ratowania zaufania do określonej waluty.

Nie był to wybór pomiędzy „lepszym” systemem kursów płynnych a „gorszym” systemem kursów stałych. Jak to określił ówczesny dyrektor zarządzający MFW, Johannes Witteven, był to wybór konieczny i nieuchronny. System kursów płynnych został zalegalizowany w styczniu 1976 roku na konferencji w Kingston na Jamajce i wprowadzony do artykułów Porozumienia MFW w 1978 roku. Dopuszcza on różne sposoby ustalania kursów walut (gdy parytety zniknęły). Nadal popularnym sposobem, wziętym z poprzedniego systemu waluty dolarowo-dewizowej, jest ustalenie kursu walut w dolarze amerykańskim. Kursy walut innych niż dolara amerykańskiego są wtedy ustalone na podstawie kursu dolara amerykańskiego do tych walut, który kształtuje się swobodnie. Według stanu na dzień 30 kwietnia 2007 roku, 63 kraje ustaliły kursy swoich walut w stosunku do jednej waluty, w tym najwięcej do amerykańskiego dolara i euro. Aż siedem krajów ustaliło swoje waluty nie w jednej walucie, ale w kilku, zwanych koszykiem walutowym. Koszyk taki określa ilość każdej obcej waluty, na przykład 0,5 dolara, 0,3 euro i 40 jenów za jednostkę waluty krajowej. Chcąc obliczyć kurs określonej waluty na przykład do dolara, podajemy pozostałe waluty z tego koszyka w dolarach według bieżących kursów. Tak zwane kierowane kursy płynne stosuje 48 krajów, a swobodnie kształtowane kursy płynne – 35 krajów (w tym dolar amerykański

ski, funt sterling, jen i strefa euro). Do strefy euro należy 15 krajów Unii Europejskiej, a cztery z nich przyjęły europejski mechanizm kursowy w wersji II⁶. W dziesięciu krajach nie ma własnej waluty i używa się tam dolara amerykańskiego, 13 krajów stosuje *currency board*⁷, a pozostałe 12 stosuje kombinowane mechanizmy kursowe⁸.

Najpopularniejszą metodą określania wielkości kursu jest ustalanie go w jednej lub kilku głównych walutach (83 kraje) i od czasu do czasu dokonanie korekty poprzez ich zmianę. Kursy te bywały często przewartościowane, co było powodem reglamentacji dewizowej i licencjonowania importu. Nie istniała presja dewaluacyjna rynku. Tylko „czarny rynek” wskazywał jakąś wartość kursu walutowego, ale często nie była to wartość właściwa. Władze oficjalnie o „czarnym rynku” nie chciały słyszeć, a jego uczestników karały grzywną lub więzieniem. Kiedy dany kraj znosił ograniczenia dewizowe i handlowe, wtedy ustalenie kursów innych walut okazywało się drogą do budowy zaufania do pieniądza krajowego. Znoszenie ograniczeń dewizowych stawało się w ostatnich kilkunastu latach bardzo popularne, dzięki czemu pojawiły się nowe niekoniernie korzystne tendencje, prowadzące do niedowartościowania waluty krajowej jako impulsu pobudzającego eksport. Około czterdziestoletni okres funkcjonowania systemu kursów płynnych nie spełnił oczekiwań jego zwolenników. Okazał się jednak bardziej realny i bezpieczniejszy niż system kursów stałych, który nie ma już praktycznej szans na ponowne wprowadzenie.

Chociaż system kursów płynnych nie zapewnił uniezależnienia się od zewnętrznych ograniczeń, to jednak znacznie ułatwił bankom centralnym politykę pieniężną. Nie tylko nie zlikwidował różnic w międzynarodowym znaczeniu walut, ale znacznie je pogłębił, mocne waluty stały się jeszcze mocniejsze, a słabe słabszymi. W okresie działania tego systemu nie spełniły się obawy ograniczenia handlu międzynarodowego, który nie tylko nie uległ ograniczeniu, ale można mówić nawet o jego prawdziwej ekspansji. Największą jednak zaletą systemu kursów płynnych okazała się jego zdolność do łagodzenia zaburzeń w gospodarce światowej, takich jak m.in.: kryzys naftowy, kryzysy inflacyjne w kilku krajach, wyeliminowanie funta jako waluty rezerwowej. Początkowe obawy, że system kursów płynnych okaże się podatny na destabilizacyjną działalność spekulacyjną na rynkach dewizowych, okazały się nieuzasadnione. Jednak ostatnio takie przypadki pojawiają się coraz częściej. System ten nie doprowadził też do załamania się międzynarodowej współpracy finansowej, którą mu przepowiadano.

Celowe byłoby znalezienie odpowiedzi na pytanie, czy system kursów płynnych oznacza rzeczywiście krach systemu z Bretton Woods. Jeżeli chodzi o zachowanie się kursów walut, to rzeczywiście, odpowiedź jest twierdząca. Trzeba jednak pamiętać, że zarzucony system kursów stałych nie był celem samym w sobie dla światowego powojennego systemu walutowego. Był on tylko środkiem służącym do zapewnienia wzajemnej wymiennalności walut, co nadawało im właściwy dla pieniądza międzynarodowy charakter. Określenie waluta dolarowo-dewizowa nie musi więc oznaczać sys-

⁶ Według stanu na koniec lutego 2008 roku.

⁷ System zaopatrzenia w dewizy, konstrukcja prawna polegająca na zobowiązaniu danego kraju do wymiany własnej waluty na określoną walutę po ustalonym kursie.

⁸ Spośród 185 członków Międzynarodowego Funduszu Walutowego i trzech terytoriów zależnych (zob. IMF, 2007, s. 13, 14).

temu kursów stałych z Bretton Woods. Rola dolara w tym systemie była niewątpliwie duża. Niektórzy twierdzili, że nawet zbyt duża, ze szkodą dla tej waluty. System kursów płynnych nie pozbawił jednak dolara amerykańskiego jego głównej roli w światowym systemie walutowym. Ograniczył ją wprawdzie, ale naiwnością byłoby twierdzić, że dolar ją stracił. Trudno nawet określić, kiedy dolar amerykański przestanie być główną walutą światowego systemu walutowego. System kursów płynnych jest więc pewną odmianą waluty dolarowo-dewizowej. Spośród wspomnianych 185 krajów, znaczna ich część pozostała przy określaniu swoich kursów w dolarze, albo dostosowuje je do koszyków walutowych, w których dolar ma często największy udział. Europejski system walutowy był próbą uniezależnienia się walut zachodnioeuropejskich od dolara amerykańskiego, co świadczy o tym, że jego wiodąca rola jest dla Europy Zachodniej niewygodna. Pozostałe sposoby ustalania kursów, chociaż różnią się technikami obliczeniowymi, to jednak łączą je znaczenie dolara.

System kursów płynnych nadał nowy kształt praktyce dewaluacji i rewaluacji. Kraje stosujące kursy płynne nie muszą jej przeprowadzać, gdyż czyni to za nich rynek. W związku z tym można powiedzieć, że rynek dewizowy upodobił się pod względem kształtowania się cen do giełd. Świadczy o tym również podobieństwo zawieranych na nim umów terminowych. Umowy terminowe *futures*, opcje czy sprzedaże za marżę, stosuje się także na rynku dewizowym. Kraj stosujący kurs płynny nie musi więc ogłaszać ani dewaluacji, ani rewaluacji. W przypadku kursów płynnych zmiany wartości waluty nazywamy deprecjacją i aprecjacją. Wzrost popytu na dewizy prowadzi bowiem do spadku kursu własnej waluty, a ten z kolei do napływu obcych kapitałów, których wartość w walucie krajowej staje się automatycznie większa. Bank centralny nie musi więc tak często interweniować, jak przy systemie kursów stałych, gdyż rolę interwencyjną spełniają często kapitały obce. Zdarzają się jednak sytuacje wymagające interwencji dewizowej także przy kursach płynnych. Takim przykładem może być choćby dolar amerykański w połowie lat osiemdziesiątych dwudziestego wieku. Jego kurs w tym czasie tak wzrósł, że zarówno władze pieniężne USA, jak i uczestnicy rynków finansowych, uznali dolar za walutę znacznie przewartościowaną. Groziło to nieuchronnym spadkiem jego kursu. Na pytanie, jak ten spadek będzie przebiegał, nikt nie umiał odpowiedzieć. Działania interwencyjne Banku Rezerwy Federalnej w Nowym Jorku i innych banków centralnych znacznie złagodziły spodziewany spadek kursu dolara, co w kołach finansowych określano jako „miękkie” lądowanie tej waluty. Interwencji przy kursach płynnych dokonuje się również po to, by uniknąć zbyt znacznych wahań kursu własnej waluty, które mogłyby dezorganizować pracę podmiotów gospodarczych, dla których kurs walutowy ma bardzo duże znaczenie (importerzy, eksporterzy, banki itp.) i banki centralne bardzo często takich interwencji dokonują.

W ten sposób dają sobie radę tylko najsilniejsi. Przede wszystkim USA, kraje Europy Zachodniej, Japonia i kilka krajów zaawansowanych gospodarczo. Kraje mniej rozwinięte i ich waluty coraz częściej są narażone na poważne kryzysy finansowo-walutowe, co skłania je do przyjęcia propozycji wdrożenia nowego światowego systemu walutowego.

1.4. Międzynarodowy Fundusz Walutowy i wymienialność walut

Stosunek MFW do kwestii systematycznej oceny możliwości wprowadzenia wymienialności walut można uznać za ostrożny i niewykazujący pośpiechu. Przez kilka lat od momentu powstania, MFW koncentrował się na sprawach związanych z pewnymi ograniczeniami w dokonywaniu płatności i transferów, starając się ocenić, czy są one pożądane, czy niepożądane. Już w 1951 roku podczas posiedzeń MFW omawiano koncepcję stosowania ograniczeń w regulowaniu płatności i dokonywaniu transferów, dyskusja ta była związana z podjętym w artykule XIV Statutu MFW zobowiązaniem do corocznej publikacji sprawozdań na temat tych ograniczeń. Sprawa wymienialności walut przez wiele lat nie była poruszana, ponieważ władze MFW zapewniały krajom członkowskim swobodę w określaniu własnych systemów płatności zagranicznych oraz w konsultowaniu ich między sobą zgodnie z artykułem XIV. Jednak liberalizacja rynków dewizowych w przodujących krajach członkowskich MFW i odchodzenie od stanowiska uznającego potrzebę centralnej kontroli obrotów dewizowych, skłoniły władze MFW do zainteresowania się sprawą wymienialności. Wynikiem tego było pojawienie się w grudniu 1958 roku tzw. wymienialności zewnętrznej w dziesięciu krajach zachodnioeuropejskich. W niedługim czasie zrobiło to następne pięć krajów europejskich i piętnaście krajów pozaeuropejskich. Wymienialność zewnętrzna polegała na zezwoleniu wszystkim nierezydentom wymianę na dewizy ich dochodów otrzymywanych w walucie danego kraju po kursie oficjalnym.

Zewnętrzna wymienialność dawała większą swobodę, zwłaszcza bankom handlowym, w dokonywaniu operacji dewizowych. W praktyce, poszczególne kraje różniły się znacznie w jej stosowaniu. Różnice wynikały z odmiennej interpretacji nierezydenta i obowiązywania bilateralnych umów płatniczych. Ale pomimo tych mankamentów, MFW wyraźnie sprzyjał tym posunięciom.

Następnym krokiem było podjęcie zobowiązania przez dziesięć europejskich krajów członkowskich MFW o gotowości spełniania artykułu VIII (części 2, 3 i 4) Statutu MFW od 15 lutego 1961 roku. Pojęcie wymienialności określone w wyżej wymienionych częściach artykułu VIII jest znacznie szersze od tzw. wymienialności zewnętrznej, która nawet nie spełnia części 2 artykułu VIII. Był to niewątpliwie krok naprzód, ponieważ można uznać wymienialność w znacznie szerszym znaczeniu niż to określił Statut MFW. Waluta byłaby więc wymienialna wtedy, gdyby można było ją stosować we wszystkich transakcjach międzynarodowych i wymieniać bez ograniczeń oraz gdyby miała określoną wartość wymienną, opartą na określonym kursie wymiany.

Praktycznie trudno było tak sformułować odpowiedni zapis w Statucie MFW, aby uwzględnić te wszystkie trzy warunki. Międzynarodowy Fundusz Walutowy dopracował się siedmiu koncepcji wymienialności, a w swoich publikacjach przedstawił ich nawet więcej. Jednak, upraszczając niezbyt precyzyjne pojęcie wymienialności, ograniczył się do trzech głównych koncepcji, z których pierwszą określił jako wymienialność na zasadach artykułu VIII Statutu MFW. Drugą, jako wymienialność na złoto, gdyż złoto kupowane i sprzedawane za własną walutę spełnia wymogi artykułów Statutu MFW. Trzecią koncepcją było wprowadzenie tzw. faktycznej wymienialności

(nie należy jej mylić z wymiennalnością *de facto*), przyjętej w pierwszej poprawce do Statutu MFW. Zakładała ona dwie kategorie walut wymiennalnych i była stosowana do wprowadzenia drugiej poprawki, która w miejsce pojęcia waluty faktycznie wymiennalnej, wprowadziła pojęcie waluty swobodnie używalnej. Jest to waluta, która może być powszechnie używana do płatności międzynarodowych i dokonywania transakcji na rynkach dewizowych. Do walut swobodnie używalnych zaliczono: dolara amerykańskiego, jena japońskiego, markę niemiecką, franka francuskiego i funta sterlinga (czyli waluty wchodzące w skład koszyka SDR).

Koncepcje Międzynarodowego Funduszu Walutowego nie wyczerpują tematu wymiennalności walut. Nieograniczoną zdolność systemu pieniężnego danego kraju do wymiany waluty krajowej na inną pożądaną walutę (często na rynku) określa się mianem pełnej (lub rynkowej) wymiennalności waluty krajowej. Niemożliwość zarówno faktyczną, jak i legalną takiej wymiany, określa się mianem całkowitego braku wymiennalności. Praktycznie te dwie skrajne możliwości nie występują. Istnieją więc różne stopnie wymiennalności, określane mianem wymiennalności ograniczonej. Jedną z nich była właśnie wymiennalność zewnętrzna ograniczona do nierezydentów. Drugą jest wymiennalność wymagana przez Międzynarodowy Fundusz Walutowy określona w artykule VIII Statutu MFW. Inne koncepcje nie są obowiązujące, a określają tylko stopień wymiennalności. Obowiązek przestrzegania artykułu VIII Statutu MFW nie jest jednak dla członków MFW natychmiastowy. W artykule XIV Statutu MFW zawarte jest prawo do tak zwanego okresu przejściowego, przeznaczonego na przygotowanie się do jego przestrzegania. Nie ogranicza się tam czasu przygotowawczego, potrzebnego na spełnienie wymogów artykułu VIII Statutu MFW. W związku z tym, duża liczba krajów skorzystała z możliwości zawartych w artykule XIV. Oświadczenie o akceptacji artykułu VIII⁹ jest już nieodwracalne i nie można powrócić do przejściowego statusu artykułu XIV Statutu MFW.

Wprowadzenie wymiennalności w jakiegokolwiek postaci nie jest zadaniem łatwym. Warto przypomnieć, że początkowo tylko cztery kraje zaakceptowały wymogi artykułu VIII Statutu MFW. Były to USA, Panama, Salwador i Gwatemala. Następnymi były kraje zachodnioeuropejskie i Peru, które dokonały tego dopiero w 1961 roku, a więc prawie 15 lat po Stanach Zjednoczonych. Tak długi okres był związany z odbudową gospodarek ze zniszczeń wojennych i przygotowaniem warunków do wprowadzenia wymiennalności. Należy wymienić przede wszystkim stan równowagi bilansu płatniczego, osiągnięty nie w wyniku stosowania ograniczeń importowych, ale w wyniku wprowadzenia realnego kursu wymiany waluty krajowej. Określenie i wprowadzenie realnego kursu wymiany wymagałoby odpowiedniego poziomu rezerw dewizowych, które można określić jako drugi istotny warunek wprowadzenia wymiennalności. Odpowiedni poziom rezerw dewizowych byłby gwarancją stabilizacji realnego kursu walutowego jako najbardziej użytecznego wskaźnika, służącego do porównania aspiracji dewizowych podmiotów posiadających walutę krajową. Trzecim warunkiem byłoby ograniczenie inflacji pieniądza krajowego, która po wprowadzeniu wymiennalności

⁹ Do końca 2007 roku 166 krajów członkowskich Międzynarodowego Funduszu Walutowego zaakceptowało artykuł VIII Statutu MFW, w tym Polska od 1 czerwca 1995 roku.

powodowałaby ciągłą jego dewaluację i tym samym niechęć do przyjmowania go przez zagraniczne podmioty gospodarcze. Wynika z tego, że właściwą jednostką odpowiedzialną za wprowadzanie wymienialności waluty może być tylko jedna instytucja – sprawnie działający bank centralny. Jeżeli instytucja ta nie jest w stanie spełniać swoich funkcji, to zadanie wprowadzenia wymienialności leży poza zasięgiem możliwości danego kraju. Czwartym warunkiem byłoby dostosowanie struktury cen wewnętrznych do cen światowych, co jest ściśle związane z kosztem wprowadzenia wymienialności. Wymienialność likwiduje wszelkie preferencyjne kursy walutowe, a więc każdy krajowy nabywca musi być przygotowany na zapłacenie ceny zbliżonej do ceny światowej. Może dostać tylko dopłatę z budżetu, co jest znacznie mniejszym udogodnieniem niż wszelkie preferencyjne systemy cen. Ogranicza to znacznie pole manewru w polityce gospodarczej, wspierającej zacofane gałęzie gospodarki. Najczęściej przytaczaną korzyścią z wymienialności jest możliwość wciągnięcia do międzynarodowego podziału pracy krajowych producentów, którzy mają w tym wypadku znacznie lepsze rozeznanie warunków oferowanych przez rynek międzynarodowy. Praktyka dowiodła, że kraje, które wprowadziły wymienialność własnej waluty osiągają znacznie lepsze wyniki w wymianie międzynarodowej od krajów stosujących restrykcje dewizowe.

Warunki te są konieczne do funkcjonowania pełnej wymienialności waluty krajowej. Nie ulega wątpliwości, że kraje, które nie spełniają wyżej wymienionych warunków stawiają sobie jako cel wprowadzenie wymienialności. Można również dodać, że przy stosowaniu znacznych ograniczeń dewizowych trudno osiągnąć stan równowagi płatniczej, czy dostosować ceny krajowe do cen światowych. Dlatego potrzebny jest etap pośredni, który złagodzi te trudności. Takim stanem pośrednim będzie wymienialność częściowa, polegająca na liberalizacji określonych rodzajów obrotów płatniczych z zagranicą przy zachowaniu ograniczeń dewizowych w dziedzinach, w których zbyt daleko posunięta liberalizacja mogłaby spowodować znaczne szkody.

Dotychczas na szerszą skalę zastosowano dwa wyżej wymienione rodzaje wymienialności częściowej. Są to wymienialność zewnętrzna i wymienialność w sensie określonym w artykule VIII Statutu MFW.

1.5. Dolar i jego znaczenie

Jak określił jeden z członków Rady Gubernatorów Systemu Rezerwy Federalnej profesor Henry Wallich, długa agonía dolara jeszcze się nie skończyła. Jak długo będzie trwała, tego nikt, oprócz wróżbitów, nie stara się określić. To, że od dawna przepowiadany upadek dolara nie nastąpił, nie tak bardzo bulwersowało autorów tych wypowiedzi, jak pewne „nienormalne” zachowanie się zarówno tej waluty, jak i władz monetarnych USA, czyli Systemu Rezerwy Federalnej. System kursów płynnych miał trochę zmniejszyć międzynarodową rolę dolara i dać Amerykanom większą autonomię w procesie kształtowania kursu jego wymiany. Niestety, kursy płynne nie zawsze zachowywały się zgodnie z książkowymi przewidywaniami i nie zawsze wiernie odzwierciedlały panujący układ sił pomiędzy poszczególnymi walutami. Kursy walut

okazały się albo przewartościowane, albo niedowartościowane w stosunku do racjonalnych oczekiwań, a tym, który bił wszelkie rekordy takiego niedostosowania, był właśnie dolar amerykański. Dziwne były reakcje przedstawicieli Systemu Rezerwy Federalnej, którzy siłę swojej waluty upatrywali raczej w obniżonym kursie dolara w stosunku do innych głównych walut, a jego słabość w podwyższonym kursie. Stawało się to tym dziwniejsze, że Amerykanie nie czynili zbyt dużych wysiłków, aby sytuację tę odwrócić, za co usłyszeli wiele epitetów o obłudzie i przesadnych aspiracjach. Tendencja rosnąca kursu własnej waluty była zawsze jednym z pomyślnych przejawów polityki gospodarczej poszczególnych krajów. Natomiast tendencja spadkowa była złym znakiem, zapowiadającym inflację i recesję. Ta odmienna postawa Amerykanów musiała więc kryć jakąś tajemnicę. Dla środowisk finansowych nie była to jednak żadna tajemnica. Dolar amerykański od II wojny światowej pełni funkcje podstawowej waluty trzymanej w rezerwach banków centralnych, czyli waluty rezerwowej. Jego wielkie międzynarodowe znaczenie nie pojawiło się nagle. Jest bowiem procesem noszącym cechy ewolucji, wynikającym z dominacji gospodarki amerykańskiej we wczesnych latach powojennych. Niemalą rolę odegrał tu system kursów stałych z Bretton Woods, ale nie mniejszą także otwartość i siła amerykańskich rynków finansowych. Powojenna sytuacja gospodarcza już dawno uległa zmianie, gdyż wiele krajów poczyniło znaczne postępy gospodarcze. Towarzyszyły im także różne przedsięwzięcia finansowe, choćby takie, jak europejski system pieniężny. Pomimo tych zmian, waluta amerykańska jest stale niezastąpiona, a jej udział w rozliczeniach międzynarodowych przekracza udział USA w handlu i gospodarce światowej.

Amerykański punkt widzenia nie zawsze pokrywał się ze stanowiskiem pozostałych kręgów finansowych. Najwięcej problemów stwarzało zawsze czerpanie przez USA korzyści z dolara jako waluty rezerwowej i dzięki temu łatwe finansowanie deficytów płatniczych, do czego Amerykanie publicznie się przyznali (Wallich, 1980, s. 38–41). Warto jednak uzmysłowić sobie obciążenia amerykańskiego systemu pieniężnego, wynikające z konieczności opanowania fluktuacji kursu dolara, nie związanej z zewnętrzną sytuacją płatniczą USA, i z uzależnienia amerykańskiej polityki pieniężnej od posunięć interwencyjnych innych krajów na międzynarodowym rynku walutowym. Kurs dolara stał się więc, niezależnie od sytuacji płatniczej, bardzo ważnym czynnikiem wpływającym na politykę pieniężną USA. Wpływ kursu dolara na handel zagraniczny USA spadł znacznie, stając się raczej regulatorem przepływów kapitałowych. Możliwości Systemu Rezerwy Federalnej są prawie znikome w obliczu potrzeby zmniejszenia kursu dolara bez groźnych dla gospodarki konsekwencji inflacyjnych. A przecież siła nabywcza dolara jest ważnym wskaźnikiem skuteczności amerykańskiej polityki pieniężnej.

Korzystanie z uprzywilejowanej sytuacji własnej waluty, będącej walutą rezerwową, nie jest proste. Możliwość rozluźnienia niepopularnych przedsięwzięć przystosowawczych zarówno pieniężnych, jak i fiskalnych, była i jest bardzo nęcąca. Ale kandydaci na następców dolara jako waluty rezerwowej zawsze zdawali sobie sprawę, że niekoniecznie muszą osiągać korzyści ułatwiające finansowanie deficytów płatniczych z zagranicą. Przecież Stany Zjednoczone bardzo długo nie mogły korzystać z uprzywilejowanej pozycji dolara, pomimo że już po II wojnie światowej dolar stał się walutą rezerwową. Na taką możliwość czekały długo, do czasu aż rynek zaczął wyróżniać po-

szczególne waluty jako mocne. To dawało powód do osłabienia dyscypliny finansowej i tym samym osłabiało mocną walutę. Waluta wymykała się więc spod kontroli władz monetarnych, co jeszcze bardziej osłabiało jej pozycję. Z taką sytuacją dotychczas miały do czynienia dwa kraje: Wielka Brytania i USA. Jedną z prób rozwiązywania problemu waluty rezerwowej było utworzenie przez Międzynarodowy Fundusz Walutowy specjalnych praw ciągnięcia (*special drawing rights* – SDR). Pojawił się więc następcą dolara – waluta międzynarodowa i kreowana przez Międzynarodowy Fundusz Walutowy – SDR. Wprowadzonemu w 1969 roku SDR, jako jednostka równa jednemu dolarowi¹⁰, dawano największą szansę zajęcia jego miejsca. Koncepcja SDR jest oparta na koszyku walutowym. W jego skład wchodzi obecnie cztery waluty: 0,632 dolara amerykańskiego, 0,41 euro, 0,0903 funta sterlinga i 18,4 jena japońskiego. Kurs SDR oblicza się według kursów rynkowych poszczególnych walut. Jeżeli chcemy obliczyć kurs SDR do dolara, to obliczamy wartość wszystkich części koszyka w dolarze i dodajemy. Stany Zjednoczone były w swoim czasie zainteresowane rozwojem SDR jako ewentualnego następcy dolara i uważały jego perspektywy jako obiecujące. Przykład funta sterlinga był dla nich lekcją, której nie chciały powtórzyć, bowiem były świadome tego, że sztuczne utrzymywanie szczególnej roli dolara nie rokuje ciekawych perspektyw.

Na razie dolar amerykański nadal utrzymuje dominującą pozycję wśród walut. Jego potencjalny następca SDR nie okazał się na tyle silny, aby go zastąpić. Chociaż hegemonia dolara należy już do przeszłości, to marka niemiecka, jen japoński i frank szwajcarski zawsze raczej chciały go wspierać niż osłabiać. Przyczyniły się znacznie do jego łagodnego spadku pod koniec 1985 roku. Podobne akcje wspierające dolara można było zaobserwować także w późniejszych latach.

Sytuacja uległa zmianie po pojawieniu się nowej waluty euro. Od 1 stycznia 1999 roku euro, jako wspólna waluta 15 państw Unii Europejskiej, stała się drugą po dolarze walutą rezerwową, co zostanie szerzej omówione w rozdziale 3.

1.6. Rola złota

Zawieszenie w 1971 roku przez prezydenta Richarda Nixona wymienialności dolara na złoto było posunięciem, mającym zasadnicze znaczenie dla tak zwanej demonetyzacji złota. Przez stulecia złoto było podstawą i symbolem pieniądza, ale pod koniec dwudziestego wieku straciło wiodącą rolę w systemach pieniężnych zarówno wewnętrznych, jak i międzynarodowych. Proces odchodzenia od waluty złotej zaczął się dość wcześnie i nie był dziełem przypadku. Uzależnienie kreacji pieniądza od rezerw złota było zawsze ograniczeniem hamującym rozwój gospodarczy danego państwa. Odchylanie się wartości pieniądza od parytetu w złocie było próbą przechodzenia do tak zwanego pieniądza kierowanego, czyli coraz mniej zależnego od złota. John Maynard Keynes nazywał złoto „barbarzyńskim reliktem” naszej epoki.

¹⁰ Według notowań MFW z 2 listopada 2012 roku kurs SDR wynosił 1,47638 USD, zob. www.imf.org (03.11.2012).

Ostatecznym etapem, który wpłynął na likwidację centralnej roli złota, były poprawki do Statutu MFW, wprowadzone w 1978 roku. Wówczas złoto straciło obowiązkowy charakter rezerwy w MFW. W latach 1976–1980 MFW wystąpił z programem sprzedaży znacznej części swoich zasobów złota (około jednej trzeciej ówczesnych zasobów) krajom członkowskim MFW po 35 dolarów amerykańskich za uncję. Nie oznaczało to jednak, że złoto utraciło całkowicie swoją rolę w międzynarodowym systemie pieniężnym. Nadal jest, obok innych dewiz, składnikiem rezerw pieniężnych krajów, nadal można je wymieniać na dewizy. Europejski system walutowy również wyznaczył dwudziestoprocentowy depozyt złota jako gwarancję prawidłowego działania systemu. Potrzeby pieniężne są więc obecnie jednym z ważniejszych czynników kształtujących popyt na złoto, chociaż nie jedynym. Niemalże znaczenie odgrywa tu tradycja, która każe postrzegać złoto jako symbol bogactwa i zamożności. Szczególnie kraje Bliskiego i Dalekiego Wschodu są wyznawcami tej tradycji, a ich obywatele zwłaszcza cenią złoto jako środek gromadzenia bogactwa. Nie bez znaczenia jest też dynamiczny rozwój gospodarczy, który przyczynia się do powiększania dochodów mieszkańców w tych krajach.

Złoto jest również ważnym środkiem lokaty wolnych zasobów pieniężnych. Chociaż nie przynosi odsetek, jak papiery wartościowe, a jego transport jest dość drogi, to jednak stał się popularnym środkiem ochrony przed inflacją. Złoto jest także ważnym instrumentem polityki płatniczej. Zarówno w Stanach Zjednoczonych, jak i w innych krajach sprzedaż złota służyła często do zmniejszenia deficytu w bilansie handlowym. Złoto jest bowiem towarem szczególnym, oprócz roli pieniężno-handlowo-inwestycyjnej pełni także rolę poszukiwanego surowca do wytwarzania biżuterii, ale również jest surowcem niezbędnym dla dwóch dynamicznie rozwijających się dziedzin – elektroniki i kosmonautyki. Przemysł poszukuje substytutu złota, ponieważ możliwości jego wydobycia i produkcji są dość ograniczone.

Te wszystkie okoliczności przyczyniają się do tego, że cena złota podlega, największym chyba ze znanych, fluktuacjom. Od momentu bezpowrotnego zawieszenia wymiennalności dolara amerykańskiego na złoto, gdy oficjalna cena wynosiła 35 dolarów za uncję złota, w kilku następnych latach przekroczyła 850 dolarów za uncję¹¹. Można postawić pytanie, czy istniały jakiegokolwiek związki pomiędzy ceną złota, a zachowaniem się kursów walut, zwłaszcza dolara? Na podstawie przeprowadzonych badań nie udało się stwierdzić między nimi żadnego związku. Demonetyzacja złota stała się więc nieodwracalnym faktem. Złoto zostało zastąpione właściwą polityką pieniężną i fiskalną. Umiejętność jej prowadzenia stanowi obecnie najważniejszą rezerwę, decydującą o roli i znaczeniu pieniądza danego kraju w życiu gospodarczym. Najlepszym tego świadectwem są tzw. kryteria konwergencji traktatu z Maastricht o czym traktuje jeden z następnych rozdziałów.

Jednak nieustannie pojawiają się propozycje świadczące o potrzebie powrotu złota do zasad funkcjonowania systemu pieniężnego. Można tym propozycjom zarzucić, że niedostatecznie doceniają wyżej przytoczone fakty i stwierdzić, iż taka możliwość jest w niewielkim stopniu prawdopodobna.

¹¹ To zdarzyło się w styczniu 1980 roku. 22 sierpnia 2011 roku cena złota wyniosła 1908,00 dolara za uncję (według serwisu LMBA).

1.6.1. Handel złotem

Obecnie handel złotem odbywa się w znacznej części na rynku złota w Londynie, określanym jako *London Bullion Market (LBM)*¹², a uczestnikami tego handlu są członkowie stowarzyszenia *London Bullion Market Association (LBMA)*, do którego należą główne międzynarodowe banki komercyjne oraz dealerzy i producenci czystego złota. Londyński rynek złota nie jest formalnie giełdą (choć często pod taką nazwą występuje w prasie polskiej). Określa się go jako tzw. rynek pozagiełdowy (*over-the-counter market*), choć stosuje się na nim niektóre giełdowe formy transakcji. Według danych statystycznych przeciętna wielkość transakcji dziennych złotem na rynku LBM wyniosła w listopadzie 2008 roku 18,3 mln uncji¹³, co stanowiło wartość około 13,9 mld dolarów USA (według Bullion Markets, 2009). Przedmiotem tego handlu są sztabki i sztaby złota o różnych rozmiarach.

Znacznie mniejsze ilości złota są przedmiotem obrotu na nowojorskiej giełdzie *New York Mercantile Exchange (NYMEX)* i japońskiej giełdzie towarowej *Tokyo Commodity Exchange (TOCOM)* usytuowanej w Tokio, a także na innych giełdach. Również znacznych obrotów złotem dokonuje się poprzez papiery wartościowe, powiązane ze złotem w formie tzw. *Exchange Traded Funds*, którymi handluje się na giełdach papierów wartościowych.

1.6.2. Rola złota w bankach centralnych i instytucjach międzynarodowych

Pomimo wspomnianej wyżej demonetyzacji złota, odgrywa ono nadal ważną rolę w działalności banków centralnych i międzynarodowych instytucji finansowych. Złoto stanowi oddzielną i niezwykle ważną część rezerw dewizowych każdego państwa¹⁴. Stąd też pełni znaczną rolę w działalności krajowego banku centralnego. W formie sztab i sztabek jest zazwyczaj przechowywane w skarbcach banków centralnych, które zarówno w imieniu własnym, jak i danego państwa dokonują operacje złotem.

Banki centralne są ważnymi uczestnikami na rynku złota. Dokonują zarówno zakupów złota, jak i jego sprzedaży. Złoto znajdujące się w ich dyspozycji wynosi około 18% jego światowych zasobów, a więc przeprowadzane przez banki transakcje mają bardzo duży wpływ na jego cenę i trendy. Okoliczność ta spowodowała, że wiodące banki centralne, podczas dorocznego walnego zgromadzenia MFW, które odbyło się 26 września 1999 roku w Waszyngtonie (USA), zawarły na dziesięć lat tzw. porozumienie waszyngtońskie w sprawie złota (*Washington Agreement on Gold*). Uczestnikami tego porozumienia były banki centralne USA, strefy euro (EBC i jedenaście banków centralnych ówczesnej strefy euro), Szwajcarii, Szwecji i Wielkiej Brytanii. Przedstawiciele banków, aby nie powodować znacznych wahań cen złota, zobowiązali się nie sprzedawać rocznie więcej niż 400 ton (12,9 mln uncji) złota. W sierpniu 2009 roku porozumienie zostało odnowione na następne pięć lat z zaleceniem, aby także

¹² LBM handluje także srebrem, którego ilość przekracza wolumen handlu złotem około pięciokrotnie.

¹³ Chodzi o tzw. uncję trojańską (ang. *troy ounce*), która wynosi 31,103478 g.

¹⁴ Nie zawsze jednak stanowi część aktywów krajowego banku centralnego.

międzynarodowe organizacje finansowe (chodzi o Międzynarodowy Fundusz Walutowy i Bank Rozrachunków Międzynarodowych) nie przekroczyły tych limitów.

Sprzedaje i zakupy złota w sztabkach i sztabach nie wyczerpują operacji finansowych związanych z tym kruszcem. Banki centralne angażują się w liczne skomplikowane transakcje finansowe, których przedmiotem jest złoto. Od pewnego czasu rezerwy złota nie są już beзуżytecznie przechowywane w bankowych skarbcach, gdzie nie przynoszą dochodu. Banki centralne pożyczają złoto, podobnie jak pieniądź, ale na znacznie niższy procent niż wynoszą stawki międzybankowe (często stopa procentowa za złoto wynosi 1% rocznie)¹⁵. Pożyczają je banki komercyjne, które sprzedają je na rynku złota na określony okres, a uzyskane w ten sposób środki pieniężne lokują w amerykańskie bony skarbowe, z których dochód wynosi około 3% rocznie. Aby ochronić się przed niespodziewanym wzrostem ceny złota zawierają odpowiednie transakcje terminowe, które są powszechnie stosowane na rynku złota. Innymi transakcjami są tzw. transakcje typu *swap* z udziałem złota, podobne do transakcji *swapowych* na rynkach dewizowych.

Według danych *World Gold Council*, w październiku 2012 roku oficjalne rezerwy złota dla dziesięciu państw o największych rezerwach, kształtowały się następująco (IMF, 2012):

Państwo	Rezerwy złota w tonach	Udział w całości rezerw dewizowych (w %)
USA	8.133,5	75,4
Niemcy	3.395,5	72,4
Włochy	2.451,8	72,0
Francja	2.435,4	71,6
Chiny	1.054,1	1,7
Szwajcaria	1.040,1	11,5
Rosja	936,7	9,6
Japonia	765,2	3,2
Holandia	612,5	59,8
Indie	557,7	10,0

Łączne dane dla strefy euro

EBC502,1	32,3	
Strefa euro łącznie	10.787,4	63,3
Dane dla Polski	102,9	5,3

Dane dla międzynarodowych organizacji finansowych

Międzynarodowy Fundusz Walutowy	2.814,0 ton
Bank Rozrachunków Międzynarodowych	116,0 ton

Łączne oficjalne rezerwy złota na świecie 31.447,4 ton

¹⁵ Często określa się taką transakcję jako *gold lease*.

Literatura

Bullion Markets (2009). *International Financial Services Research*, January.

IMF (2007). *Annual Report, 2007, Appendix II*.

IMF (2012). *Financial Statistics* z października. Pozyskano z: <http://www.gold.org> (02.06.2013).

Sulmicki, P. (1977). *Międzynarodowa wymiana gospodarcza*. Warszawa: PWE.

Wallich, H.C. (1980). Exchange Rates, Inflation and the Dollar. *Economic Impact* (2). www.imf.org (03.11.2012).

Rozdział 2

BANK CENTRALNY, JEGO CECHY, FUNKCJE I ZADANIA

W szesnastym i siedemnastym wieku obok pieniądza gotówkowego pojawił się pieniądz w nowej postaci – pieniądz rozrachunkowy. Służył on bankierom do przeliczania ich zobowiązań i należności na targach. Rozwój bankowości sprzyjał doskonaleniu tej formy prowadzenia rozrachunków, a więc i pieniądza rozrachunkowego. Po pewnym czasie zyskał on miano pieniądza bezgotówkowego lub bankowego. Pojawienie się takiego pieniądza sprzyjało niewątpliwie postępowi w dziedzinie obiegu pieniężnego, gdyż umożliwiało dokonywanie rozliczeń bez użycia pieniądza gotówkowego i w ten sposób likwidowało zakłócenia, wynikające z jego braku. Do usunięcia tych niedoborów przyczynił się także wynalazek banknotu, który najpierw emitowali bankierzy, a później banki, z zapewnieniem jego wymiany na pieniądz kruszcowy. Posiadacze banknotów regulowali nimi swoje zobowiązania, ale nie wszystkie z nich wracały do banków. Umożliwiało to bankom emitowanie banknotów w ilości przekraczającej ich rezerwy kruszcowe. Nie każdy jednak bank przestrzegał w praktyce granic takiej działalności. Otrzymując, dzięki emisji banknotów, bezprocentowy kredyt, banki były skłonne zwiększać emisję banknotów do zbyt dużych rozmiarów. Spowodowało to ich liczne bankructwa, ponieważ nie można było wymienić nadmiaru emitowanych banknotów z powrotem na kruszec. Podważało to zaufanie posiadaczy banknotów do nich. Ich emisja zaczęła zanikać. Jednocześnie rozpoczął się nowy etap w rozwoju bankowości, związany z pojawieniem się depozytu. Depozyt, tj. wkład pieniężny w banku, wniesiony przez podmiot, mający w danej chwili nadmiar gotówki, płatny na każde żądanie, stał się nową postacią pieniądza, która obecnie, w formie pieniądza bezgotówkowego lub bankowego, ma zasadnicze znaczenie. Pieniądz bezgotówkowy doprowadził do tego, że pieniądz kruszcowy został wyeliminowany całkowicie z obiegu. Do celów obiegowych używa się obecnie pieniądza papierowego, który potocznie nazywa się banknotem banku centralnego, oraz pieniądza zdawkowego, czyli bilonu. Trzeba jednak pamiętać, że z prawdziwym dziewiętnastowiecznym banknotem nie ma on już nic wspólnego, ponieważ nie jest wymierny na żaden kruszec.

Pieniądz papierowy był znany już w starożytnych Chinach. Jego pierwowzorem w Europie średniowiecznej był pieniądz skórzany, którego pojawienie się wynikało z niedoboru kruszców. To właśnie niemal zawsze było przyczyną uzasadnienia emisji pieniądza papierowego, substytucyjnego wobec pieniądza kruszcowego. O użyteczności pieniądza papierowego decydowała zamieszczana na nim klauzula, nakładająca na

wierzycieli obowiązek przyjmowania go przy regulowaniu zobowiązań. Dzisiejszy pieniądź występuje głównie w dwóch postaciach. Pierwsza, to pieniądź bezgotówkowy, a druga to pieniądź papierowy wraz z bilonem. Emisji pieniądza papierowego w danym państwie dokonuje tylko jedna instytucja – bank centralny, zaś pieniądź bezgotówkowy tworzą banki handlowe (nazywane także bankami komercyjnymi lub kredytowymi). Rozmiary kreacji pieniądza bezgotówkowego są ściśle nadzorowane przez bank centralny, który czasami nazywa się pierwszym bankiem handlowym. Bank centralny jest więc najważniejszą instytucją regulującą obieg pieniężny w kraju, a tym samym i w całej gospodarce narodowej. Z tego względu musi to być instytucja o bardzo wysokim stopniu odpowiedzialności. Praca prezesa banku centralnego jest zwykle ciężka i niewdzięczna. Odnosi się do tego uwaga uczyniona przez Johna Maynarda Keynesa, który porównał stopień kompetencji dobrego bankiera centralnego ze stopniem kompetencji dobrego dentysty. Musi być on zarówno pokorny, jak i kompetentny, potrzebny i jednocześnie nielubiany. Wymaga się od niego walki z inflacją, niskich stóp procentowych, stabilnego pieniądza i godnej zaufania bankowości. Jeżeli choć jeden z tych wymogów nie jest spełniony bankier centralny, pozostający często za kulisami sceny polityczno-gospodarczej, wyciągany jest niemal siłą na jej środek i staje się „przysłowiowym chłopcem do bicia”. Nie ulega wątpliwości, że krytyka szefów banków centralnych jest często przesadna i niesprawiedliwa. Wielu krytyków, przeważnie z wykształceniem ekonomicznym (i to nie tylko w Polsce), nie odróżnia polityki monetarnej od monetaryzmu, krytykuje ów „monetaryzm” za bezrobocie, bankructwa i wysokie stopy procentowe. Politycy często widzą w polityce pieniężnej (albo monetarnej) i jej podmiocie banku centralnym, kozła ofiarnego, na którego zrzucają odpowiedzialność za niepowodzenia w polityce finansowej. Przedsiębiorcom i związkowcom dużo łatwiej jest krytykować banki centralne niż reformować rynki pracy. Pod koniec lat osiemdziesiątych dwudziestego wieku klienci i akcjonariusze banków handlowych obarczyli banki centralne winą za „zabawę kredytową” z krajami latynoamerykańskimi, która przerodziła się w światowy kryzys zadłużenia. Jednak bankierzy z banków centralnych przyjęli tę krytykę ze spokojem.

2.1. Główny opiekun systemu pieniężnego

Bank centralny jest jedyną instytucją, która może prowadzić politykę pieniężną. Dotyczy to zarówno pieniądza papierowego, jak i bezgotówkowego. Prowadząc politykę pieniężną bank centralny określa rozmiary emisji pieniądza papierowego i odpowiednimi instrumentami finansowymi wpływa na wielkość akcji kredytowej banków handlowych. Jeżeli pozycja banku centralnego w danym państwie jest słaba i nie jest w stanie prowadzić on polityki pieniężnej, to wtedy nie może jej prowadzić żaden inny bank. Taka sytuacja odbija się niekorzystnie na systemie pieniężnym danego państwa i nieuchronnie prowadzi do spadku wartości pieniądza. Celem polityki pieniężnej jest utrzymanie stabilnej siły nabywczej pieniądza poprzez dostosowywanie jego ilości do potrzeb obiegu oraz stworzenie trwałego i godnego zaufania systemu bankowego. W takich bowiem warunkach ludność danego kraju może mieć zaufanie zarówno do pieniądza, jak i do

banków. To z kolei powinno sprzyjać utrzymywaniu trwałej stopy wzrostu gospodarczego, wysokiego poziomu zatrudnienia, stabilnych cen i równowagi płatniczej z zagranicą.

Kwestia definicji i zakresu polityki pieniężnej nie należy do zagadnień jasno i precyzyjnie określonych w literaturze. Najszerszą definicję polityki pieniężnej przedstawił Lester Vernon Chandler: „Polityka pieniężna w najszerszym zakresie zawiera wszystkie działania rządów, banków centralnych i innych władz publicznych, które wpływają na ilość pieniądza i kredytu bankowego. Obejmuje to zatem te aspekty polityki gospodarczej, które dotyczą takich spraw, jak: wybór krajowego systemu pieniężnego, określenie krajowej jednostki pieniężnej zarówno w relacji do kruszca, jak i walut zagranicznych, określenie skali i typów działań rządowych operacji pieniężnych, ustanowienie i regulacja systemu bankowości centralnej, a także ustanowienie i regulacja banków komercyjnych i innych odpowiednich instytucji finansowych” (Chandler, 1948).

Nie jest to oczywiście jedyna definicja polityki pieniężnej, jaką można spotkać w literaturze ekonomicznej. Prawie wszystkie stawiają jako cel stabilizację cen, czyli niski wskaźnik inflacji. Dalsze cele, takie jak: wspieranie trwałego wzrostu gospodarczego, wysokiego poziomu zatrudnienia i równowagi obrotów płatniczych z zagranicą pojawiają się tylko w niektórych definicjach. Jednak wszystkie te definicje łączy bardzo ściśle powiązanie z prawodawstwem banku centralnego danego kraju, a zwłaszcza ze statutem krajowego banku centralnego i określonymi w nim celami i zadaniami.

2.2. Funkcje banku centralnego

Bank centralny prowadzi politykę pieniężną poprzez spełnianie dziewięciu następujących funkcji:

- Występuje w roli kredytodawcy ostatniej instancji. Kredytów udzielają zwykle banki handlowe. Jeśli nie mają na to środków, zwracają się po kredyt do banku centralnego, który poprzez te banki udziela kredytu kredytobiorcom. Najczęściej spotykanymi formami kredytowania poprzez bank centralny są: redyskonto weksli krótkoterminowych, kredyty lombardowe (pod zastaw krótkoterminowych papierów wartościowych) i tzw. operacje odkupienia (ang. *repurchase agreements*). Nowoczesne banki centralne spełniają tę rolę głównie w wyniku operacji otwartego rynku. Udzielony w ten sposób kredyt jest zwykle w znacznej części pokrywany emisją pieniądza, a więc kredytobiorcy muszą spełniać dość ostre wymagania.
- Prowadzi politykę otwartego rynku. Polega ona na zakupie i sprzedaży krótkoterminowych papierów wartościowych na otwartym rynku pieniężnym (powinny to być powszechne i wiarygodne instrumenty finansowe). W ten sposób bank centralny zwiększa (gdy kupuje je) bądź zmniejsza (gdy sprzedaje je) ilość pieniądza w obiegu. Instrument ten jest skuteczny, jeśli w danym państwie właściwie funkcjonuje otwarty rynek pieniężny.

- Ustala wysokość rezerw obowiązkowych dla banków handlowych. We współczesnych bankach centralnych rezerwy takie stanowią najczęściej nieoprocentowane wkłady na rachunkach żyrowych w banku centralnym. Jest to kolejny instrument polityki pieniężnej. Podwyższanie rezerwy obowiązkowej ogranicza akcję kredytową banków handlowych, a zmniejszanie jej powiększa ich akcję kredytową. Jeżeli taka rezerwa wynosi 10%, oznacza to, że bank musi zachować na rachunku w banku centralnym 10% zasobów pieniężnych, będących do jego dyspozycji.
- Sprawuje nadzór nad bankami handlowymi. Polega on na obserwacji, kontroli i koordynacji wykorzystania środków pieniężnych w bankach handlowych. Bank handlowy jest instytucją, która dysponuje środkami pieniężnymi przekraczającymi ponad dziesięciokrotnie jego kapitał własny (w przedsiębiorstwach produkcyjnych proporcja ta rzadko przekracza go trzykrotnie). Nadzór bankowy ma więc potwierdzić wiarygodność banku jako zdrowej, rozważnie działającej instytucji finansowej. Rozważne działanie polega na dyskrecji, inteligencji, szukaniu rozsądnego dochodu, zachowaniu stanu posiadania i unikaniu lokat spekulacyjnych. Są wprawdzie państwa, w których nadzór bankowy jest usytuowany poza bankiem centralnym (także w Polsce), jednak i w nich niemal zawsze bank centralny uczestniczy w takiej strukturze organizacyjnej i często pełni w niej rolę wiodącą.
- Jest bankierem rządu danego państwa. Oznacza to, że jako bank centralny kontroluje zdolność kredytową Skarbu Państwa, finansuje go poprzez udzielanie kredytów krótkoterminowych zarówno z wewnętrznego rynku kredytowego, jak i z zagranicy. Często jest zmuszany do bezpośredniego lub pośredniego finansowania deficytu budżetowego. Ponieważ ta ostatnia sytuacja może być niebezpieczna dla stabilizacji pieniądza, jest zazwyczaj ściśle kontrolowana przez parlament danego państwa. Bank centralny obsługuje długi wewnętrzne i zewnętrzne Skarbu Państwa.
- Jest głównym doradcą rządu w dziedzinie polityki kursowej. Decyzje o zasadach notowania kursu i jego wielkości wyjściowej podejmuje zazwyczaj rząd (często na wniosek banku centralnego). Rola banków centralnych wzrosła w epoce kursów płynnych, kiedy rynek decyduje o ich wysokości. Jeżeli rząd nie wprowadził kursu płynnego, wówczas bank centralny ocenia ewentualne skutki przeprowadzenia dewaluacji (obniżki) lub rewaloryzacji (podwyżki) kursu waluty krajowej. Przedstawia swoje stanowisko rządowi i podaje do publicznej wiadomości decyzje rządu w tej kwestii.
- Nadzoruje rezerwy dewizowe danego państwa. Dysponentem państwowych rezerw dewizowych danego kraju jest zwykle Skarb Państwa. On też decyduje o ich użyciu, a więc ponosi koszty i może czerpać zyski z tych operacji. Bank centralny, jako ich administrator, decyduje zwykle o ich powiększeniu, zmniejszeniu oraz o sposobie ich wykorzystania i lokowania.

- Administruje ograniczeniami dewizowymi wynikającymi z ustawodawstwa dewizowego. Niemal każdy kraj stosuje mniejsze lub większe ograniczenia dewizowe. Za właściwe ich stosowanie i obsługę jest przeważnie odpowiedzialny bank centralny.
- Przeprowadza operacje dewizowe z zagranicą. Jest w zasadzie jedyną instytucją, której na mocy odpowiednich ustaw przysługuje nieograniczone prawo przeprowadzania operacji dewizowych z krajowymi i zagranicznymi instytucjami (innymi bankami centralnymi). Może jednak odstąpić częściowo swoje prawa innym instytucjom (bankom handlowym). Jest to uzależnione od stopnia wymienialności waluty danego kraju. W warunkach pełnej wymienialności bank centralny ogranicza się zwykle do przeprowadzania interwencji dewizowych w celu obrony kursu własnej waluty.

Należałoby teraz odpowiedzieć na pytanie, kiedy bank centralny może skutecznie prowadzić politykę pieniężną? Otóż, może to robić wtedy, kiedy jest w stanie właściwie spełniać dziewięć powyższych funkcji, z których cztery pierwsze są określane jako wewnętrzne, a cztery ostatnie jako zewnętrzne. Środkowa, piąta, funkcja ma zarówno wewnętrzny, jak i zewnętrzny charakter, ponieważ dotyczy kontrahentów krajowych i zagranicznych. Jeśli bank centralny nie spełnia właściwie którejś z tych funkcji lub spełnia ją źle, to wtedy można stwierdzić, że nie jest w stanie prowadzić dobrej polityki pieniężnej. Odbija się to niemal zawsze niekorzystnie na systemie pieniężnym danego kraju. Aby system ten mógł funkcjonować prawidłowo, potrzebne są do tego banki handlowe. Jeśli bowiem w jakimś kraju nie ma banków handlowych, to wówczas bank centralny przejawia często skłonności do zastępowania ich, co poważnie utrudnia mu właściwe pełnienie swoich funkcji.

Znaczenie banku centralnego i polityki pieniężnej dla gospodarki stwarza często nierozwiązywalny dylemat dla władz finansowych, sprowadzający się do pytania: jak dalece można wykorzystać inicjatywę prywatną w bankowości? Bezpieczeństwo systemu pieniężnego wymaga daleko idącej interwencji państwa. Skuteczność i zadowalające wyniki jednak może zapewnić tylko inicjatywa prywatna. Trzeba więc nieustannie poszukiwać właściwego powiązania tych dwóch elementów. Prywatyzacja bankowości, choć skutkuje większymi odsetkami i skuteczniejszą obsługą w bankach, to jednocześnie obniża zaufanie do poszczególnych banków. Natomiast interwencja państwa zwiększa zaufanie do systemu bankowego, ale obniża wysokość odsetek od depozytów i pogarsza obsługę klientów. Niezbędne jest zatem znalezienie złotego środka dla właściwej kombinacji tych dwóch elementów. Często się zdarza, że wynikiem tych poszukiwań jest przedsiębiorcza prywatna bankowość. Nie jest to jednak dobre rozwiązanie, ponieważ ludność woli trzymać pieniądze w domu niż w prywatnym banku, obawiając się utraty swoich oszczędności. Zdarza się też, że bank jest godny zaufania, ale odsetki są niskie. W takiej sytuacji niezbędne staje się przeprowadzenie reformy systemu bankowego, a najbardziej predystynowaną do tego instytucją może być tylko prawidłowo działający bank centralny.

2.3. Główne banki centralne

2.3.1. System Rezerwy Federalnej

Pierwszy bank w Stanach Zjednoczonych został utworzony przez Kongres w 1791 roku (*First Bank of the United States*). Do 1913 roku system pieniężny Stanów Zjednoczonych był oparty na bankach prywatnych. Dopiero kilkukrotne zakłócenia w funkcjonowaniu tych banków, które spowodowały panikę wśród bankierów i ich klientów, zmobilizowały Kongres do rozpatrzenia propozycji prezydenta Wilsona dotyczącej utworzenia Systemu Rezerwy Federalnej. Tym razem niechęć bankierów do tego rodzaju instytucji została przełamana. Prezydent Thomas Woodrow Wilson 19 grudnia 1913 roku podpisał akt prawny o utworzeniu banku centralnego – *Federal Reserve Act*. Również duże zamieszanie wywołało utworzenie niespełna rok później regionalnych agend *Feda* (Amerykanie nazywają swój bank centralny w skrócie – *Fed*), tj. dwunastu banków Rezerwy Federalnej. Obecnie *Fed* jest niezastąpionym uczestnikiem amerykańskiego systemu finansowego, chociaż nadal wzbudza wiele kontrowersji. Zgodnie z konstytucją ma on dużą samodzielność, której banki centralne innych krajów mogą mu tylko pozazdrościć, i która wywołuje niemałe kontrowersje wśród polityków. Natomiast pracownicy *Feda* uważają go za niezależną agencję rządu federalnego odpowiedzialną bezpośrednio przed Kongresem. Najwyższy jego organ – Rada Gubernatorów składa się z gremium siedmiu gubernatorów mianowanych przez prezydenta i zatwierdzonych przez senat. Wszyscy pełnią urząd przez 14 lat, przy czym co dwa lata jeden z nich ustępuje po to, aby zrobić miejsce nowemu gubernatorowi. Prezesa Rady Gubernatorów na okres czteroletni mianuje spośród gubernatorów prezydent. Od 3 lutego 2014 roku funkcję tę pełni Janet Yellen (po raz pierwszy w historii amerykańskiej bankowości centralnej urząd ten pełni kobieta), która przejęła urząd po pełniącym dwie kadencje (od lutego 2006 roku) Benie Bernanke, który przejął go po sprawującym urząd prezesa od 1987 roku (niecałe pięć kadencji), Alanie Greenspanie, znakomitej osobistości amerykańskiego świata bankierskiego.

Najbardziej wpływowym bankiem w strukturze Systemu Rezerwy Federalnej jest *Federal Reserve Bank of New York*, który prowadzi operacje otwartego rynku (najważniejsza i najskuteczniejsza funkcja amerykańskiego banku centralnego) oraz interwencje na rynkach dewizowych. *Fed* nie finansował bezpośrednio deficytu budżetu federalnego, jak to czyniła w przeszłości zdecydowana większość innych banków centralnych. Amerykański skarb państwa bowiem zawsze sam emitował i sprzedawał swoje weksle skarbowe (*treasury bills*), które są jednymi z najlepszych krótkoterminowych papierów wartościowych na świecie. *Fed*, pełniąc funkcję bankiera rządu, ograniczał się tylko do roli pośrednika finansowego (był i jest dla rządu czymś w rodzaju firmy maklerskiej), organizował dla weksli skarbowych rynek wtórny i czuwał nad tym, aby rynek pieniężny był gotowy do spokojnego ich przyjęcia.

Najważniejsze decyzje w zakresie polityki pieniężnej są podejmowane przez Federalny Komitet Otwartego Rynku (*Federal Open Market Committee*). Wydaje on trzy rodzaje wytycznych. Pierwsza z nich, to docelowa wielkość stopy procentowej części

rezerw trzymanych przez banki handlowe w *Fedzie* i pożyczanych przez nie w ramach międzybankowego rynku pieniężnego¹⁶. Druga, to docelowa ilość pieniądza w obiegu, występująca pod postacią agregatu pieniężnego M2. Trzecia, to docelowa wielkość transakcji na rynkach dewizowych. Federalny Komitet Otwartego Rynku liczy 12 członków. W jego skład wchodzi: siedmiu członków Rady Gubernatorów, prezes *Federal Reserve Bank of New York* oraz czterech członków dobieranych na zasadzie rotacji na okres jednego roku z pozostałych 11 banków rezerwy federalnej. Funkcje kierownicze w Systemie Rezerwy Federalnej nie były i nie są synekurami. Działalność, zarówno bieżącą, jak i perspektywiczną systemu ustawicznie kontroluje Kongres. Na podstawie *Humphrey-Hawkins Act* z 1978 roku *Fed* dostarcza dwa razy w roku do Kongresu dokładne sprawozdanie z polityki pieniężnej, a jego szef i poszczególni gubernatorzy muszą przez cały rok odpowiadać na wnikliwe i drobiazgowo pytania komisji kongresowych. Praca amerykańskiego banku centralnego stoi jednak na wysokim poziomie, choć nie obywa się bez konfliktów pomiędzy bankierami a politykami. Do tych ostatnich można zaliczyć słynny spór prezesa Paula Volckera z prezydentem Ronaldem Reaganem w latach 1983–1984 dotyczący finansowania amerykańskiego deficytu budżetowego, który z uwagi na jego doniosłość warto trochę przypomnieć.

Antyinflacyjna polityka banków centralnych w głównych krajach OECD na początku lat osiemdziesiątych ubiegłego stulecia polegała głównie na wzrostach stóp procentowych i wykorzystywaniu, wspomaganej przez banki centralne, spadkowej tendencji kursów walutowych na rynkach dewizowych. Takiej tendencji nie można było utrzymać długo i w niedługim czasie wzrost cen zaczął przewyższać oczekiwania inflacyjne rządów. Jednak taki scenariusz okazał się niemożliwy do zastosowania w USA z uwagi na politykę amerykańskiego banku centralnego, inspirowaną przez ówczesnego szefa Systemu Rezerwy Federalnej Paula Volckera. Volcker zdecydowanie sprzeciwił się finansowaniu amerykańskich deficytów budżetowych za pomocą waluty amerykańskiej, a jedynym sposobem na to było podniesienie amerykańskich stóp procentowych znacznie powyżej stóp procentowych dla pozostałych głównych walut swobodnie używalnych czyli japońskiego jena, zachodniemieckiej marki, brytyjskiego funta, francuskiego franka. Linia Volckera od samego początku nie była przyjazna dla ekipy prezydenta Regana, która wszystko robiła w kierunku umiarkowanego obniżania stóp procentowych amerykańskiego banku centralnego w celu pobudzenia wzrostu podaży i ten kierunek reprezentowali także nowi gubernatorzy Feda już z nominacji prezydenta Regana. Volcker zdecydowanie bronił swojej linii i choć czasami był po stronie mniejszości to jego koncepcja i jego autorytet ostatecznie przeważyły, co zmusiło amerykański rząd do finansowania amerykańskiego długu publicznego w przeważającej części z zagranicy, gdyż to okazało się tańsze ale zredukowało trochę skalę wzrostu długu publicznego. Warto podkreślić, że w konflikcie tym raczej nie było zwycięzcy i nie zostały naruszone zasady współpracy pomiędzy rządem a bankiem centralnym. W ten sposób Paul Volcker uniknął podporządkowania banku centralnego doraźnym potrzebom finansowym rządu, czyli okazał się w pewnym sensie obrońcą niezależności banku centralnego, co było po-

¹⁶ W terminologii amerykańskiej zwana *federal funds market rate*.

tem bardzo wysoko oceniane,¹⁷ ale jego upór utrudnił mu dalszą współpracę z ekipą prezydenta Reagana. Prezydent Reagan i jego ekipa natomiast wykazały pewien rodzaj determinacji w walce z bankiem centralnym trochę ograniczającym się do walki z inflacją i nie doceniającym niekorzystnego wpływu swojej polityki na stronę podażową gospodarki¹⁸.

2.3.2. Niemiecki Bank Federalny

Deutsche Reichsbank, poprzednik *Bundesbanku*, działał w Niemczech w latach 1876–1948. Historia tej instytucji najlepiej świadczy o tym, jak można wywołać inflację i jak ją zatrzymać. Z przekazów wiekowych Niemców dowiedzieliśmy się, że w 1923 roku, idąc do piekarni po bułki, obywatele wieźli ze sobą taczkę z pieniędzmi. Przyczyną tego był system zarządzania *Reichsbankiem*. Przewodniczącym jego Rady Zarządzającej był wówczas kanclerz Rzeszy, który z racji stanowiska, nie miał możliwości obrony przed inflacyjnymi ambicjami rządu. Dopiero dokonana rok później – w 1924 roku – reforma systemu pieniężnego, uniezależniła *Reichsbank* od rządu i przyczyniła się do zastopowania hiperinflacji. Do 1930 roku prawie połowa członków Rady Zarządzającej *Reichsbanku* była cudzoziemcami, głównie przedstawicielami aliantów do nadzoru spłat odszkodowań wojennych, na przykład Hjalmar Schacht, dzięki któremu zastopowano hiperinflację 1923 roku. Złoty okres *Reichsbanku* nie trwał jednak długo. Zakończyło go dojście Hitlera do władzy w 1933 roku. Zapoczątkowało to okres ponownego uzależniania się *Reichsbanku* od rządu. W 1937 roku *Reichsbank* był już całkowicie pod kontrolą rządu i ponownie wchodził w okres gospodarki inflacyjnej. Główni dyrektorzy z *Reichsbanku* ostrzegali Hitlera przed skutkami nieopanowania inflacji. Hitler, który był człowiekiem szybkim w działaniu i nietolerującym krytyki, zdymisjonował nieskoordynowanych dyrektorów, ponieważ nie dostrzegali oni „wyższej konieczności”. Ostrzeżenia zdymisjonowanych dyrektorów sprawdziły się. W 1948 roku, czyli dwadzieścia pięć lat później, *reichsmarka* stała się po raz drugi bezwartościowa. Ponownie do reformy niemieckiego systemu bankowego przystąpili alianci (USA, Anglia i Francja). Utworzyli oni bank centralny na wzór amerykańskiego Systemu Rezerwy Federalnej. W tymże 1948 roku został utworzony Bank Krajów Niemieckich (*Bank Deutscher Länder*), który koordynował działalność banków centralnych poszczególnych prowincji Niemiec Zachodnich. Ta dwustopniowa struktura organizacyjna została zlikwidowana w 1957 roku, kiedy utworzono Niemiecki Bank Federalny (*Deutsche Bundesbank*). Wówczas 11 banków centralnych z poszczególnych prowincji, nadzorujących działalność około 200 bankowych oddziałów, stało się regionalnymi oddziałami *Bun-*

¹⁷ Nawet zagorzały przeciwnik amerykańskiego banku centralnego, bo proponujący jego likwidację, kolega partyjny prezydenta Reagana, senator Ronald Paul stwierdził, że jedynym jego kandydatem na szefa Systemu Rezerwy Federalnej był Paul Volcker (prezydencka debata Paula Volckera z 2011 roku).

¹⁸ Konflikt ten jest opisywany dokładnie w literaturze amerykańskiej, np. w publikacji J. Hogan (red.), *The Reagan Years. The Record in Presidential Leadership*. Manchester University Press, Manchester, New York 1990, rozdz. 11: Monetary Policy and the US Trade Deficit, autorzy S. Graubaugh, S. Sumner, s. 237–258.

desbanku. Dwa przepisy, na podstawie których powołano *Bundesbank*, zasługują na wymienienie:

- „*Deutsche Bundesbank* reguluje ilość pieniądza w obiegu i kredytu dla gospodarki [...] w celu ochrony waluty krajowej”.
- „W wypełnianiu swojej funkcji, zawartej w Akcie jest niezależny od rządu federalnego”.

Akt prawny o utworzeniu *Bundesbanku* zastrzegł, że swoim działaniem powinien wspierać politykę rządu federalnego, oraz że poparcie to nie powinno przeszkadzać bankowi w sprawowaniu jego funkcji. Starano się więc, aby do walki z inflacją *Bundesbank* mógł stanąć bez żadnego skrępowania i prowadzi ją skutecznie. Władze ustawodawcze wyszły bowiem z założenia, że czynnikiem najbardziej sprzyjającym krajowej polityce ekonomicznej jest dobra i stabilna waluta.

Można postawić pytanie, czy działalność *Bundesbanku* była pasmem samych sukcesów w polityce pieniężnej RFN? Na pewno nie, ale jednocześnie trzeba dodać, że *Bundesbank* działał skuteczniej niż banki centralne w innych krajach wysoko rozwiniętych. Wprowadzie ceny konsumpcyjne w RFN wzrosły w latach 1957–1984 o 162% (co daje średnioroczny wzrost 3,6%), ale w tym samym okresie ceny towarów konsumpcyjnych we wszystkich krajach OECD wzrosły o 336% (tj. wzrastały o 5,6% rocznie). Marka niemiecka zawsze należała do najbardziej stabilnych walut. Trzeba więc przyznać, że *Bundesbank* traktował bardzo poważnie swoją misję stróża narodowej waluty. W 1978 roku, czyli w trzydziestolecie utworzenia marki zachodnioniemieckiej, zamówiono nawet w jednym ze znanych frankfurckich kościołów mszę dziękczynną w intencji jednej z najbardziej stabilnych walut świata.

Po wejściu w życie od 1 lipca 1990 roku Traktatu o Unii Monetarnej, Ekonomicznej i Społecznej pomiędzy Republiką Federalną Niemiec a Niemiecką Republiką Demokratyczną, marka niemiecka stała się jedynym oficjalnym środkiem płatniczym na terenie obu państw niemieckich, a więc odpowiedzialność za politykę pieniężną całej strefy marki niemieckiej przeszła na *Bundesbank*, a po zjednoczeniu obu państw niemieckich 3 października 1990 roku *Deutsche Bundesbank* stał się bankiem centralnym zjednoczonych Niemiec. Do wielkich osiągnięć *Bundesbanku* można zaliczyć także wymianę 446,6 miliardów marek wschodnioniemieckich na 246 miliardów marek niemieckich po przeciętnym kursie 1,81:1 (według *Die Währungsunion mit der Deutschen Demokratischen Republik*, 1990, s. 14). Wielu znamienitych przedstawicieli świata finansów widziało w tej operacji poważne zagrożenie dla stabilności marki niemieckiej, a ówczesny prezes *Bundesbanku* Karl Otto Pöhl podał się nawet do dymisji. Z perspektywy czasu operację tę można ocenić jako zakończoną powodzeniem, osiągniętym jednak nie bez pewnych trudności.

Bundesbank cieszył się dużym stopniem niezależności. Jego poczucie realiów i skuteczność działania zapewniał sposób wyboru członków rady banku centralnego – najważniejszego ciała decyzyjnego w sprawach polityki pieniężnej. Rada liczyła do 2002 roku 16 członków, z których siedmiu, w tym prezesa i wiceprezesa, desygnował rząd federalny na okres nie dłuższy niż osiem lat. Pozostałych dziewięciu członków, którymi byli prezesi dziewięciu prowincjonalnych oddziałów *Bundesbanku*, desygnowały prowincjonalne *Bundesraty*.

Z końcem sierpnia 1999 roku zakończyła się kadencja Hansa Tietmeyera, który kierował *Bundesbankiem* od 1 października 1993 roku i położył ogromne zasługi dla stabilności marki niemieckiej. Tietmeyer był również jednym z głównych architektów Europejskiego Systemu Banków Centralnych. Nowy szef *Bundesbanku* Ernst Welteke, mianowany przez rząd niemiecki od 1 września 1999 roku, już po tygodniu urzędowania wywołał spore zamieszanie na światowych rynkach dewizowych. *Bundesbank* dostarczył dziennikarzom 7 września 1999 roku przemówienie swojego szefa, w którym ten stwierdził, że kurs walutowy 1,05 euro za dolara amerykańskiego jest właściwy. A następnie wykreślił ze swojego przemówienia tę uwagę i stwierdził, że kurs euro ustala rynek, a nie bankierzy centralni. Była to od 1 stycznia tego roku pierwsza oficjalna wypowiedź przedstawiciela europejskiego banku centralnego oceniająca wysokość kursu euro. Kadencja Welteke zakończyła się skandalem hotelowym na początku 2004 roku. Kolejnym szefem *Bundesbanku* od maja 2004 roku został Axel Weber, a od maja 2011 roku zastąpił go Jens Weidmann.

Od 1 stycznia 1999 roku *Deutsche Bundesbank* jest integralną częścią Europejskiego Systemu Banków Centralnych. W nowelizacji aktu o *Bundesbanku* w 2002 roku zlikwidowano Radę Banku Centralnego i pozostawiono tylko jego Zarząd, który liczy obecnie siedem osób: prezesa, wiceprezesa i pięciu członków mianowanych przez rząd federalny. *Bundesbank* przestał więc być samodzielną instytucją, a jego oficjalną walutą stało się euro.

2.3.3. Bank Anglii

W końcowym etapie uwalniania zakładników amerykańskich w Iranie, strona irańska postawiła warunek odblokowania swoich aktywów w bankach zagranicznych, zamrożonych przez ówczesnego amerykańskiego prezydenta Jimmy Cartera w 1979 roku. Postanowiono więc powierzyć misję mediatora przy załatwianiu tej sprawy komuś z międzynarodową reputacją, kto mógłby ją sfinalizować. Proponowano kandydatury wysokich przedstawicieli Międzynarodowego Funduszu Walutowego, Banku Rozrachunków Międzynarodowych oraz ONZ. Wybór był celny, choć trochę zaskakujący. Został nim Kit McMahon, ówczesny wicegubernator Banku Anglii (*Bank of England*). Międzynarodowa reputacja brytyjskiego banku centralnego, pomimo cięgow otrzymywanych w kraju, była zawsze dobra. Niemal wszystkie finansowe komisje i komitety międzynarodowe jako przewodniczących najchętniej widzą przedstawicieli Banku Anglii. Z tego powodu skarbiec Banku Anglii przechowuje obecnie złoto dziesiątków innych banków centralnych. A dzięki bankom handlowym, które są zwolennikami elastycznego podejścia Banku Anglii, Londyn stał się jednym z trzech (obok Nowego Jorku i Tokio) największych ośrodków finansowych świata.

Niestety, zdobycie tak dobrej reputacji wymaga czasu. Bank Anglii zaczął działać już w 1694 roku i jest drugim pod względem wieku wśród najstarszych banków centralnych na świecie (najstarszym jest szwedzki *Rijksbank*, założony w 1668 roku). Został on utworzony przez bogatych angielskich przemysłowców i kupców. Pożyczał pieniądze między innymi królowi Wilhelmowi III Orańskiemu na prowadzenie wojny

z Francją. Ponad 250 lat był formalnie bankiem prywatnym, chociaż coraz więcej jego obowiązków i kompetencji określał angielski parlament. Nacjonalizacja Banku Anglii nastąpiła w 1946 roku. Uczynił to rząd labourzystowski. Zorientowało to w większym stopniu działalność Banku Anglii na sektor publiczny niż prywatny. Od tego czasu jego działalność nadzorował minister skarbu, który był odpowiedzialny za Bank Anglii przed parlamentem. Bank działał także w systemie tzw. limitów gotówkowych, stosowanych przez Skarb Państwa w stosunku do agend rządowych. Praktycznie biorąc, stosunki Banku Anglii ze Skarbem Państwa zawsze były dość skomplikowane i zmienne. Jeszcze pod koniec lat czterdziestych naszego stulecia labourzystowski minister skarbu Stafford Cripps nazywał Bank Anglii swoim bankiem. Obecnie, jako potencjalny element Europejskiego Systemu Banków Centralnych, Bank Anglii otrzymał formalną niezależność od rządu.

W Londynie Bank Anglii pełnił podwójną rolę. Reprezentował rząd w londyńskiej *City*¹⁹ i reprezentował *City* w rządzie. Z dobrych stosunków z firmami działającymi w *City* zawsze był dumny. Usytuowany w centrum *City* jest dla niej bardzo pożyteczny. Jeżeli gubernator Banku Anglii chce poznać nastroje i tendencje panujące na rynku, nie musi czekać na suche i wymijające notatki służbowe. Zapewniają mu to kontakty z różnymi przedstawicielami kół finansowych, nawiązywane szybko i skutecznie. Dzięki temu londyński rynek finansowy może liczyć na szybkie wsparcie władz finansowych. Zwiększa to atrakcyjność tego rynku i wzmacnia autorytet Banku. Jeżeli Bank Anglii stwierdzi, że coś może zakłócić działanie rynku, to jest pewne, że stanowisko przedstawicieli Skarbu Państwa będzie identyczne. Działalność Banku Anglii jest zbliżona w treści do zasady wolnej gry sił rynkowych. Przykładem może być likwidacja kartelu stóp procentowych w 1971 roku, wprowadzonego uprzednio przez banki clearingowe, albo aprobatą Banku dla deregulacji rynku. Nie oznacza to jednak, że kontrola rynku finansowego wymyka się z jego rąk. Jak stwierdził jeden z emerytowanych urzędników Skarbu Państwa, Bank Anglii kontroluje rynek i kredyt w 70%, a w 25% kontroluje je Skarb Państwa, zaś politycy tylko w 5%. Jeśliby te szacunki chociaż w połowie były prawdziwe, świadczyłyby to o dużym znaczeniu Banku w brytyjskim życiu gospodarczym.

Gubernator Banku Anglii, niezależnie od swoich stosunków z rządem, zawsze był bardzo wpływową osobistością. Na wniosek premiera rządu mianuje go na okres pięcioletniej kadencji królowa Anglii z tym, że kadencja ta może ulec przedłużeniu na następne pięć lat. Od 1 lipca 2013 roku tę zaszczytną funkcję pełni Mark Carney, który przejął to stanowisko po Mervynie Kingu, który sprawował ten urząd przez dwie kadencje.

Praca gubernatora długo polegała na przewodniczeniu tzw. kolegium dyrektorów (*court of directors*), które nie miało władzy wykonawczej oraz nie otrzymywało zbyt ważnych, mogących mieć wpływ na kształtowanie się rynku, informacji. Jego celem było rozszerzanie horyzontów myślowych pracowników Banku. W skład kolegium, oprócz przewodniczącego-gubernatora, wchodził: zastępca gubernatora, czterech dyrektorów wykonawczych Banku i dwunastu ludzi z zewnątrz, mianowanych na cztery lata, z możliwością przedłużenia kadencji. Członkami kolegium mogli być tylko mężczyźni. W la-

¹⁹ Centrum finansowe Londynu.

tach czterdziestych dwudziestego wieku członkiem kolegium był, wspomniany już, John Maynard Keynes, jeden z największych ekonomistów dwudziestego wieku.

Brytyjski minister skarbu Gordon Brown oświadczył 6 maja 1998 roku, że rząd brytyjski przekazał Bankowi Anglii kompetencje dotyczące ustalania stóp procentowych i zapowiedział szybkie wprowadzenie nowych aktów prawnych. W wyniku tego pojawił się nowy akt prawny o Banku Anglii (*Bank of England Act*), który obowiązuje od 1 czerwca 1998 roku²⁰. Akt ten zmienił zasady kierowania Bankiem. Powstał nowy kolektywny organ, komitet polityki pieniężnej (*Monetary Policy Committee*), który składa się z dziewięciu osób: gubernatora, trzech jego zastępców, naczelnego ekonomisty Banku i czterech zewnętrznych ekspertów, mianowanych przez ministra skarbu. Komitet podejmuje najważniejsze decyzje polityki pieniężnej, której celem jest stabilizacja cen. Cel ten jest realizowany poprzez osiągnięcie wyznaczonego przez rząd wskaźnika inflacji oraz wspieranie innych celów rządu w zakresie wzrostu gospodarczego i zatrudnienia.

Zmienione zostały także obowiązki i zasady funkcjonowania kolegium dyrektorów. Jego zadaniem jest obecnie omawianie wszystkich spraw Banku Anglii, poza formułowaniem polityki pieniężnej, która należy do komitetu polityki pieniężnej. W skład kolegium dyrektorów wchodzi obecnie: gubernator Banku, trzech wicegubernatorów i dziewięciu mianowanych przez królową członków spoza Banku (*non-executive directors*). Przewodniczącym tej dziewięcioosobowej grupy jest Anthony Habgood, mianowany na stanowisko przewodniczącego przez ministra skarbu, który przewodzi także całemu kolegium pod nieobecność gubernatora Banku.

2.3.4. Europejski System Banków Centralnych

Z dniem 1 stycznia 1994 roku, na podstawie artykułu 109f traktatu z Maastricht, powołano Europejski Instytut Monetarny (*European Monetary Institute – EMI*), którego statut został zamieszczony w odpowiednim protokole dołączonym do traktatu.

EMI zastąpił dotychczasowy Komitet Gubernatorów Banków Centralnych EWG i przejął zadania Europejskiego Funduszu Współpracy Monetarniej (*European Monetary Cooperation Fund – EMCF*) utworzonego wraz z Europejskim Systemem Monetarnym. Przewodniczącym Rady EMI został mianowany na trzy lata baron Alexandre Lamfalussy, do tego czasu dyrektor generalny w Banku Rozrachunków Międzynarodowych w Bazylei, a w skład Rady EMI weszli szefowie banków centralnych krajów członkowskich Unii Europejskiej. Siedzibą EMI ustanowiono Frankfurt nad Menem, który miał być także siedzibą Europejskiego Banku Centralnego.

Oprócz powyższych zadań EMI mógł, ale tylko na zlecenie poszczególnych banków centralnych, zarządzać ich rezerwami dewizowymi. Statut EMI zastrzegł jednak wyraźnie, że nie powinno to oznaczać ingerencji ani w politykę pieniężną, ani w politykę kursową poszczególnych państw.

Z dniem 1 stycznia 1999 roku, czyli od rozpoczęcia trzeciego etapu Unii Ekonomicznej i Monetarniej, Europejski Instytut Monetarny został przekształcony w Europejski

²⁰ Od tego czasu pojawiły się liczne korekty, które są dostępne na stronie internetowej Banku.

Bank Centralny (EBC), który wraz z bankami centralnymi państw członkowskich Unii Europejskiej tworzy Europejski System Banków Centralnych (ESBC), a prezesi banków centralnych państw członkowskich wraz z Zarządem EBC tworzą Radę Ogólną ESBC.

Zarząd EBC składa się z prezesa, wiceprezesa i czterech członków, mianowanych na podstawie porozumienia pomiędzy szefami państw lub rządami państw strefy euro.

ESBC funkcjonuje na podstawie rozdziałów 2 i 3 traktatu z Maastricht oraz statutu znajdującego się w załączonym do traktatu Protokole nr 3. Od ESBC należy odróżnić Eurosystem, czyli bank centralny strefy euro. Jego organem decyzyjnym jest Rada Prezesów, w skład której wchodzi Zarząd EBC i prezesi krajowych banków centralnych strefy euro. Obie instytucje będą istniały dopóki, dopóty wszystkie kraje członkowskie Unii Europejskiej nie przystąpią do strefy euro. Początkowo w skład Eurosystemu weszło 11 banków centralnych krajów, które zakwalifikowały się do strefy euro. Od 1 stycznia 2001 roku do Eurosystemu dołączył Bank Grecji. Pierwszym prezesem ESBC został Holender Wim Duisenberg, który zgodnie z umową ustąpił z końcem 2003 roku, a funkcję prezesa objął były szef Banku Francji, Jean-Paul Trichet i pełnił ją do października 2011 roku. Od listopada 2011 roku funkcję prezesa pełni Mario Draghi. Obecnie Eurosystem liczy 19 krajowych banków centralnych po wstąpieniu do strefy euro Słowenii (2007), Malty i Cypru (2008), Słowacji (2009), Estonii (2011), Łotwy (2014) i Litwy (2015).

Głównym celem polityki pieniężnej Eurosystemu jest utrzymanie stabilności cen, co w praktyce oznacza utrzymanie inflacji w wąskim przedziale bliskim 2%²¹. Cel ten został określony w aktualnie obowiązującym Traktacie o Unii Europejskiej, w artykule 127, pkt 1. Bez szkody dla osiągnięcia tego celu, Eurosystem powinien wspierać politykę ekonomiczną Unii Europejskiej i wspomagać takie jej zadania ekonomiczne, jak osiągnięcie pełnego zatrudnienia i stabilnego wzrostu gospodarczego. Jednak zarówno Traktat o UE, jak i oparty na nim statut Eurosystemu wyraźnie wskazują hierarchię celów, czyli nadrzędność stabilności cen jako celu działania w stosunku do pozostałych wyżej wymienionych celów, gdyż wychodzi z założenia, że to właśnie stabilność cen najbardziej sprzyja osiągnięciu pozostałych celów gospodarczych.

Eurosystem prowadzi politykę pieniężną za pomocą trzech rodzajów instrumentów: operacji otwartego rynku, operacji depozytowo-kredytowych oraz wymogu rezerwy obowiązkowej.

Operacje otwartego rynku odgrywają najważniejszą rolę w polityce pieniężnej Eurosystemu. Ich skutek ma wpływać na poziom stóp procentowych w strefie euro, na płynność instytucji kredytowych oraz sygnalizować aktualny stan polityki pieniężnej. Eurosystem stosuje pięć typów operacji otwartego rynku, w których największą rolę odgrywają tzw. transakcje REPO, które są przeprowadzane przez krajowe banki centralne w ich macierzystych krajach. Inicjatorem tych operacji jest jednak Europejski Bank Centralny, który także określa ich zasady i kontroluje ich wykonanie.

Operacje kredytowo-depozytowe służą zachowaniu i wykorzystaniu krótkoterminowej płynności przez instytucje kredytowe strefy euro. Dokonywane są przez krajowe banki centralne i na ich inicjatywę.

²¹ Taka interpretacja stabilności cen została przyjęta przez Zarząd ECB, co było poprzedzone konferencją naukową.

Wymóg rezerwy obowiązkowej polega na obowiązku utrzymywania odpowiedniej wielkości depozytów w krajowych bankach centralnych przez instytucje kredytowe strefy euro. Głównym celem tego instrumentu jest stabilizacja stóp procentowych rynku pieniężnego, zapobieganie nadmiernej płynności oraz kontrola podaży pieniądza w obiegu²².

Od października 2013 roku Eurosystem na podstawie rozporządzenia Rady UE nr 1024/2013 wykonuje jednolity nadzór bankowy na terenie krajów strefy euro.

Kilkunastoletni zaledwie okres funkcjonowania Europejskiego Systemu Banków Centralnych jest zbyt krótki, aby ocenić skuteczność jego działania. Wprawdzie wykorzystuje on dotychczasowe umiejętności renomowanych banków centralnych Europy Zachodniej, ale przenoszenie skuteczności i sukcesów tych banków w skali kraju nie uzasadnia do zbyt dużego optymizmu na terenie nowego organizmu, jakim jest unia walutowa kilkunastu suwerennych krajów. Obok wielu nowych jakościowo zadań do najtrudniejszych należy i należeć będzie w przyszłości prowadzenie polityki pieniężnej dla nowej waluty międzynarodowej, która stała się drugą obok dolara amerykańskiego światową walutą rezerwową.

2.4. Polityka pieniężna banku centralnego

Banki centralne mogą prowadzić politykę pieniężną w dwojaki sposób. Jeżeli w danym kraju działa mechanizm rynkowy na rynku pieniądza, to wówczas bank centralny wpływa na sytuację pieniężną metodami pośrednimi, przy wykorzystaniu funkcjonującego mechanizmu rynkowego. Jeżeli mechanizm rynkowy w danym kraju jeszcze nie działa, bądź jego działanie jest niepełne, to pośrednie metody oddziaływania na sytuację pieniężną mogą okazać się całkowicie lub częściowo nieskuteczne. Wówczas na sytuację pieniężną trzeba oddziaływać metodami bezpośrednimi lub nawet administracyjnymi. Za oczywiste można uznać to, że w tak niesprzyjających warunkach rynkowych docelowym zamiarem banku centralnego powinno być prawidłowe funkcjonowanie rynku pieniężnego, a więc wprowadzanie mechanizmów rynkowych do obiegu pieniądza i kredytu. Stąd też przezorny bank centralny nie będzie trzymał się wyłącznie metod bezpośrednich lub administracyjnych, a gdy sytuacja pozwoli, stopniowo będzie wprowadzał metody pośrednie. Nie może to jednak ograniczać się wyłącznie do zwykłego naśladownictwa metod pośrednich, bez zwracania uwagi na ich skuteczność i zasadność. Wówczas nie będzie działał mechanizm transmisji polityki pieniężnej, o którym będzie mowa w drugiej części niniejszej pracy.

²² Dokładny opis instrumentów i procedur polityki pieniężnej Eurosystemu opisują „Wytoczne Europejskiego Banku Centralnego” z 20 września 2011 roku w sprawie instrumentów i procedur polityki pieniężnej Eurosystemu. Pozyskano z: https://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/1_33120111214p100010095.pdf (25.04.2016).

2.4.1. Główna cecha banku centralnego

Bank centralny czerpie swoją zdolność do wpływania na określone stopy procentowe z tego, że jest jedynym dostawcą bardzo wpływowego pieniądza, zwanego także pieniądzem bazowym lub rezerwowym²³. Ta zasada oraz procedury operacyjne są cechą wspólną wielu banków centralnych, chociaż pewne szczegóły instytucjonalne różnią się w poszczególnych krajach. Najważniejszy jest jednak sposób, w jaki bank centralny wybiera cenę, po jakiej pożycza ów bardzo pieniądź wysokiej mocy sektorowi prywatnemu. Nowoczesne banki centralne pożyczają ten rodzaj pieniądza poprzez sprzedaż i ponowny zakup instrumentów finansowych, znany jako transakcja **repo** (*repurchase agreement*) na określony okres (zwykle dwa tygodnie). Stosowana w takich transakcjach stopa procentowa (określana jako stopa *repo*) jest często nazywana oficjalną stopą procentową banku centralnego. Jeżeli pierwszą transakcją jest zakup, a następnie sprzedaż danego instrumentu finansowego, wówczas taka transakcja jest określana jako *reverse repo*.

Najważniejszą sprawą związaną ze skutecznością polityki pieniężnej jest ustalenie, w jakim zakresie oficjalna stopa procentowa wpływa na wysokość rynkowych stóp procentowych (stawek kredytowych i depozytowych). Jeżeli stopy procentowe są zbyt niskie pojawiają się zjawiska inflacyjne i poziom inflacji kształtuje się zazwyczaj powyżej zamierzonego celu inflacyjnego. Jeżeli stopy procentowe są zbyt wysokie dochodzi do spadku produkcji, wzrostu bezrobocia, a poziom inflacji zaczyna się kształtować poniżej zamierzonego celu inflacyjnego. Te zjawiska wpływają na sytuację gospodarczą, zaufanie do niej i ceny poszczególnych aktywów oraz na poziom kursu walutowego.

Wielkość wyżej wspomnianego pieniądza rezerwowego można znaleźć w bilansie banku centralnego, co przedstawia poniższy schemat.

Uproszczony schemat bilansu banku centralnego

AKTYWA	PASYWA
Aktywa krótkoterminowe	Zobowiązania krótkoterminowe
Rezerwy dewizowe	Wkłady banków komercyjnych
	Emisja pieniądza
	pieniądz rezerwowy

Uproszczony schemat bilansu banku centralnego informuje o zasobach pieniądza rezerwowego w danym banku centralnym, którym może on oddziaływać na sytuację pieniężną we własnym kraju. Wielkość obu części składowych może kształtować bank

²³ Określany często jako M0, obejmuje emisję pieniądza plus wkłady banków komercyjnych w banku centralnym.

centralny, ale nie oznacza to, że ma on pełną i nieskrępowaną swobodę. Wielkość pieniądza rezerwowego jest ważnym składnikiem podaży pieniądza w danym kraju. Dlatego odpowiedzialne banki centralne, niezależnie od stosowanej metody polityki pieniężnej, nakładają sobie ograniczenia w stosunku do tempa wzrostu tej wielkości i nierzadko wielkość ta jest jedną z uzupełniających wielkości docelowe danego banku centralnego.

Najstarszą metodą, powszechnie stosowaną w okresie międzywojennym, było dyskontowanie weksli handlowych, czyli ich skup przez bank centralny do dyskonta. Tak skupione weksle (były to zazwyczaj weksle dotyczące produkcji sprzedanej) stanowiły wiarygodne aktywa krótkoterminowe banku centralnego, ponieważ były dobrym pokryciem zarówno dla emisji pieniądza, jak i dla zasobów pieniądza bezgotówkowego na rachunkach banków handlowych w banku centralnym. W miarę rozwoju rynku pieniężnego i jego instrumentów, które wywodziły się głównie z weksli, jak i rozwoju obrotu rynkowego wekslami handlowymi, banki centralne mogły stosować własny pieniądź rezerwowo i udostępniać go podmiotom gospodarczym metodami rynkowymi. Był to przede wszystkim zakup i sprzedaż weksli handlowych i instrumentów powstałych na ich bazie oraz stosowanie różnego rodzaju operacji nimi na rynku pieniężnym.

2.5. Rynek pieniężny

Sytuacja, w której jeden podmiot gospodarczy nie dysponuje potrzebną sumą pieniędzy, a drugi ma chwilowo jej nadmiar, stworzyła rynek kredytowy. Działalność gospodarcza charakteryzuje się właśnie takimi sytuacjami. Brak rynku kredytowego bardzo utrudniałby działanie zarówno jednemu, jak i drugiemu podmiotowi gospodarczemu. Widać to wyraźnie w krajach, w których system kredytowy niedomaga. W takich krajach działalność gospodarcza też pozostawia wiele do życzenia. Największe potęgi gospodarcze świata, takie jak: Stany Zjednoczone, Japonia, RFN, Wielka Brytania czy Francja, mają dość dobrze rozwinięte rynki kredytowe. Natomiast kraje przeżywające trudności i kryzysy gospodarcze zwykle rynków kredytowych nie mają, a kredytów szukają za granicą. Rozwój działalności kredytowej jest wynikiem istnienia pieniądza bezgotówkowego, zwanego także pieniądzem bankowym. Rozwój bankowości jest więc niezbędnym warunkiem do rozwoju działalności kredytowej. Wówczas, dzięki emisyjnej i dochodowej funkcji kredytu, możliwe jest zwiększanie działalności inwestycyjnej przedsiębiorstw, konsumpcji prywatnej i wydatków rządowych. Rynek kredytowy został podzielony na rynek kredytów krótkoterminowych, czyli rynek pieniężny, których termin płatności nie przekracza jednego roku, i rynek kredytów długoterminowych, czyli rynek kapitałowy.

Rynek pieniężny dzieli się na międzybankowy rynek pieniężny, dostępny tylko dla banków komercyjnych i banku centralnego, oraz otwarty rynek pieniężny, dostępny dla wszystkich uczestników, czyli banku centralnego, banków komercyjnych, podmiotów gospodarczych niebędących bankami, osób fizycznych i innych potencjalnych uczestników.

2.5.1. Międzybankowy rynek pieniężny

Międzybankowy rynek pieniężny jest częścią rynku pieniężnego, dostępną wyłącznie dla banków. Uczestnikami międzybankowego rynku pieniężnego są więc bank centralny i banki handlowe (komercyjne), czyli instytucje przyjmujące depozyty płatne na każde żądanie i udzielające na ich podstawie kredytów krótkoterminowych.

2.5.1.1. Operacje i instrumenty międzybankowego rynku pieniężnego

Rynek międzybankowy funkcjonuje poprzez lokowanie depozytów międzybankowych, udzielanie kredytów międzybankowych, międzybankowy transfer rezerw i obroty papierami wartościowymi pomiędzy bankami.

Depozyty i kredyty międzybankowe

Międzybankowy rynek pieniężny charakteryzuje się sytuacjami, w których jeden bank dysponuje chwilowo nadmiarem pieniądza rezerwowego, podczas gdy drugi bank odczuwa jego niedobór. Wówczas pierwszy bank może być zainteresowany ulokowaniem depozytu w innym banku, aby zarobić odsetki, z których będzie można pokryć odsetki dla klienta, który ulokował nie wykorzystany w tym banku depozyt. Natomiast drugi bank jest zainteresowany zaciągnięciem kredytu w innym banku, aby uzyskać środki na udzielenie kredytu, przekraczającego ulokowane w nim depozyty. Ten rodzaj transakcji międzybankowych jest najprostszy, a pośrednictwo na nim można ograniczyć tylko do informowania o bankach zainteresowanych depozytami i kredytami.

Międzybankowy transfer rezerw

Międzybankowy transfer rezerw dotyczy rezerw, które są lokowane jako depozyty banków handlowych w banku centralnym. Stan rezerw obowiązkowych jest systematycznie sprawdzany przez bank centralny, a w razie ich niedoboru są szybko uzupełniane, ponieważ nieprzestrzeganie tego wymogu grozi wysokimi odsetkami karnymi. W wyniku takich przeglądów niejednokrotnie okazuje się, że niektóre banki powinny uzupełniać rezerwy, natomiast inne mogłyby je zmniejszać. Pomocą w tym wypadku służy międzybankowy transfer rezerw, ponieważ pozwala uzupełniać niedobory i wykorzystywać nadwyżki. Międzybankowy transfer rezerw może przybierać dwie formy: emisję międzybankowych weksli własnych oraz clearing rezerw w banku centralnym.

W pierwszym przypadku bank, mający niedobór pieniądza rezerwowego w banku centralnym, wystawia weksel i wręcza go innemu bankowi zainteresowanemu czasowym zagospodarowaniem nadwyżki takiego pieniądza, który na podstawie tego weksla daje bankowi centralnemu dyspozycję przelewu na jego depozyt z depozytu wystawcy weksla. W drugim przypadku transakcja jest zawierana przez pośrednika, który przeważnie działa w banku centralnym, a clearing przelewów pieniądza rezerwowego dokonuje się na podstawie zawartych transakcji. Rola banku centralnego jest na rynku transferu rezerw międzybankowych bardziej aktywna niż na rynku depozytów i kredytów międzybankowych. Często bank centralny występuje jako pośrednik na rynku transferów i staje się miejscem, gdzie są zawierane tego typu transakcje.

Międzybankowy obrót papierami wartościowymi

W międzybankowym obrocie papierami wartościowymi najpopularniejszymi instrumentami są przeważnie weksle skarbowe i obligacje krótkoterminowe banku centralnego. Stąd kluczowe znaczenie dla funkcjonowania międzybankowego rynku papierów wartościowych ma poziom rozwoju rynku weksli skarbowych i zaangażowanie banku centralnego na tym rynku, przejawiające się w zasadach redyskonta weksli skarbowych i na uczestnictwie w organizacji obrotu tymi weksłami na rynku wtórnym. Weksle skarbowe są zwykle traktowane jako element najbardziej płynnych aktywów poszczególnych banków (pod warunkiem, że funkcjonuje rynek wtórny), a zakupy tych weksli zwiększają rezerwy pieniężne banku. Stąd za przeprowadzone operacje odpowiedzialność ponosi w tym wypadku bank centralny, którego nadzór musi zapewnić wysoką jakość tych weksli, uzasadnioną odpowiednią zdolnością kredytową budżetu państwa. Nie wyczerpuje to jednak sprawy nadzoru międzybankowego rynku papierów wartościowych, który polega, szczególnie we wstępnej fazie rozwoju, na ograniczaniu terminu spłaty tych weksli, ustalaniu dopuszczalnych przedziałów stóp procentowych i zasad obrotu nimi. Ograniczenia te w miarę rozwoju rynku ulegają liberalizacji aż do całkowitego ich zniesienia.

2.5.2. Otwarty rynek pieniężny

Otwarty rynek pieniężny dostępny jest także dla innych podmiotów gospodarczych. Jego uczestnikami są więc zarówno banki, jak i podmioty gospodarcze, które nie są bankami (w dalszej części określane jako niebanki). W związku z tym, stosując kryterium uczestników rynku, można otwarty rynek pieniężny podzielić na:

- rynek pomiędzy bankami (nie ma on nic wspólnego z rynkiem międzybankowym);
- rynek pomiędzy bankami i niebankami;
- rynek pomiędzy niebankami.

Każdy z tych rynków można podzielić jeszcze dalej: rynek pomiędzy bankami i niebankami na: rynek kredytu dyskontowego, kontokorentowego, depozytowego i akceptacyjnego; rynek pomiędzy niebankami na: rynek kredytu wekslowego, lombardowego itd. Każdy z tych rynków tworzy własną stopę procentową. Na jednym obszarze walutowym (terytorium, na którym obowiązuje ta sama waluta), co najczęściej pokrywa się z terenem jednego kraju, wszystkie istniejące tam rynki pieniężne są wobec siebie różnorodne. Różni je wysokość stopy procentowej oraz warunki oferowanego kredytu. Stopy procentowe na otwartych rynkach pieniężnych są przeważnie wyższe od stóp procentowych na rynku międzybankowym, a więc banki uczestniczące na rynku otwartym muszą zaakceptować jego warunki i nie mogą liczyć na żadne preferencje czy ulgi.

2.5.2.1. Instrumenty otwartego rynku pieniężnego

Bon skarbowy

Bon skarbowy najczęściej przybiera formę niegwarantowanego weksła własnego Skarbu Państwa. Wiarygodność finansową powinno nadać mu oferowanie go w publicznym obrocie (*underwriting*) przez bank centralny, który staje się wprowadzającym na własny rachunek emisje bonów skarbowych do publicznego obrotu. Po

wejściu do publicznego obrotu bon skarbowy może być przedmiotem obrotu na rynku wtórnym, gdzie mogą go sprzedawać i kupować zarówno banki, jak i podmioty gospodarcze niebędące bankami. Bon skarbowy może być emitowany w formie tradycyjnych blankietów papierowych, z zaznaczoną na nich wartością roszczenia, jak również w formie zapisów księgowych i komputerowych, prowadzonych przez bank centralny (szczególnie dla banków).

Akcept bankierski

Akcept bankierski, czyli weksel akceptowany przez bank, jest drugim istotnym instrumentem otwartego rynku pieniężnego. Akceptacja weksla przez bank nadaje mu dużą wiarygodność finansową. Jeśli wystawca weksla nie wykupi go w wyznaczonym terminie uczyni to z pewnością bank, który weksel zaakceptował. Bank poprzez zaakceptowanie weksla wystawionego przez inny niż bank podmiot gospodarczy udziela mu kredytu, zwanego kredytem akceptacyjnym. Kredyt akceptacyjny nie angażuje bezpośrednio środków pieniężnych banku, jeśli klient spłaci zobowiązanie. Bank musi jednak brać pod uwagę ewentualność nie wykupienia weksla w terminie, dlatego traktuje akceptowane weksle jako aktywa o wysokim stopniu ryzyka pomimo tego, że często nie są one nawet odnotowywane w bilansie banku.

Powstały w ten sposób akcept bankierski może być przedmiotem sprzedaży na rynku pieniężnym, jeśli termin jego spłaty kształtuje się zgodnie z terminami właściwymi rynkowi pieniężnemu. Konsekwencją tego jest przyjęcie rynkowych reguł gry, co przede wszystkim oznacza oparcie się na rynkowej stopie procentowej. Operacja polegająca na akceptacji weksla ma bardzo duże znaczenie dla wszystkich stron z nim związanych. Trasat, trasant i banki dyskontujące weksel posługują się stopą procentową i innymi warunkami dyktowanymi przez rynek pieniężny, a w konsekwencji tego akcept bankierski jest traktowany w taki sposób, jak emitowane przez akceptujący bank inne papiery wartościowe.

Znaczenie akceptacji banku dla wiarygodności akceptu bankierskiego spowodowało, że weksel został zastąpiony przez zwykły skrypt dłużny niepodlegający prawu wekslowemu (ang. *I owe you* – IOU).

Bon komercyjny

Bon komercyjny jest emitowany w formie niegwarantowanego weksla własnego przez inne niż banki podmioty gospodarcze (najczęściej są to producenci towarów i usług). Można uznać go za uproszczony w stosunku do weksla trasowanego instrument kredytowy, gdyż nie wymaga to skomplikowanych procedur, związanych z wystawianiem i dyskontowaniem tego pierwszego. Bon komercyjny nie wymaga także niczyjej akceptacji. O jego użyteczności i konkurencyjności w stosunku do pozostałych instrumentów rynku pieniężnego decyduje w zasadzie jeden czynnik – wysoka wiarygodność kredytowa jego emitenta.

Głównymi inwestorami, lokującymi wolne chwilowo własne środki pieniężne, są przede wszystkim banki handlowe (komercyjne). Bon komercyjny jest instrumentem o bardzo niskim stopniu ryzyka i obok możliwości zysku zapewnia także wysoki stopień płynności banku. Bon komercyjny szczególnie dobrze współlistnieje z innym in-

strumentem otwartego rynku pieniężnego z certyfikatem depozytowym (omawianym w dalszej części opracowania). Wzrost emisji bonów komercyjnych powoduje zwykle wzrost emisji certyfikatów depozytowych dostarczającym bankom środków pieniężnych na zakup bonów komercyjnych. Powoduje to wzrost działalności kredytowej, ponieważ mamy tu do czynienia z kredytobiorcami legitymującymi się bardzo wysokim stopniem zdolności kredytowej.

Certyfikat depozytowy

Certyfikat depozytowy jest instrumentem, który umożliwia bankom handlowym pożyczać pieniądze od innych niż banki podmiotów gospodarczych. Jest on bankowym papierem wartościowym (zwykle na okaziciela), wystawianym za zdeponowaną w banku sumę pieniędzy. Jest to więc instrument powiększający rezerwy pieniężne banku. Stąd tylko duże banki odczuwające niedobory rezerw mogą starać się o pozwolenie (w banku centralnym) na emisję certyfikatów depozytowych. Niedobór rezerw pieniężnych w dużym banku dobrze świadczy o jego działalności, gdyż oznacza lokowanie zebranych środków pieniężnych w kredyty i inne lokaty. Z tego powodu nie powinien otrzymywać prawa emisji certyfikatów depozytowych bank mały o niezbyt wysokim zaufaniu i mający trudności z bezpiecznym ulokowaniem zebranych przez niego pieniędzy. Po stronie podaży pieniądza, czyli jako nabywcy certyfikatów depozytowych, występują głównie duże przedsiębiorstwa produkcyjne i usługowe, lokalne samorządy, zagraniczne banki centralne oraz różne instytucje finansowe.

2.6. Rola banku centralnego na rynku pieniężnym

Bank centralny jest najważniejszą instytucją każdego sprawnie działającego systemu pieniężnego. Jest on bankiem pozostałych banków, dlatego nazywa się go często pierwszym bankiem handlowym oraz bankiem państwa. Na krajowy rynek pieniężny bank centralny oddziałuje poprzez ogłaszanie wysokości stopy dyskontowej (stosowanej głównie w wyniku redyskonta weksli od banków handlowych). Stopa dyskontowa ma więc decydujący wpływ na kształtowanie się pozostałych stóp procentowych. Ale nie oznacza to, że bank centralny może dowolnie tę stopę dyskontową kształtować. Jego weryfikatorem jest międzybankowy rynek pieniężny, który kształtuje najniższą rynkową stopę procentową. Jeśli więc bank centralny zignorowałby stopę procentową powstałą na międzybankowym rynku pieniężnym i ogłosił znacznie różniącą się od niej stopę dyskontową, to znacznie utrudniłby funkcjonowanie międzybankowego rynku pieniężnego, a co za tym idzie także rynku kapitałowego i dewizowego. Oczywiście bank centralny może operować stopą dyskontową na poziomie zbliżonym do stopy procentowej na rynku międzybankowym, ale powinna być ona trochę niższa od tej pierwszej. Wynika stąd wniosek, że jeśli rynek pieniężny międzybankowy dobrze funkcjonuje, to stopa dyskontowa trochę traci wpływ na pozostałe stopy procentowe, ustępując miejsce mechanizmom rynkowym. Stąd też najlepsze banki centralne otaczają międzybankowy rynek pieniężny największą troską, gdyż rynek ten bardzo

ułatwia im wyznaczenie stopy dyskontowej na właściwym poziomie, a tym samym prowadzenie właściwej polityki pieniężnej.

Drugą skuteczną metodą oddziaływania na rynek pieniężny jest polityka otwartego rynku, mająca szczególne znaczenie w Stanach Zjednoczonych. Polega ona na skupowaniu lub sprzedawaniu przez bank centralny krótkoterminowych papierów wartościowych, co skutkuje powiększaniu lub zmniejszaniu ilości pieniądza w obiegu. Działa to podobnie, choć bardziej skutecznie niż kredyt refinansowy (funkcja kredytodawcy ostatniej instancji). Jeżeli bank centralny skupuje krótkoterminowe papiery wartościowe, to udziela kredytu krótkoterminowego ich emitentowi. Natomiast jeżeli sprzedaje je, to zmniejsza swój kredyt, a kredytowanie przesuwa na otwarty rynek pieniężny, który jest dostępny dla wszystkich podmiotów gospodarczych. W ten sposób bank centralny zwiększa lub ogranicza ilość pieniądza w obiegu, a więc także wpływa na wysokość rynkowych stóp procentowych.

Politykę stopy dyskontowej i lombardowej (kształtowanej w wyniku udzielania przez bank centralny kredytów krótkoterminowych pod zastaw krótkoterminowych papierów wartościowych) oraz politykę otwartego rynku uzupełnia polityka rezerw obowiązkowych w bankach handlowych. Podwyższanie rezerwy obowiązkowej przez bank centralny powoduje zmniejszenie ekspansji kredytowej banków handlowych, a więc zmniejsza ilość pieniądza w obiegu. Natomiast obniżanie rezerwy obowiązkowej zwiększa możliwości kredytowe banków, a więc zwiększa ilość pieniądza w obiegu. Polityka rezerw obowiązkowych ma tym większe znaczenie im mniej rozwinięty jest rynek pieniężny. W warunkach niedorozwoju rynku pieniężnego operacje otwartego rynku są niemożliwe²⁴, a polityka stopy dyskontowej jest trudna i skomplikowana. Wówczas banki centralne, obok zwiększonych wymogów rezerw obowiązkowych, racjonują (kontyngentują) kredyt refinansowy, co bardziej skutecznie ogranicza akcję kredytową banków handlowych i zmusza je do korzystania z rynku pieniężnego.

2.7. Niezależność banku centralnego

Niezależny bank centralny jest nieodłącznym elementem struktury instytucjonalnej dobrze funkcjonujących gospodarek rynkowych. Obecnie każdy niepodległy kraj ma bank centralny. Zdecydowana większość banków centralnych podlega rządowi i wykonuje zadania związane z jego polityką gospodarczą. Niewielka ich liczba jest niezależna od rządu, w latach osiemdziesiątych ubiegłego stulecia było ich mniej niż pięć. W latach dziewięćdziesiątych dwudziestego wieku koncepcja niezależności banku centralnego została spopularyzowana przez Traktat o Unii Europejskiej z Maastricht. Traktat ten niezależność banku centralnego uczynił warunkiem wprowadzenia w życie Unii Ekonomicznej i Monetarnej, czyli strefy walutowej, znanej jako strefa euro, w skład której wchodzi obecnie 19 państw z perspektywą rozszerzenia w najbliż-

²⁴ Znaczna liczba banków centralnych przeprowadza mimo niedorozwoju rynku pieniężnego operacje otwartego rynku; mają one wówczas raczej fikcyjny i pokazowy charakter.

szych latach. W Unii Europejskiej, liczącej 28 państw członkowskich, działa analogicznie 28 banków centralnych, które wchodzi w skład Europejskiego Systemu Banków Centralnych. Są to banki centralne niezależne od rządu w prowadzeniu polityki pieniężnej. Oprócz tych 28 banków centralnych, prosperuje na świecie jeszcze kilka niezależnych od rządu banków, jest to amerykański bank centralny (od powstania w 1913 roku) i szwajcarski bank centralny (Szwajcaria nie ma rządu) oraz od niedawna japoński bank centralny. Do najbardziej znanych i skutecznych banków centralnych można zaliczyć: System Rezerwy Federalnej (*Federal Reserve System*) w USA; Niemiecki Bank Federalny (*Deutsche Bundesbank*) w RFN, który od 1 stycznia 1999 roku jest integralną częścią Europejskiego Systemu Banków Centralnych; Szwajcarski Bank Narodowy (*Schweizerische National Bank*) oraz Bank Anglii (*Bank of England*) w Wielkiej Brytanii. Zdecydowana większość pozostałych państw tworzyła własne banki centralne, wzorując się na funkcjonowaniu tych czterech banków.

Niezależność banku centralnego nie zawsze musi być związana z jego sytuacją prawną. Należy bardziej do kategorii prestiżu i zaufania niż do formalno-prawnego usytuowania banku centralnego. Można tu wskazać Niemiecki Bank Federalny, którego niekwestionowana i często podawana za przykład niezależność wiązała się zarówno z prestiżem, zaufaniem, jak i niezależnością formalno-prawną. Ale można też przytoczyć jako przykład Bank Anglii, który do 1998 roku podlegał formalnie brytyjskiemu ministrowi skarbu. Jeśli weźmie się po uwagę jego prestiż (zwłaszcza na arenie międzynarodowej) i zaufanie do niego, to jego niezależność *de facto* była znacznie większa niż niezależność wielu banków centralnych formalnie bardziej niezależnych niż Bank Anglii. Nie zdarzyło się do tej pory, aby stanowisko brytyjskiego ministra skarbu w kwestiach pieniężnych różniło się od stanowiska banku centralnego, który mu formalnie podlegał. Obie strony miały do siebie zaufanie, co stało się swojego rodzaju tradycją.

Stwierdzenie w przepisach prawnych, że bank centralny jest niezależny od rządu nie musi automatycznie gwarantować faktycznej niezależności banku centralnego. Potrzebna jest przede wszystkim odpowiednia organizacja kierownictwa banku, jasne zasady doboru jego kadry kierowniczej oraz odpowiednia kontrola nad jego funkcjonowaniem.

Bank centralny w systemie pieniądza papierowego pozostał jedyną instytucją bankową posiadającą wyłączność emisji pieniądza. Możliwość ta daje bankowi centralnemu do dyspozycji olbrzymie środki finansowe, które, zgodnie z intencją władz, przyznających bankowi centralnemu przywilej emisji pieniądza w jego statucie, powinny służyć rozwojowi gospodarczemu kraju. Umiejętność znalezienia odpowiedniego poziomu emisji pieniądza w powiązaniu z innymi funkcjami banku centralnego, na przykład kredytodawcy ostatniej instancji, polityki rezerw obowiązkowych, czy jego wiodącej roli na rynku pieniężnym (nadzór na rynkiem i operacje na nim), wymaga od kierownictwa banku centralnego wysokiej klasy profesjonalizmu, doświadczenia i odpowiedniej nad nim kontroli. Bank centralny łączy w sobie dwie cechy: jest wysokiej rangi instytucją państwową, która prowadzi politykę pieniężną w skali kraju, oraz jest bankiem, prowadzącym na szeroką skalę operacje finansowe.

Niezależność banku centralnego jest przedmiotem licznych opracowań naukowych, oceniających zakres tej niezależności oraz jej użyteczność dla sytuacji gospodarczej kraju. Nawet największy orędownik tej niezależności Europejski Bank Centralny

przestrzega, że nie powinno się tej niezależności traktować jako celu samego w sobie (Takie stwierdzenie pojawiło się w *Raporcie o Konwergencji EBC*, 2006, s. 64).

Tymczasem 28 lutego 2006 roku Narodowy Bank Polski opublikował oświadczenie, w którym wyraźnie zdystansował się od odpowiedzialności za wzrost gospodarczy kraju. W związku z tym oświadczeniem, dostępnym na stronie internetowej banku²⁵, które dotyczy zakresu niezależności NBP i stanowiska ówczesnego kierownictwa tej instytucji, poniżej zwrócono uwagę na następujące sprawy.

Kwestia niezależności banku centralnego była niejednokrotnie przedmiotem dyskusji zarówno w Sejmie RP, na łamach prasy, jak i podczas konferencji na temat „Status banku centralnego. Doświadczenia i perspektywy”, którą w listopadzie 1994 roku zorganizowały Komisja Polityki Gospodarczej Budżetu i Finansów oraz Biuro Studiów i Ekspertyz Kancelarii Sejmu, z udziałem przedstawicieli świata nauki, posłów i gości zagranicznych. Na konferencji wygłoszono 13 referatów. Jeden z nich zatytułowany „Bank centralny a konstytucja” zajmował się problematyką obecności banku centralnego w ustawie konstytucyjnej, w którym autor stanowczo odradzał umieszczenia banku centralnego w tej ustawie²⁶, co zostanie omówione w dalszej części tego rozdziału.

Artykuł przypomniano dlatego, gdyż jeden z uczestników konferencji Jean-Pierre Patat, przedstawiciel Banku Francji, stwierdził w swojej wypowiedzi: „Trzecia cecha statusu niezależności to pogodzenie się z wymogami demokracji – działalność banku musi być uzgodniona, nie może być prowadzona w oderwaniu od polityki rządu, państwa. Zakłada się, że Bank Francji, musi realizować politykę monetarną w ramach ogólnej polityki gospodarczej. Zdaje mi się, że podobnie jest w ustawie dotyczącej Bundesbanku. Poza tym premier, minister gospodarki i minister finansów mogą brać udział w posiedzeniach Rady Polityki Pieniężnej, ale bez prawa głosu. Co roku gubernator przesyła raport o działalności banku do prezydenta i parlamentu. Poza tym na każde żądanie musi stawiać się na posiedzeniach komisji finansów Zgromadzenia Narodowego i Senatu, aby wyjaśnić motywy podjętych decyzji. Oczywiście musi zostać zachowana, a nawet wzmocniona długa tradycja istnienia banku w tkance gospodarczo-finansowej i społecznej kraju. **Niezależność banku, który odciąłby się od narodu byłaby straszna.** Oczywiście niezależność dotyczy tylko polityki pieniężnej, to znaczy misji wynikających z polityki monetarnej. Inne, liczne obszary działalności banku pozostają pod kontrolą rządu” (Status Banku Centralnego, 1994, s. 189).

Po wspomnianym wyżej oświadczeniu NBP oraz liście prezesa NBP do Marszałka Sejmu RP można mieć wrażenie, że właśnie tak kształtowała się w ostatnich kilkunastu latach owa „niezależność” NBP, przed którą przestrzegał francuski uczestnik konferencji.

Jednym z powodów przyznania bankowi centralnemu przez polityków niezależności jest niezwykle trudne zadanie, jakim bank centralny jest obciążony, czyli osiągnięcie stabilizacji cen, która ma służyć wzrostowi gospodarczemu. Osiągnięcie stabilizacji cen (lub stabilizacji pieniądza) z pomocą polityki pieniężnej należy do najtrudniej-

²⁵ Tekst oświadczenia pozyskano z: http://www.nbp.pl/Home.aspx?f=aktualnosci/Wiadomosci_2006/o280206.html (25.04.2016).

²⁶ Autor niniejszej publikacji jest zdecydowanym zwolennikiem niezależności banku centralnego od rządu w prowadzeniu polityki pieniężnej. Jest też zdecydowanym przeciwnikiem tworzenia z banku centralnego odrębnej enklawy politycznej, którą uważa za niepotrzebną, a nawet szkodliwą i fikcyjną.

szych zadań w działalności gospodarczej. Nie można jednak zapominać, że stabilność ta tylko wtedy może być cenna, kiedy sprzyja ogólnej polityce gospodarczej danego państwa. Zadanie to jest zazwyczaj sformułowane już w jednym z początkowych artykułów ustawy o banku centralnym. Znalazło to także potwierdzenie w artykule 105 traktatu z Maastricht, który stanowi, że: „Podstawowym celem Europejskiego Systemu Banków Centralnych jest utrzymanie stabilności cen”. Podobny zapis zawiera artykuł 3 ustawy o NBP, który stanowi, że: „podstawowym celem działalności NBP jest utrzymanie stabilnego poziomu cen”.

Zdarzają się jednak przypadki kiedy inflacja spada, a ceny osiągają dość wysoki poziom stabilności, choć gospodarka jest w bardzo złym stanie. Jest to przypadek recesji (kryzysu): produkcja spada, rośnie bezrobocie, poziom cen jest stabilny, a nawet często spada (Na ewentualny wpływ spowolnienia wzrostu gospodarczego i dwukrotnego wzrostu stopy bezrobocia na zmniejszenie wskaźnika inflacji w naszym kraju zwraca także uwagę *Raport o Konwergencji EBC*, 2004, s. 44–46). Praktyka dowiodła, że tylko banki centralne, zatrudniające o wysokich kwalifikacjach kierownictwo, mogą sprostać temu trudnemu zadaniu, jakim jest utrzymanie stabilizacji cen, aby zachować rzeczywistość, a nie fikcyjną niezależność. Kwalifikacji i prestiżu nie zastąpią bowiem żadne gwarancje konstytucyjne. Żadna zachodnioeuropejska konstytucja nie gwarantuje prezesowi banku centralnego ani zasad wyboru, ani długości kadencji i pozostawia tę sprawę parlamentowi danego państwa i wydawanym przez niego aktom prawnym.

Można więc postawić tezę, że niezwykle trudno będzie znaleźć w cywilizowanym świecie bank centralny, który dystansowałby się od odpowiedzialności za niski poziom wzrostu gospodarczego, bezrobocie i brak równowagi obrotów płatniczych z zagranicą. Prawdliwość tej tezy potwierdza praktyka najbardziej renomowanych banków centralnych.

Zacznijmy więc od zaprezentowania jednego z najstarszych, najbardziej znanych i prestiżowych banków centralnych – od Banku Anglii. Odpowiednie zapisy dotyczące jego podstawowego celu działania przedstawia punkt 11 w części II aktu prawnego Banku Anglii z 1998 roku. Celem polityki pieniężnej jest utrzymanie stabilności cen oraz wspieranie polityki rządu, w tym jego celów dotyczących wzrostu gospodarczego i zatrudnienia. Podkreślić należy, że te zapisy pojawiły się z powodu nowelizacji brytyjskiego odpowiednika ustawy o banku centralnym, który uczynił Bank Anglii niezależnym od rządu i są wynikiem harmonizacji tego aktu prawnego z prawem europejskim.

Kolejnym przykładem mogą być zapisy dotyczące jednego z najważniejszych na świecie banków centralnych – Systemu Rezerwy Federalnej, czyli banku centralnego USA. W części 2A Aktu Prawnego o Rezerwie Federalnej, dotyczącej celów polityki pieniężnej, zapisane jest: utrzymanie długoterminowego wzrostu agregatów pieniężnych i kredytowych współmiernych do długoterminowego potencjału wzrostu produkcji tak, aby efektywnie promować cele maksymalnego zatrudnienia, stabilności cen i umiarkowanych długoterminowych stóp procentowych

Podobny w wymowie jest Traktat ustanawiający Wspólnotę Europejską (zob. Ośrodek Informacji i Dokumentacji Europejskiej Sejmu RP), gdzie w ustępie 1 artykułu 105 jest wyraźnie stwierdzone, że Europejski System Banków Centralnych bez uszczerbku dla celu podstawowego, którym jest stabilność cen, powinien wspierać cele

Wspólnoty wymienione w artykule 2, czyli harmonijny, zrównoważony i stały rozwój gospodarczy, wysoki poziom zatrudnienia i ochrony socjalnej oraz inne cele gospodarcze i społeczne dalej wymienione.

Jako przykład właściwego powiązania działalności w ramach Europejskiego Systemu Banków Centralnych z obowiązkiem wspierania krajowej gospodarki można posłużyć się odpowiednim zapisem w artykule L 143-1 statutu Banku Francji, który pojawił się już po wstąpieniu Francji do strefy euro, a Banku Francji do Eurosystemu²⁷. Nie trudno jest z tego zapisu wywnioskować, że i wtedy bank centralny powinien dbać o interes narodowy. Wynika z niego także, że celem działalności Banku Francji jest zarówno stabilność cen, jak i wspieranie polityki gospodarczej rządu.

W polskim prawodawstwie bankowym cel działalności banku centralnego formułuje ustęp 1 artykułu 3 ustawy o Narodowym Banku Polskim z 29 sierpnia 1997 roku, który brzmi: „podstawowym celem działalności NBP jest utrzymanie stabilnego poziomu cen, przy jednoczesnym wspieraniu polityki gospodarczej rządu, o ile nie ogranicza to podstawowego celu NBP”. Różnica pomiędzy zapisem polskiej, a jej odpowiednikami w innych renomowanych bankach centralnych polega na tym, że tylko NBP może uznać, iż wspieranie polityki gospodarczej rządu może zagrażać osiągnięciu celu stabilności cen i wtedy bank centralny nie jest zobowiązany do wspierania tej polityki. Takiej możliwości nie przewidują ani odpowiednie akty prawne dotyczące zaprezentowanych banków centralnych, ani wspomniane zapisy traktatów europejskich określających cele i zadania Europejskiego Systemu Banków Centralnych. Jeżeli ktokolwiek miał wątpliwości do takiego stanu rzeczy, to potwierdziło je wspomniane wyżej oświadczenie NBP z 29 lutego 2006 roku, w którym polski bank centralny całkowicie dystansuje się od odpowiedzialności za wzrost gospodarczy i inne cele.

W tej sytuacji właściwa korekta artykułu 3 ustawy o Narodowym Banku Polskim staje się niezbędna. Jako możliwe rozwiązanie docelowe można wskazać zapisy dotyczące celu działania Banku Francji, jednak na okres kilkuletni (ponieważ trzeba przyjąć, że Polska może wejść do strefy euro w połowie następnej dekady) bardziej wskazanym byłby na przykład zapis celu działania charakterystyczny dla Banku Anglii. Jest to zapis bezsprzecznie uznany za zgodny z prawem europejskim i niewątpliwie znacznie lepszy od obecnego zapisu polskiego, który szczególnie po wspomnianym oświadczeniu NBP można uznać za bardzo kontrowersyjny.

Można mieć również uzasadnione wątpliwości, czy NBP wywiązuje się z określonego przez siebie celu działania, czyli stabilności cen. Należy dodać, że cel osiągnięcia stabilności cen dotyczy także pewnego szczególnego towaru, jakim jest pieniądz, a więc jego kursu walutowego i stopy procentowej. W tym zakresie kurs walutowy złotego i jego stopy procentowe są bardzo dalekie od stabilności. Potwierdził to opublikowany przez Europejski Bank Centralny w 2005 roku Raport o Konwergencji 2004, który na stronie 54 stwierdza, że kurs złotego w stosunku do euro wykazywał wysoką zmienność, która sięgała 10,7%, a liczona była jako miesięczne odchylenie standardowe w ujęciu rocznym, wyrażone jako procent dziennych zmian kursu walutowego

²⁷ Eurosystem tworzą Europejski Bank Centralny i banki centralne krajów strefy euro.

złotego do euro, co oznaczało bardzo wysoką zmienność polskiego kursu walutowego. Tak wysokie wartości odchyień przeczą jakiegokolwiek stabilizacji polskiego kursu walutowego. Natomiast w kwestii konstytucyjnych rozwiązań anomalią jest obecność NBP w Konstytucji RP. Warto przypomnieć, że takich przypadków, poza pewnymi uzasadnionymi wyjątkami, nie było dotychczas na świecie (wprowadzono to później w Czechach i na Węgrzech).

Konstytucja jest ustawą zasadniczą, określającą zasady ustroju politycznego i gospodarczego danego państwa, a więc strukturę i kompetencje organów władzy państwowej z jednej strony, a obowiązki i prawa obywateli drugiej strony. Ta prosta stosunkowo definicja zwraca już uwagę, że bank centralny, jeżeli ma być zamieszczony w konstytucji, musi zostać zaliczony do organów władzy państwowej. A więc obok prezydenta, parlamentu, rządu oraz Sądu Najwyższego pojawił się w Polsce piąty organ władzy, czyli Narodowy Bank Polski. Nie jest to władza ani ustawodawcza, ani sądownicza, zatem może to być tylko władza wykonawcza, a zatem musi konkurować i popadać w konflikty z inną władzą wykonawczą w zakresie polityki gospodarczej, czyli z rządem, co niejednokrotnie się zdarzało. Taki konstytucyjny bank centralny nie musi już dbać o skuteczność polityki pieniężnej, ponieważ chroni go konstytucja.

Ponadto, na temat polityki pieniężnej zaczęli wypowiadać się prawnicy konstytucjoniści, co przyczynia się także do jej mniejszej skuteczności. Warto także wspomnieć, że artykuł 227 Konstytucji RP jest sprzeczny z Traktatem ustanawiającym Wspólnotę Europejską i powinien być usunięty lub zmieniony przed przystąpieniem Polski do strefy euro (Podobne stanowisko jest przedstawione w *Raporcie o Konwergencji*, 2004, s. 88). Można więc wykorzystać tę okazję do zmiany konstytucji i usunąć z niej bank centralny. Warto też zwrócić uwagę na pewną dwuznaczność stanowiska NBP do końca prezesury Leszka Balcerowicza, który niejednokrotnie powoływał się na Konstytucję RP, gdy chodziło o niezależność banku centralnego, natomiast zdawał się nie zauważać obowiązku wynikającego z ust. 1 artykułu 227 Konstytucji RP, według którego odpowiada on za wartość polskiego pieniądza. Można zatem zadać pytanie, czy lobbowanie na rzecz wprowadzenia innej waluty niż tej, za której wartość się odpowiada, jest zgodne z Konstytucją RP?

22 września 2006 roku Trybunał Konstytucyjny RP wydał wyrok w sprawie zakresu działania tzw. bankowej komisji śledczej. Jedną z głównych tez tego wyroku było zakwestionowanie możliwości kontroli przez Sejm RP Narodowego Banku Polskiego jako banku centralnego państwa oraz ściśle z nim związanego organu nadzorującego polski system bankowy, czyli Komisji Nadzoru Bankowego. Z uzasadnienia wyroku wynika, że polski parlament nie jest właściwym organem do kontroli niezależnego od niego polskiego banku centralnego. Na pytanie, kto może kontrolować polski bank centralny, odpowiedź jest tylko jedna: nie może tego robić nikt, ponieważ polski bank centralny jest instytucją całkowicie niezależną od polskich władz, a tym samym pozbawioną wszelkiej kontroli. Taki stan rzeczy trzeba uznać za niepokojący, ponieważ instytucja ta dysponuje ogromnymi zasobami pieniężnymi i nikt nie ma uprawnień do jej kontroli. Nie ma on odpowiednika ani w krajach Unii Europejskiej, ani w innych krajach gospodarczo rozwiniętych, takich jak USA, Japonia czy Kanada.

Art. 227 Konstytucji RP

1. Centralnym bankiem państwa jest Narodowy Bank Polski. Przysługuje mu wyłączne prawo emisji pieniądza oraz ustalania i realizowania polityki pieniężnej. Narodowy Bank Polski odpowiada za wartość polskiego pieniądza.
2. Organami Narodowego Banku Polskiego są: Prezes Narodowego Banku Polskiego, Rada Polityki Pieniężnej oraz Zarząd Narodowego Banku Polskiego.
3. Prezes Narodowego Banku Polskiego jest powoływany przez Sejm na wniosek Prezydenta Rzeczypospolitej, na 6 lat.
4. Prezes Narodowego Banku Polskiego nie może należeć do partii politycznej, związku zawodowego ani prowadzić działalności publicznej nie dającej się pogodzić z godnością jego urzędu.
5. W skład Rady Polityki Pieniężnej wchodzi Prezes Narodowego Banku Polskiego jako przewodniczący oraz osoby wyróżniające się wiedzą z zakresu finansów powoływane na 6 lat, w równej liczbie przez Prezydenta Rzeczypospolitej, Sejm i Senat.
6. Rada Polityki Pieniężnej ustala corocznie założenia polityki pieniężnej i przedkłada je do wiadomości Sejmowi równocześnie z przedłożeniem przez Radę Ministrów projektu ustawy budżetowej. Rada Polityki Pieniężnej, w ciągu 5 miesięcy od zakończenia roku budżetowego, składa Sejmowi sprawozdanie z wykonania założeń polityki pieniężnej.
7. Organizację i zasady działania Narodowego Banku Polskiego oraz szczegółowe zasady powoływania i odwoływania jego organów określa ustawa.

Bank centralny jest instytucją, która powinna odznaczać się trzema właściwościami. Powinna być to instytucja odpowiedzialna, wiarygodna i przejrzysta w swoim działaniu. Powstaje więc pytanie, jaki organ państwowy, powinien ten bank kontrolować. Praktyka innych krajów rozwiniętych gospodarczo wyraźnie wskazuje na parlament danego kraju.

W krajach Europy Zachodniej i USA to właśnie parlament jest tym organem, który spełnia ważną rolę kontrolną wobec krajowego banku centralnego i to jego działalność kontrolna sprawia, że społeczeństwo danego kraju, uważa swój bank centralny za instytucję odpowiedzialną, wiarygodną i przejrzystą w działaniu. Parlament zatem przycy-

nia się do większego zaufania do krajowego banku centralnego, publicznie też pokazuje, że społeczeństwo powinno mieć do niego całkowite zaufanie. Również bank centralny powinien być taką właśnie procedurą zainteresowany, gdyż w przypadku jakichkolwiek zastrzeżeń i podejrzeń, to właśnie taka procedura może bank centralny od nich oczyścić.

Jako przykład można podać rozwiązania prawne banku centralnego USA – Systemu Rezerwy Federalnej. Są one zawarte w podstawowym akcie prawnym o banku centralnym USA, na jego mocy nakładają na amerykański bank centralny i jego prezesa obowiązek dostarczania wszelkich informacji do Kongresu oraz do odpowiednich jego komisji dwa razy w roku. Również dwa razy w roku odbywa się w Kongresie debata, podczas której prezes Systemu Rezerwy Federalnej odpowiada na każde nawet drobiazgowo pytania ze strony członków Kongresu, traktując je za najbardziej skuteczny sposób do zdobycia zaufania. Przepisy regulujące te zasady wystąpień i kontroli przed Kongresem prezesa amerykańskiego banku centralnego zawiera część 2B wspomnianego wyżej aktu prawnego.

W podobny sposób reguluje tę sprawę Traktat ustanawiający Wspólnotę Europejską, w artykule 113 pkt 3, który nie tylko przewiduje możliwość kontroli Europejskiego Systemu Banków Centralnych (ESBC) przez Parlament Europejski, lecz także dopuszcza możliwość przesłuchiwanie zarówno prezesa, jak i pozostałych członków Zarządu ESBC przez odpowiednie komisje Parlamentu Europejskiego.

Jako przykład rozwiązania przewidującego możliwość kontroli parlamentarnej nad krajowym bankiem centralnym w przypadku przynależności do Eurosystemu i strefy euro mogą być przytoczone odpowiednie zapisy statutu (artykuł L 143-1, działu III) Banku Francji. Bank ten, pomimo przynależności do Eurosystemu i rygorów artykułu 108 TUWE, też podlega rozbudowanej parlamentarnej kontroli własnego państwa. Warto zwrócić uwagę na ten fragment przepisów prawnych, które nie tylko zobowiązują organy francuskiego banku centralnego do poddania się takiej kontroli, lecz także przewidują ewentualność poddania się takiej kontroli na ich własny wniosek, co zwłaszcza wskazuje na rolę takiej parlamentarnej kontroli dla wiarygodności, odpowiedzialności i przejrzystości banku centralnego.

Jako szczególnie ciekawy można uznać przypadek Banku Anglii i jego parlamentarnej kontroli, której nie przewidują wyżej wskazane przepisy. Punktem odniesienia jest list brytyjskiego ministra skarbu Gordona Browna z 6 maja 1997 roku, zapowiadający niezależność Banku Anglii od brytyjskiego rządu (jako skutek zapisów traktatu z Maastricht dotyczących wymogu niezależności krajowych banków centralnych). W Wielkiej Brytanii dobra współpraca Banku Anglii z brytyjskim rządem i parlamentem wywodzi się z długoletniej tradycji. Bank Anglii uważa, że, jako instytucja pełniąca ważne funkcje publiczne, jest odpowiedzialny przed brytyjskim parlamentem, a ramy takiej odpowiedzialności zarysował wyżej wspomniany list. Jego wymowa ma charakter szczególnie w świetle częstych konfliktów pomiędzy NBP a polskim rządem i Sejmem RP w ostatnich kilkunastu latach. W Londynie nikomu nie przyszło by na myśl, aby zaskarżać wezwanie szefa banku centralnego i jego komisje przed parlament, ponieważ jakkolwiek sprzeciw potraktowano by jako sprzeczny z interesem banku centralnego.

Podane przykłady państw, w których banki centralne funkcjonują znacznie lepiej i z większą korzyścią dla krajowej gospodarki pokazują, że kontrola banku central-

nego przez parlament zdecydowanie służy jego wiarygodności, przejrzystości, a także w znacznie lepszym świetle stawia jego niezależność. Podobny wyrok jak w Polsce, w każdym z wyżej wymienionych państw byłyby nie tylko niezrozumiałe, ale zapewne uznany za wręcz szkodliwy. Zadowolenie z tego wyroku ze strony byłego kierownictwa NBP oraz sprzyjających mu partii może świadczyć o dużych dysproporcjach pomiędzy NBP a bankami centralnymi państw gospodarczo rozwiniętych i o ogromie pracy, jaka czeka nowe kierownictwo NBP, aby te dysproporcje zmniejszyć.

Natomiast sprawa funkcjonowania NBP na krajowym i międzynarodowym rynku dewizowym, zostanie poruszona w dalszej części niniejszego opracowania.

Przedstawione wyżej kwestie nie wyczerpują zagadnień wymagających zmian, aby polski bank centralny upodobnił się choć trochę do bankowości centralnej w Europie i na świecie. Jednak waga tych spraw jest tak duża, że dwie z nich wymagają szybkiego działania, natomiast procedura zmiany konstytucji jest zazwyczaj dłuższa i wskazanym byłoby jak najszybciej ją rozpocząć.

Przy ewentualnej zmianie polskiej ustawy o Narodowym Banku Polskim wskazanym byłoby także skonsultowanie projektu ustawy z gremiami Europejskiego Banku Centralnego. Takie konsultacje nie mają charakteru wiążącego, jednak często zawierają wiele cennych wskazówek, które mogą poprawić jakość aktu prawnego i powiązać go we właściwym czasie z przygotowaniem przystąpienia Polski do strefy euro.

2.8. Cel inflacyjny

Stawianie celu inflacyjnego, czyli określonego i pożądanego poziomu inflacji jako celu polityki pieniężnej, jest dla banków centralnych zadaniem stosunkowo nowym. Po raz pierwszy wprowadzono go w Nowej Zelandii w 1989 roku, następnie w: Afryce Południowej, Australii, Brazylii, Chile, Czechach, na Filipinach, w Islandii, Indiach, Izraelu, Kanadzie, Kolumbii, Norwegii, Polsce, Szwecji, Turcji, Wielkiej Brytanii i na Węgrzech. Wprowadzono go dlatego, że stosowane dotychczas metody polityki pieniężnej zawiodły. Po załamaniu się systemu kursów stałych z Bretton Woods i wprowadzeniu na początku lat siedemdziesiątych dwudziestego wieku kursów płynnych, metody polityki pieniężnej można sprowadzić do trzech grup:

- **Regionalne porozumienia kursowe**, z których najbardziej znanym jest Europejski System Walutowy (*European Monetary System* – EMS). Faktycznie był to blok, w którym rolę waluty wiodącej pełniła marka niemiecka. Pomyślny scenariusz utrzymania tego systemu kursowego zależał w dużej mierze od utrzymania inflacji na niskim poziomie w Niemczech. Tym samym celem polityki pieniężnej każdego kraju – uczestnika tego systemu, było utrzymanie na trwałym poziomie kursu waluty własnej w stosunku do marki niemieckiej i to był najczęściej pośredni cel polityki pieniężnej. Od 1999 roku EMS przekształcił się w jednawalutową strefę euro
- **Cele monetarne**. Jeżeli w danym kraju udało się dowieść, że istnieje związek między jakimś agregatem monetarnym a ogólnym poziomem cen, wtedy polityka pie-

niężna związana była z pewnym określonym tempem wzrostu jakiegoś agregatu monetarnego.

- **Metody, które nie zawierają w sobie konkretnych celów pośrednich.** Banki centralne niektórych krajów prowadzą skuteczną politykę pieniężną bez stosowania celów pośrednich. Należy do nich przede wszystkim amerykański System Rezerwy Federalnej i jego polityka pieniężna w ostatniej dekadzie dwudziestego wieku.

Cel inflacyjny jest koncepcyjnie odmienny od dotychczasowych celów monetarnych i kursowych przynajmniej w jednym aspekcie. Cele monetarne i kursowe musiały być i były zazwyczaj osiągnane na bieżąco, a tak prowadzona polityka pieniężna dopiero w dalszej perspektywie wpływała na poziom inflacji. Natomiast cel inflacyjny może zostać osiągnięty dopiero po kilku (dwu i więcej) latach. Po pierwsze, wiarygodność banku centralnego nie zależy zatem od znalezienia reprezentatywnego agregatu pieniężnego pośredniego, który następnie byłby monitorowany na bieżąco, a jego przestrzeganie dawałoby podstawy do przewidywania przyszłej inflacji. Zależy natomiast od polityki pieniężnej, nakierowanej na osiągnięcie stabilności cen i od pewności, że ta polityka będzie kontynuowana. Po drugie, oznacza to, że potrzebna jest pewna odmienna od dotychczasowej procedura, aby ten cel inflacyjny osiągnąć. Procedura ta musi zawierać prognozę inflacji przy założeniu niezmienniej polityki pieniężnej oraz szacunek, w jaki sposób na inflację tę może polityka pieniężna wpłynąć. Można więc przyjąć, że prognoza inflacji ma podobne znaczenie w wyznaczaniu celu inflacyjnego, jak agregaty monetarne w celach monetarnych lub kurs walutowy w celu kursowym.

W praktyce mniej jest różnic pomiędzy celem inflacyjnym a celem monetarnym niż mogło by to wynikać z powyższych uwag. Na przykład w Niemczech cel monetarny był stosowany przez ponad 20 lat. W okresie tym przekonano się, że zależności pomiędzy stopami procentowymi i agregatami pieniężnymi oraz pomiędzy docelowymi agregatami pieniężnymi a inflacją okazały się mało stabilne. Niemiecki Bank Federalny sam dostrzegł to zjawisko, a w polityce pieniężnej nie zawsze spełniał wyznaczone sobie cele pieniężne, zwracając większą uwagę na poziom inflacji.

Różnice pomiędzy celem inflacyjnym a celem kursowym są większe od wskazanych powyżej. Jako oczywiste można uznać stwierdzenie, że cel kursowy ma sens tylko wtedy, gdy przewidywalna jest zależność pomiędzy wysokością kursu walutowego a przyszłą inflacją, podobnie do zależności pomiędzy docelowym agregatem pieniężnym a poziomem inflacji. Nie każdy jednak kraj może postawić na cel kursowy. Na przykład kraj, którego waluta jest używana przez innych jako kotwica, a jego zróżnicowana polityka pieniężna staje się wzorcem dla krajów używających jego waluty jako kotwicy, nie może stosować celu kursowego.

2.8.1. Formułowanie celu inflacyjnego

Łatwo jest przyjąć, że celem polityki pieniężnej jest stabilność cen. Znacznie trudniej jest cel taki sformułować w postaci liczb lub pewnych konkretnych wielkości. Aby trudność tę przezwyciężyć, trzeba podjąć kilka istotnych decyzji, które taki cel inflacyjny określą. Trzeba zatem odpowiedzieć na następujące pytania:

1. Jaki wskaźnik cen zastosować i jaka jego wielkość może taki cel inflacyjny stanowić?
2. Czy tak postawiony cel powinien zamykać się w pewnym przedziale. A jeżeli tak, to jak duży powinien być ten przedział?

Ad 1. Pomiar inflacji jest czynnością bardzo ważną, niezależnie od stosowanych wariantów polityki pieniężnej. Także wybór celu inflacyjnego nie powinien mieć istotnego znaczenia dla ważności tego pomiaru. Z pomiarem tym związanych jest kilka problemów, z których dwa warto omówić szerzej.

- a) Pytanie: co jest ważniejsze, konsumpcja bieżąca czy konsumpcja bieżąca i konsumpcja w przyszłości? Po pierwsze, trzeba zapytać, czy interesuje nas indeks cen dóbr i usług wyłącznie używanych do konsumpcji natychmiast, czy interesują nas także ceny tych dóbr i usług, które będą wchodzić do konsumpcji w przyszłości. Jeżeli polityka pieniężna jest zainteresowana poziomem inflacji w okresie przyszłym, to nie może ograniczać swoich zainteresowań tylko do cen bieżących. Takie stanowisko tworzy nowe problemy związane z dostępnością cen konsumpcyjnych dotyczących przyszłości. Pojawia się tu następne pytanie: które ceny można wykorzystać jako szacunkowe wielkości cen przyszłych? Przydatne mogą okazać się notowania typu *forward* i *futures*, ale nie dla wszystkich dóbr są one dostępne. Bardziej interesujące mogą być prognozy cen, czy wskaźników cen poszczególnych grup dóbr konsumpcyjnych, ale po starym pozostaje problem ich wiarygodności. Jedną z możliwości może być także analiza cen aktywów używanych do produkcji dóbr konsumpcyjnych w przyszłości. Szczególnego znaczenia nabiera w takich warunkach reakcja polityki pieniężnej na nieprzewidziane zmiany trendu cen.
- b) Problemy związane z zasadą pomiaru inflacji. Większość z poglądów uznaje jako ostateczny cel osiągnięcie satysfakcji przez konsumenta. Stąd też idealny wskaźnik cen konsumpcyjnych powinien określać pieniężny koszt osiągania pewnego poziomu satysfakcji lub użyteczności konsumenta. Taki idealny wskaźnik można by potocznie określić jako wskaźnik kosztów utrzymania. Jednak przekształcenie koncepcji ekonomicznych w konkretne dane liczbowe jest niezwykle trudne. Wskaźnik cen detalicznych stosowany dość często jako najpopularniejszy miernik inflacji, tych warunków nie spełnia. Ma on liczne wady, o których wspomniano w części dotyczącej inflacji²⁸. Problemy związane z mierzaniem wskaźnika inflacji znacznie utrudniają wybór najwłaściwszej jego wielkości jako celu inflacyjnego. Takie trudności literatura określa często jako nieuniknioną arbitralność przy określaniu celu inflacyjnego. Przyjęty za wyjściowy, wskaźnik inflacji jako cel inflacyjny bywa zwykle wyższy od pożądanego wskaźnika inflacji na lata przyszłe, co jest związane z długookresowym celem obniżania inflacji.

Ad 2) Główne zadanie ustanowienia celu inflacyjnego polega na określeniu bankowi centralnemu pewnych zasad prowadzenia polityki pieniężnej. Z tego powodu tworzenie przedziału wokół wskaźnika docelowego nie jest konieczne. Wystarczy sam wskaźnik jako cel inflacyjny bez określania takiego przedziału. Czemu ma więc służyć

²⁸ Wady te są przedstawione w rozdziale 4 punkt 4.2.

tworzenie takiego przedziału? Można wskazać dwa powody przemawiające za takim przedziałem.

a) Jako oczywiste można przyjąć stwierdzenie, że niemożliwe jest osiągnięcie celu inflacyjnego przez bank centralny w sposób ciągły. Cel inflacyjny określony jako docelowy wskaźnik inflacji może być trafiony raz, dwa lub więcej razy, ale nierealne i niekonieczne jest ciągle trafianie takiego wskaźnika. Niewielka różnica pomiędzy określonym wcześniej celem inflacyjnym a osiągniętym faktycznie wskaźnikiem inflacji nie świadczy źle o banku centralnym i jego polityce pieniężnej. Stąd też pewien dopuszczalny przedział wahań faktycznego wskaźnika inflacji wokół celu inflacyjnego wprowadza pewną przejrzystość i możliwość łatwiejszej oceny skutków polityki pieniężnej niż brak takiego przedziału. Stanowi także swego rodzaju obietnicę dla podmiotów gospodarczych, że bank centralny postara się w takim przedziale faktyczny wskaźnik cen zmieścić.

Może to także przyczynić się do ograniczenia zmienności inflacji, ale nie jest to możliwe w przypadku braku takiego przedziału. Przedział taki można więc traktować jako dopuszczalne granice zmienności, a jego wielkość świadczy o tym do jakiego stopnia tę zmienność da się ograniczyć.

b) Przedział wprowadza do polityki pieniężnej pewną dozę elastyczności i daje bankowi centralnemu pewne minimum swobody, jaka jest niezbędna przy tak trudnym zadaniu, jakim jest skuteczna polityka pieniężna. Najsilniejszym argumentem przemawiającym za, jest tu cykliczność gospodarki rynkowej. Wielkość przedziału można w tym przypadku interpretować jako dopuszczalne granice swobody dla banku centralnego.

Takie postawienie sprawy rzuca pewne światło na zakres niezależności banku centralnego. Nie da się zaprzeczyć, że swoboda banku centralnego w określaniu zarówno samej wielkości celu inflacyjnego, jak i wielkości przedziału jego wahań może prowadzić do określania celu inflacyjnego łatwego do osiągnięcia i powiększania przedziału jego wahań. Tendencji takich niestety nie można zaliczyć do korzystnych dla działalności gospodarczej.

2.8.2. Prognozowanie inflacji

Jak wspomniano wcześniej, powodzenie w osiągnięciu celu inflacyjnego zależy od dwóch rzeczy: po pierwsze, od prognozy, jak przebiegać będzie inflacja przy założeniu, że polityka pieniężna nie ulegnie zmianie i po drugie, jak wpłynie na inflację zmiana zestawu instrumentów polityki pieniężnej. Praktycznie każda polityka pieniężna jest uzależniona od prognozowania inflacji, gdyż zawsze jej celem są przyszłe wydarzenia gospodarcze i niezwykle rzadko wywołuje ona skutki w krótkim okresie. Skutki polityki pieniężnej pojawiają się z pewnym opóźnieniem i często są to skutki długookresowe.

Trudna jest sztuka dobrego prognozowania, bowiem wymaga zarówno stosowania dobrych modeli ekonomicznych, jak i umiejętności przewidywania, jak pewne stosunki i zachowania ekonomiczne w przyszłości będą się różnić od tych z przeszłości. Powstaje więc potrzeba zastosowania odpowiednich modeli ekonomicznych, które pozwolą prognozować poszczególne wielkości ekonomiczne. Kolejna potrzeba do-

tyczy prawdopodobieństwa, z jakim poszczególne wielkości ekonomiczne wystąpią, czyli zastosowanie odpowiedniego rozkładu prawdopodobieństwa. Następnie taki zestaw danych wymaga oceny organu odpowiedzialnego za politykę pieniężną, aby dane te mogły służyć do podjęcia decyzji o zmianie polityki pieniężnej, zakresie tej zmiany, lub kontynuacji dotychczasowej polityki pieniężnej. Prognozy takie powinny być publikowane, aby dać możliwość ekspertom zewnętrznym zapoznania się z nimi, zrozumienia toku rozumowania organu decyzyjnego, co stworzy im możliwość zasugerowania korekt i poprawek. Ten rodzaj otwartości w formułowaniu polityki pieniężnej wśród renomowanych banków centralnych zdobywa coraz większą popularność.

2.8.3. Horyzont czasowy celu inflacyjnego

Jako oczywiste można uznać stwierdzenie, że raz wyznaczonego celu inflacyjnego nie da się osiągnąć w sposób ciągły. Inflacja podlega często zjawiskom trudno przewidywalnym, mogą się zdarzać pewne wstrząsy ekonomiczne, a politykę pieniężną charakteryzuje pewne opóźnienie skutków. Wynika z tego, że cel inflacyjny nie powinien być postawiony na okres krótszy od najkrótszego opóźnienia, po którym dana decyzja zaczyna odnosić pierwsze skutki. Jeśli na przykład prognoza wykaże, że w przypadku braku zmiany stopy procentowej inflacja będzie wyższa od celu inflacyjnego przez pierwszy prognozowany rok, a spadnie poniżej tego celu w latach następnych, wtedy pojawia się pytanie, jak ma zareagować polityka pieniężna? Jeżeli dokonywane zmiany stóp procentowych odniosą skutek dopiero po upływie roku, wtedy jest już za późno, aby spowodować obniżenie inflacji w pierwszym roku. Ponieważ stopa procentowa powinna być obniżona w takim wymiarze, aby spowodować podwyższenie inflacji do poziomu postawionego celu inflacyjnego w latach następnych. Jeżeli założymy inną wersję, na przykład, że zmiany stopy procentowej działają po pół roku, to wówczas mamy uzasadnienie do podwyżki stopy procentowej, aby już w drugiej połowie roku obniżyć ją do poziomu celu inflacyjnego. Ale istnieją również podstawy, aby także w tym przypadku przyjąć, że w następnym roku inflacja będzie kształtować się poniżej celu inflacyjnego, a więc z początkiem drugiego półrocza będzie trzeba stopę procentową obniżyć.

2.8.4. Reguła Taylora

Autorem tej reguły jest amerykański profesor Uniwersytetu Stanford, podsekretarz skarbu w administracji Geорга W. Busha, John B. Taylor. Określa się ją także jako jeden z wariantów metody celu inflacyjnego, co można wyrazić w skrócie jako dostosowywanie stopy procentowej w zależności od zmian stopy inflacji i tzw. luki dochodowej (luki PKB) (Po raz pierwszy zagadnienie to zostało przedstawione przez J. Taylora, 1993, s. 195–214).

Luka dochodowa jest definiowana jako różnica pomiędzy realnym PKB a potencjalnym PKB i często przedstawiana jako różnica $Y - Y^*$. Jeżeli luka dochodowa jest dodatnia nazywana jest luką inflacyjną, gdy jest ujemna luką recesyjną²⁹.

²⁹ Pojęcie to jest związane z prawem Okuna twierdzącym, że wzrost bezrobocia przymusowego powo-

Zgodnie z oryginalną wersją, przedstawioną przez Taylora, nominalna stopa procentowa ustalana przez bank centralny powinna spełniać następującą równość:

gdzie:

jest docelową nominalną stopą procentową ustalaną przez bank centralny,

jest stopą inflacji mierzoną deflatorem PKB,

jest pożądaną stopą inflacji (cel inflacyjny),

jest założoną realną stopą procentową równowagi, co ma miejsce w warunkach pełnego zatrudnienia,

są odpowiednio logarytmami realnego PKB i potencjalnego PKB, a ich różnica wyraża wspomnianą wyżej lukę dochodową.

Występujące w równaniu współczynniki a_π i a_y mają wartość dodatnią i oba zostały oszacowane przez Taylora na 0,5. Oznacza to, że jeśli inflacja kształtuje się powyżej celu inflacyjnego, reguła Taylora zaleca podwyższenie stopy procentowej, czyli bardziej restrykcyjną politykę pieniężną. Natomiast jeśli inflacja ukształtuje się poniżej celu inflacyjnego, zalecane jest rozluźnienie polityki pieniężnej, co w tym przypadku oznacza obniżenie stopy procentowej.

Dzięki założeniu, że $a_\pi > 0$ reguła Taylora informuje, że wzrost inflacji o jeden punkt procentowy powinien skłonić bank centralny do podwyższenia własnej nominalnej stopy procentowej o więcej niż jeden punkt procentowy (dokładnie o $1 + a_\pi$ – jak wynika z powyższego równania, czyli 1,5). Zgodnie z definicją, że realna stopa procentowa jest nominalną stopą procentową pomniejszoną o stopę inflacji, warunek $a_\pi > 0$ oznacza, że gdy wzrasta inflacja trzeba zwiększyć realną stopę procentową, aby schłodzić gospodarkę, co oznacza, że nominalna stopa procentowa (i chodzi tu o stopę procentową ustalaną przez bank centralny) powinna wzrosnąć więcej niż wynosi wzrost inflacji. Zasada ta została określona jako reguła Taylora (*Taylor principle*). Taylor dla wyjaśnienia swojej reguły posłużył się trzema wielkościami, stopą inflacji, stopą wzrostu PKB i stopą procentową. Kiedy inflacja wzrośnie o 1 punkt procentowy, wtedy bank centralny powinien zareagować podniesieniem nominalnej stopy procentowej o 1,5 punktu procentowego. Jeśli natomiast przyrost PKB obniży się o 1 punkt procentowy w stosunku do przyrostu planowanego, to bank centralny powinien zareagować obniżeniem nominalnej stopy procentowej o 0,5 punktu procentowego³⁰.

Liczna literatura omawiająca regułę Taylora wskazała, że najbardziej widocznym i potwierdzonym jej świadectwem jest amerykańska polityka pieniężna prowadzona

duże spadek PKB.

³⁰ Takie liczby podał John Taylor podczas interview w popularnej amerykańskiej audycji on-line pt. *Econtalk Podcast*, działającej pod auspicjami *Library of Economics and Liberty*, nadanej po raz pierwszy 18 sierpnia 2008 roku.

podczas prezesury Paula Volckera (1979–1987) i Alana Greenspana (1987–2006). Jednocześnie pojawiły się opinie krytyczne na jej temat. Nie pomniejszają one jednak zasług i zalet zarówno jej autora, jak i samej reguły.

Główną zasługą reguły Taylora jest przede wszystkim podkreślenie ważności dla banku centralnego związku takich pojęć, jak: stabilność cen, pełne zatrudnienie i wzrost PKB. Reguła Taylora nadała osiągnięciu celu inflacyjnego przez bank centralny nowe poważniejsze znaczenie, poprzez zaproponowanie pewnych sformalizowanych reguł, które zdecydowanie zredukowały niepewność związaną zarówno ze zmianami sytuacji w czasie, jak i zdarzającą się często przesadną dowolnością stosowania lub niestosowania pewnych przedsięwzięć przez kierownictwa banków centralnych, określanych w literaturze jako nadmierna dyskrecjonalność.

2.9. Nowe trendy w polityce pieniężnej

Chociaż polityka pieniężna nie należy do dziedziny, której zasady podlegają częstym zmianom, ale na przykład zmiany w sytuacji gospodarczej, czy w międzynarodowym systemie pieniężnym po upadku systemu kursów stałych z Bretton Woods, a także pojawienie się nowej wpływowej waluty euro, powodują, że tradycyjne, choć niewątpliwie nadal godne zalecenia, metody polityki pieniężnej nie zawsze przynoszą oczekiwane skutki. Z tego powodu wiodące światowe banki centralne, między innymi amerykański System Rezerwy Federalnej czy Bank Anglii, poszukują nowych rozwiązań, a niektóre z nich wprowadzają je do praktyki. Rozwiązania te określa się często jako niekonwencjonalne metody polityki pieniężnej. Na uwagę zasługują te metody, którymi zainteresowanie zarówno od strony teoretycznej, jak i praktycznej ciągle wzrasta. Są to: polityka zerowej stopy procentowej oraz jeden z jej coraz popularniejszych wariantów określany jako ilościowe łagodzenie (ang. *quantitative easing*).

2.9.1. Polityka zerowej stopy procentowej

Polityka zerowej stopy procentowej jest koncepcją makroekonomiczną, która polega na stosowaniu jednej z najważniejszych wielkości ekonomicznych, jaką jest nominalna stopa procentowa, na poziomie bliskim zeru lub równym zeru. Towarzyszą jej zazwyczaj niska stopa wzrostu gospodarczego, charakteryzująca się niskim poziomem wzrostu PKB, a w konsekwencji tego trudności w utrzymaniu zatrudnienia na wysokim poziomie, nierzadko nawet rosnące bezrobocie.

W takich warunkach tradycyjny instrument banku centralnego, czyli nominalna stopa procentowa, traci niemal całkowicie swoje właściwości, gdyż dalsze jej obniżanie w celu pobudzenia akcji pożyczkowej przestaje być możliwe³¹. Sytuacja taka przypomina przypadek określany w ekonomii jako pułapka płynności (*liquidity trap*), kiedy rynek pieniężny nie wykazuje popytu na pieniądz i nie oferuje za jego poży-

³¹ Bank centralny nie może obniżyć nominalnej stopy procentowej poniżej zera.

czenie dodatniej ceny (stopy procentowej). Wówczas bank centralny ma do wyboru dwa warianty, albo nie robić nic i czekać aż sytuacja braku popytu na pieniądź minie, albo bank zaczyna działać metodami niekonwencjonalnymi i próbuje tak wpłynąć na sytuację makroekonomiczną, aby pobudzić popyt na pieniądź, czyli, w pewnym ekonomicznym uproszczeniu, spowodować, aby realna stopa procentowa wzrosła powyżej wartości zerowej. Za drugim wariantem przemawiają pewne interpretacje powodów, dla których stopa procentowa banku centralnego tak blisko zbliżyła się do wartości zerowej. Przykładem tego może być opracowanie (Bernanke, Reinhart, Sack, 2004), którego współautorem jest były prezes Systemu Rezerwy Federalnej USA, Ben Bernanke. Jego autorzy stwierdzają, że sukcesy amerykańskiego banku centralnego na przestrzeni kilkunastu ostatnich lat w walce z inflacją (ciągła redukcja inflacji do bardzo niskiego poziomu), przybliżyły znacznie wysokość nominalnej stopy procentowej do zera, a tym samym stworzyły dla banku centralnego nowe wyzwania. Możliwości pobudzania popytu krajowego za pomocą obniżania stopy procentowej praktycznie wyczerpały się. W tej nowej rzeczywistości bank centralny musi zatroszczyć się o inne metody oddziaływania na popyt krajowy, takie jak analiza poszczególnych rodzajów aktywów, zakup tych aktywów przez bank centralny oraz badanie wpływu tego rodzaju zakupów na rentowność aktywów i popyt na nie.

Kolejną sprawą opisaną w powyższym opracowaniu jest sklasyfikowanie wariantów alternatywnych polityki pieniężnej dla sytuacji, w której nominalna stopa procentowa jest bliska zeru, w trzy grupy:

- kształtowanie oczekiwań publicznych na temat poziomu stóp procentowych w przyszłości, za pomocą odpowiedniej polityki informacyjnej;
- powiększanie pozycji bilansu banku centralnego zarówno w aktywach, jak i pasywach, określane jako ilościowe łagodzenie (*quantitative easing*);
- zmiana struktury pozycji bilansu banku centralnego (szczególnie aktywów), która polega na zakupie obligacji długoterminowych, co może spowodować spadek długoterminowych stóp procentowych.

W kolejnym amerykańskim opracowaniu, dotyczącym polityki pieniężnej przy nominalnej stopie procentowej bliskiej zeru (Woodford, 2012), jeden z głównych aktualnie teoretyków amerykańskiej polityki pieniężnej Michael Woodford ostrzegł, że taka sytuacja utrzymywała się już od grudnia 2008 roku, i niewielkie szanse na zmianę widział w 2013 roku, jego przewidywania sprawdziły się także w 2014 i 2015 roku.

Powyższe interpretacje mogą świadczyć o tym, że sytuacja taka może się nie tylko przedłużyć, ale być trwałym wyzwaniem dla banków centralnych. Wymaga to więc nowego podejścia i nowych badań naukowych w zakresie polityki pieniężnej.

2.9.2. *Quantitative easing*

Chociaż prekursorami w dziedzinie polityki pieniężnej bywają zwykle dwa znane banki centralne, czyli amerykański System Rezerwy Federalnej i Bank Anglii, to tę strategię polityki pieniężnej pierwszy zastosował Bank Japonii. Już od początku 2000 roku Bank Japonii poszukiwał niekonwencjonalnych metod stosowania polityki pie-

niężnej, starał się wówczas nie używać angielskiej nazwy *quantitative easing*, termin³² ten w japońskich opracowaniach pojawił się w połowie pierwszej dekady dwudziestego pierwszego wieku, jako najwłaściwsza nazwa tego rodzaju operacji. Ocena skuteczności tego typu operacji w Japonii jest jednak mało korzystna.

Kolejny etap tego typu operacji nastąpił w USA i w Wielkiej Brytanii podczas kryzysu finansowego w latach 2007–2012, także i w tym przypadku wyraźnie określono je jako wzrost pozycji bilansowych banku centralnego, zarówno po stronie aktywów, jak i pasywów. Jeżeli przypomnimy uproszczony schemat bilansu banku centralnego z punktu 4.1. niniejszego rozdziału, to po stronie aktywów wzrośnie pozycja aktywa krótkoterminowe, którą to nazwę trzeba zmienić na aktywa krótko- i długoterminowe, a po stronie pasywów zrekompensuje je wzrost pieniądza rezerwowego, spowodowany zarówno przyrostem emisji pieniądza, jak i wzrostem sald na rachunkach banków handlowych (komercyjnych), spowodowanych zakupem tych instrumentów finansowych od banków, poprzez uznanie ich rachunków w banku centralnym.

W Stanach Zjednoczonych operacje QE (*quantitative easing*) rozpoczęto w listopadzie 2008 roku (które później określono jako QE1) zakupem obligacji hipotecznych (*mortgage-backed securities*) na sumę 600 mld dolarów amerykańskich³³. W marcu 2009 roku całkowity portfel tego rodzaju aktywów *Feda*, po dodaniu do nich amerykańskich obligacji skarbowych (*treasury notes*) o dłuższym terminie zapadalności, wzrósł do 1,75 bln dolarów, a w czerwcu 2010 roku osiągnął poziom 2,1 bln dolarów amerykańskich. W listopadzie 2010 roku *Fed* ogłosił drugą rundę zakupów, określaną powszechnie jako QE2, która upoważniała *Fed* do zakupu amerykańskich obligacji skarbowych za dalsze 600 mld dolarów do połowy 2011 roku. Kolejna runda określana jako QE3 została ogłoszona we wrześniu 2012 roku jako plan dodatkowego zakupu obligacji hipotecznych w wysokości 40 mld dolarów miesięcznie, bez ustalenia górnego limitu tych zakupów oraz terminu zakończenia tej akcji. Równocześnie Komitet Federalny Otwartego Rynku (FOMC) określił, że najprawdopodobniej referencyjna stopa funduszy federalnych będzie przybierać wartości bliskie 0% do połowy 2015 roku. Operacje QE miały odpowiedni wpływ na bilans Systemu Rezerwy Federalnej. Na koniec 2006 roku suma bilansowa banku centralnego USA (aktywa lub pasywa) wynosiła 874 mld dolarów. Pod koniec maja 2012 roku suma ta wzrosła do 2.820 mld dolarów, co stanowi ponad trzykrotny wzrost sumy bilansowej (Carpenter, Ihrig, Klee, Quinn, Boote, 2012). Gdyby porównać wielkość tych operacji do PKB, to można powiedzieć, że zbliża się ona do 20% PKB.

Bank Anglii rozpoczął tego typu akcję we wrześniu 2009 roku poprzez zakup instrumentów finansowych, których wartość do końca października 2010 roku osiągnęła sumę 175 mld funtów szterlingów. W listopadzie 2010 roku Komitet Polityki Pieniężnej (*Monetary Policy Committee*) podwyższył skalę zakupów do 200 mld funtów szterlingów. Znaczną większość zakupionych instrumentów stanowiły brytyjskie bony skarbowe (znane jako *gilts*). W październiku 2011 roku zwiększono tę kwotę o dalsze 75 mld funtów. Kolejne powiększenia nastąpiły w lutym 2012 roku o 50 mld i w lipcu

³² Po niemiecku używa się terminu *Quantitative Lockerung*, a po francusku *assouplissement quantitatif*.

³³ Amerykański bank centralny w ostatnich latach kupuje rocznie bony skarbowe za 700–800 mld dolarów.

tego samego roku o następne 50 mld funtów szterlingów. W ten sposób łączna kwota tego typu zakupów osiągnęła poziom 375 mld funtów szterlingów. Skala tych operacji w stosunku do PKB jest zbliżona do tej w USA.

Niekonwencjonalną działalność rozwijał już wcześniej w ramach długoterminowych operacji finansowych (*long term refinancing operations* – LTRO) Eurosystem, czyli bank centralny strefy euro. Chociaż tego typu operacje nie były całkowicie zgodne z opisanymi wyżej operacjami amerykańskiego Systemu Rezerwy Federalnej i Banku Anglii, ich wpływ na bilans Eurosystemu był podobny. Operacje te rozpoczęto już w 2008 roku, w którym przekroczyły one wartość 100 mld euro (Wookey, 2008). Kolejne tego typu oferty pojawiły się w latach 2009 i 2011, a w 2012 roku została ogłoszona następna transza określana jako LTRO2 na sumę 529 mld euro (Wearden, Fletcher, 2012). Eurosystem w oficjalnych wystąpieniach nigdy nie używał terminu *quantitative easing*, chociaż zarówno w prasie, jak i opracowaniach naukowych, takie jego operacje były łączone z tym terminem. Powyższe operacje były utrzymywane przez Eurosystem przez następne dwa lata (2013 i 2014), a w styczniu 2015 roku prezes Mario Draghi ogłosił nowy rozszerzony program zakupu aktywów (*expanded asset purchase program*), który zobowiązał Eurosystem do zakupu obligacji rządowych krajów strefy euro i emitowanych przez instytucje europejskie w wysokości 60 mld euro miesięcznie co najmniej do września 2016 roku. Ta inicjatywa nie pozostawia wątpliwości co do określenia jej jako europejska akcja typu *quantitative easing*.

Z innych banków centralnych na przytoczenie zasługują Szwajcarski Bank Narodowy (*Schweizerische Nationalbank*), który w marcu 2009 roku ogłosił zamiar zakupu aktywów prywatnych i walut zagranicznych w celu osłabienia tendencji aprecjacyjnej franka szwajcarskiego oraz Bank Kanady (*Bank of Canada*), który podobny zamiar ogłosił w kwietniu 2009 roku. Skala ich działalności we wspomnianych wyżej operacjach jest jednak znacznie mniejsza, a Bank Kanady poprzestał jak dotąd tylko na deklaracjach. W lutym 2015 roku z inicjatywą rozszerzonego zakupu aktywów rządowych typu *quantitative easing* do poziomu 1,2 mld dolarów amerykańskich wystąpił Szwedzki Bank Narodowy (*Sveriges Riksbank*).

Trwająca od kilku lat i osiągająca znaczne rozmiary, szczególnie w USA i Wielkiej Brytanii, niekonwencjonalna polityka pieniężna, określana skrótem QE, wywołała także znaczną falę ocen krytycznych. Pojawiły się one głównie w prasie komentującej wydarzenia ekonomiczne, a także, w znacznie mniejszym wymiarze, w środowiskach profesjonalnych. Główne ostrze tej krytyki polega na dawnym, i niekoniecznie pasującym do nowej rzeczywistości, zarzucie drukowania pieniądza bez pokrycia. Określenie to pochodzi z okresu powojennego (po II wojnie światowej), kiedy nie tylko rządy krajów zachodnioeuropejskich stosowały zabieg określany jako monetyzacja długu publicznego (*public debt monetization*) dla ożywienia gospodarki narodowej w okresie odbudowy swoich gospodarek, zniszczonych przez wojnę. Polegało to na zwiększonych wydatkach rządowych, którym często towarzyszył znaczny deficyt budżetowy, finansowany automatycznie przez krajowy bank centralny, co musiało oznaczać między innymi zwiększenie emisji pieniądza. Utrzymywanie się takiego deficytu przez dłuższy czas powodowało utrzymywanie się zwiększonej ilości pieniądza w obiegu i miało nieodwracalny wpływ na wzrost cen, a więc powodowało inflację. W latach osiemdzie-

siątych dwudziestego stulecia (w niektórych krajach wcześniej) zaczęto odchodzić od takiej polityki i praktycznie już do niej nie powrócono. Kierownictwa banków centralnych odpowiedzialnych za stosowanie QE wyraźnie odcięły się od tych zarzutów. Metody zwiększania pieniądza rezerwowego banku centralnego zarówno w USA, jak i w Wielkiej Brytanii uwzględniają cel inflacyjny na poziomie około 2%, a zaangażowanie banków centralnych zwiększa się głównie wtedy, kiedy inflacja kształtuje się poniżej celu inflacyjnego. Natomiast w przypadku przekroczenia celu inflacyjnego banki te są w stanie znacznie zmniejszyć swoje zaangażowanie, gdyż większość zakupionych instrumentów krótkoterminowych osiąga w najdalej trzymiesięcznym okresie swój termin płatności i bank centralny nie musi kupować nowych instrumentów. Stąd znaczne zmniejszenie zaangażowania banku centralnego jest możliwe w stosunkowo krótkim czasie³⁴.

Kolejnym argumentem przemawiającym przeciwko drukowaniu pieniądza bez pokrycia jest zamieszczony w statutach banków centralnych USA, Wielkiej Brytanii, Japonii i Unii Europejskiej zakaz bezpośredniego finansowania długów zaciąganych przez rząd. Mogą one tylko kupować rządowe instrumenty dłużne na rynku wtórnym, na którym, jeśli taki rynek funkcjonuje właściwie, można stosunkowo szybko takie instrumenty sprzedać.

Dotychczasowe oceny środowisk profesjonalnych dotyczące zarówno skutków, jak i potencjalnego ryzyka przedstawionych wyżej działań niekonwencjonalnych w polityce pieniężnej są raczej umiarkowane. W jednym z opracowań, które powstało w kręgach zbliżonych do Międzynarodowego Funduszu Walutowego prezentowane jest właśnie takie stanowisko (Klyuev, de Imus, Srinivasan, 2009).

2.10. Rola banku centralnego na rynku dewizowym

Nie bez znaczenia jest poziom rozwoju rynku dewizowego³⁵ i jego poziom zintegrowania z rynkiem pieniężnym.

Definicja dewiz została wprowadzona w Polsce po 1945 roku i odbiega trochę od ich definicji w krajach zachodnioeuropejskich. Dewizy definiuje w naszym kraju prawo dewizowe w artykule 2, ust. 1, pkt 12 i są one określone jako papiery wartościowe i inne dokumenty pełniące funkcję środka płatniczego, wystawione w walutach obcych i zgodnie z punktem 9 artykułu 2 i ust. 1 uznane za zagraniczne środki płatnicze. Tymczasem za dewizy powszechnie uznaje się należności krótkoterminowe od podmiotów zagranicznych (często ograniczonych do wiarygodnych banków). Podobna definicja obowiązywała w Polsce do końca II wojny światowej i była zamieszczona w statucie Banku Polskiego (polskiego banku centralnego w latach 1924–1939). Dewizy mogą

³⁴ Próba teoretycznej odpowiedzi takim krytykom P. Krugmana jest przedstawiona w załączniku, zamieszczonym na końcu niniejszej publikacji.

³⁵ Użyto tu terminów: rynek dewizowy, interwencja dewizowa, rezerwy dewizowe, a nie, co jest pewną niepiśnianą konwencją w naszym kraju, rynek walutowy, interwencja walutowa czy rezerwy walutowe.

więc być wyrażone zarówno w walucie obcej, jak i krajowej (jeżeli ta jest akceptowana za granicą)³⁶, a wymianie podlegają tylko wtedy, kiedy są wyrażone w walucie obcej. Można jednak ich używać jako środków płatniczych oraz handlować nimi, co znacznie wzbogaca rynek dewizowy, w porównaniu do zawężonego do oficjalnych środków płatniczych rynku walutowego³⁷.

Operacje dewizowe z zagranicą są jedną z ważniejszych funkcji współczesnego banku centralnego. W warunkach krajowej waluty wymiennej do głównych tego typu operacji dewizowych banku centralnego należą interwencje dewizowe w celu obrony kursu własnej waluty. Takie interwencje bywają konieczne, gdy dany kraj ma kurs własnej waluty inny niż kurs płynny. Interwencje dewizowe są także wskazane przy kursie płynnym. Banki centralne interweniują wówczas na rynku dewizowym, aby nie dopuścić do nadmiernych wahań ich kursów walutowych, których nie uzasadniają żadne przyczyny ekonomiczne. Jedne z nich robią to dość często (na przykład Szwajcarski Bank Narodowy co tydzień) inne rzadziej (System Rezerwy Federalnej USA od 1995 roku interweniował dwa razy)³⁸. Narodowy Bank Polski do kwietnia 2010 roku nigdy (powstał w 1945 roku) nie interweniował na rynku dewizowym.

Interwencja dewizowa oznacza zatem zakup lub sprzedaż wartości dewizowych przez bank centralny, których celem jest wpływ na poziom kursu walutowego (Definicja ta pochodzi z opracowania Kim Abildgren, 2005, s. 61–71). Nie wszystkie więc transakcje dewizowe banku centralnego mogą być zaliczone do operacji interwencyjnych. Pełni on bowiem bardzo często funkcję bankiera rządu i banku banków. Rząd i banki komercyjne są wówczas takimi samymi klientami dla banku centralnego, jak osoby fizyczne i prawne dla banków komercyjnych, a bank centralny zawiera transakcje zakupu i sprzedaży wartości dewizowych wyłącznie na ich zlecenie. Zatem to nie bank centralny decyduje o terminie transakcji i jej wielkości, a jego klienci. W transakcjach interwencyjnych to bank centralny wybiera termin oraz określa liczbę i wielkość transakcji, których celem jest odpowiedni wpływ na poziom i tendencję kursu walutowego.

Aby wyjaśnić, jak wyglądają transakcje interwencyjne posłużymy się opracowaniem Tony Lattera. Jeżeli założymy, że zaistniała presja aprecjacyjna na kurs walutowy (czyli cena jednostki euro wyrażona w złotych spada), a bank centralny zdecyduje się przeciwstawić tej presji, to zacznie kupować euro na rynku dewizowym w zamian za walutę krajową, czyli złote. Dokona tych transakcji na międzybankowym rynku dewizowym, a więc jego partnerami będą banki komercyjne, które otrzymają zapłatę w złotych, poprzez uznanie ich rachunków w banku centralnym. Wzrost sumy rachunków banków komercyjnych w banku centralnym przy niezmienniej wielkości emisji pieniądza oznacza wzrost pieniądza rezerwowego banku centralnego³⁹, która to wielkość może podlegać ścisłej kontroli przez bank centralny jako element walki

³⁶ Taka sytuacja zaistnieje na pewno wtedy, gdy Polska przyjmie euro.

³⁷ Definicja waluty w polskim prawie dewizowym nie odbiega od światowych standardów.

³⁸ Pełne informacje na temat interwencji dewizowych są dostępne na stronach internetowych poszczególnych banków centralnych.

³⁹ Określanego także jako M_0 , lub baza monetarna banku centralnego.

z inflacją. Jeżeli bank centralny nie chce dopuścić do zbyt dużego wzrostu pieniądza rezerwowego, ponieważ może on doprowadzić do poluzowania jego polityki pieniężnej, wtedy musi przeprowadzić sterylizację skutków pieniężnych takiej interwencji, która może wiązać się z zaofiarowaniem odpowiednich instrumentów finansowych na rynku pieniężnym. Odwrotne będą skutki interwencji banku centralnego przeciwstawiającej się presji deprecyjnej na kurs walutowy (czyli wtedy, kiedy cena jednostki euro wyrażona w złotych rośnie). A więc potrzebna będzie pewna koordynacja działań banku centralnego na rynku pieniężnym i dewizowym. Wymaga to odpowiedniego poziomu rozwoju zarówno rynku dewizowego, jak i pieniężnego oraz pewnego stopnia ich zintegrowania.

Współczesne interwencje dewizowe odbywają się na dewizowym rynku terminowym. Najpopularniejszym rodzajem takiej transakcji interwencyjnej jest tak zwany *swap*, czyli połączenie transakcji natychmiastowej (*spot*) z transakcją terminową (*forward*). Jeżeli bank centralny chce przeciwstawić się presji deprecyjnej i zawrze transakcję sprzedaży dewiz za złote polskie, a równocześnie tę samą sumę dewiz odkupi po kursie terminowym za złote i ta ostatnia transakcja odbędzie się na przykład za tydzień, wtedy bank centralny poniesie tylko koszt transakcji (prowizja plus różnica kursów *spot* i *forward*), natomiast rezerwy dewizowe zostaną nienaruszone. Stąd też transakcje *swapowe* są bardzo popularnymi transakcjami interwencyjnymi, zarówno w Europie Zachodniej, jak i w USA, Azji i Australii, gdyż zmniejszają one ryzyko znacznej utraty rezerw dewizowych. Taki wariant jest jednak możliwy dopiero przy odpowiednim poziomie rozwoju rynku dewizowego, zarówno bieżącego, jak i terminowego. Przy obecnym poziomie rozwoju polskiego rynku dewizowego należy się obawiać, aby nie skończyło się to podobnie, jak z tzw. opcjami w 2009 roku.

Pewien pogląd na temat stopnia rozwoju polskiego rynku dewizowego może dać tabela 1 sporządzona ze statystyk Banku Rozrachunków Międzynarodowych w Bazylei. Informuje ona, że największe światowe obroty dewizowe dokonują się w Londynie (około 34%). W Unii Europejskiej odbywa się około połowa obrotów światowych (48,8%), w Polsce zaledwie 0,2% obrotów światowych i około 0,5% obrotów dewizowych Unii Europejskiej.

Funkcjonowanie rynku dewizowego dla banku centralnego jest niezwykle ważne. Stąd też wskazanym jest, aby funkcjonowanie tego rynku krótko scharakteryzować.

Tabela 1.

Obrót dewizowy w poszczególnych krajach (przeciętny obrót dzienny w mln USD)

Kraj	Obrót dewizowy	Udział procentowy w obrotach światowych
Wielka Brytania	1.359.103	34,1
USA	663.611	16,6
Szwajcaria	241.691	6,1
Japonia	238.425	6,0
Singapur	230.555	5,8
Hongkong	174.625	4,4
Australia	169.518	4,3
Francja	119.740	3,0
Niemcy	98.713	2,5
Dania	86.062	2,2
Belgia	48.191	1,2
Luksemburg	42.572	1,1
Polska	8.813	0,2
Strefa euro	429.758	10,8
Unia Europejska	1.948.085	48,8
Świat	3.988.082	

Źródło: BIS, 2007, załącznik 1.

2.10.1. Funkcjonowanie rynku dewizowego

Niektóre polskie i zagraniczne gazety podają notowania walutowe na giełdach w Londynie, Nowym Jorku czy Zurychu. Jeśli giełdy papierów wartościowych i giełdy towarowe podają notowania kursów walutowych w tych miastach, to nie są one notowaniami tych giełd, ponieważ nie ma w tych krajach giełd walutowych. Na przykład ostatnie posiedzenie *Royal Exchange*, czyli londyńskiej giełdy walutowej, odbyło się przed wybuchem wielkiego kryzysu, a więc w 1929 roku. Te giełdy, które istniały do 1999 roku, czyli do wprowadzenia euro (na przykład we Frankfurcie, Paryżu czy Mediolanie), miały wyłącznie symboliczny charakter. Nie można jednak mówić o zmierzchu giełdowej formy handlu dewizami. O jego renesansie może świadczyć rozwój w ostatnich czasach umów terminowych (*futures*), które mogą być zawierane tylko na

giełdzie i rozliczane przez obsługującą ją izbę clearingową. Tradycyjny handel dewizami odbywa się jednak głównie poprzez transakcje natychmiastowe lub kasowe (*spot*) oraz transakcje terminowe na dostawę w późniejszym terminie (*forward*). Handel ten nie odbywa się jednak na giełdach. Prowadzą go licencjonowani pośrednicy, którzy nie opuszczają własnych biur, ponieważ dysponują systemem połączeń telefonicznych, telexowych i elektronicznych między swoimi biurami, a także banki handlowe.

Dewizy, czyli należności od podmiotów gospodarczych z zagranicy, stały się przedmiotem ożywionego handlu, zwłaszcza po wprowadzeniu kursów płynnych, dla kilku liczących się w handlu światowym walut. Załamanie się (raczej bezpowrotne) w 1973 roku systemu kursów stałych z Bretton Woods i wprowadzenie płynnego kursu dolara stworzyło rynek dewizowy bardzo przypominający giełdę. Swobodne kształtowanie się ceny, podawanie notowań kursów walut do publicznej wiadomości i swobodny dostęp na rynek dewizowy, to cechy wspólne z giełdami papierów wartościowych i giełdami towarowymi. Na rynku dewizowym występują niemal wszystkie rodzaje umów znane na giełdach. Są transakcje natychmiastowe (*spot*) i terminowe na wymianę dewiz w późniejszym terminie (*forward*). Niedawno pojawiły się także umowy terminowe rozliczeniowe (*futures*). Ale tego typu umowy mogą być zawierane tylko na giełdzie. Dewizy wracają więc na giełdy. W Londynie powstała nawet specjalna giełda *LIFFE*, na której oprócz notowań dewiz są także notowania *futures* dla stóp procentowych.

Kombinacja transakcji natychmiastowej (*spot*) z transakcją na wymianę dewiz w późniejszym terminie (*forward*) nosi nazwę *foreign exchange swap*⁴⁰ i stanowi jedną z bardzo popularnych operacji na rynku dewizowym. Polega ona na równoczesnym natychmiastowym zakupie (lub sprzedaży) dewiz (*spot*) i odprzedaży (odkupie) tych dewiz po kursie na ich dostawę w późniejszym terminie (*forward*). Wynik takiej transakcji przy zakupie *spot* i odprzedaży *forward* jest dodatni, jeżeli kurs na ich dostawę w późniejszym terminie (*forward*) jest wyższy od kursu natychmiastowego. Jeżeli natomiast kurs *spot* jest wyższy od kursu *forward* wynik dodatni daje sprzedaż *spot* i odkup *forward*⁴¹.

Różnice kursów pomiędzy poszczególnymi rynkami dewizowymi spowodowały, że jednym z najpopularniejszych rodzajów działalności był i jest nadal arbitraż, działalność uprawiana również na giełdach towarowych i papierów wartościowych. Trzeba jednak pamiętać, że nazwa arbitraż stała się na rynku dewizowym bardzo popularna i wiele rodzajów umów określa się tym mianem. Nie są to jednak umowy wyłącznie arbitrażowe, ponieważ często składa się na nie i *hedging*, i spekulacja. Powodem ich zawierania są zazwyczaj różnice w kursach, najczęściej terminowych, stąd nazwa arbitraż. Mianem arbitrażu określa się jednoczesny zakup i sprzedaż równej ilości przedmiotów obrotu giełdowego, które gwarantują zysk w momencie zawierania transakcji. Na rynkach dewizowych znane są głównie dwa rodzaje arbitrażu: kursowy i procentowy. Pierwszy polega na wykorzystaniu różnic kursów walut w różnych miejscach. Drugi wykorzystuje różnice w stopach procentowych walut na rynkach jednorodnych (na

⁴⁰ W języku niemieckim używa się nazwy *Devisenswapgeschäft*, a we francuskim *opérations d'échange*.

⁴¹ Transakcje dewizowe *swap* są stosowane przez banki centralne jako wariant operacji otwartego rynku z użyciem dewiz.

przykład rynkach depozytowych banków handlowych). Oba rodzaje arbitrażu łączą poszczególne rynki dewizowe w światowy rynek dewizowy. Zakres działania takiego rynku jest jednak znacznie ograniczony. Wprawdzie, przypisując swoją walutę do dolara amerykańskiego, funta szterlinga czy franka szwajcarskiego pewna liczba krajów wchodzi w orbitę płynnych kursów walutowych, ale czy można mówić o transakcjach terminowych posługując się nairą nigeryjską, funtem egipskim czy irackim i wieloma innymi walutami? Ograniczenia dewizowe wprowadzane w celu ochrony własnej słabej waluty stawiają ją poza światowym rynkiem dewizowym. Utrudniają zakup znanych i poszukiwanych walut i praktycznie uniemożliwiają korzystanie z wielu możliwości transakcyjnych tego rynku. Biorący udział w handlu międzynarodowym często staje przed koniecznością uczestnictwa w dwóch rynkach naraz. Kupując surowce na giełdach, importer zagraniczny musi także skorzystać z rynku dewizowego. Podejmuje więc często podwójne ryzyko związane ze zmiennością ceny przedmiotu zakupu i kursu waluty, w jakiej zawiera transakcję. Niekiedy więc zachowuje się jak przymusowy spekulant, nie mogąc skorzystać z oferowanych przez rynek technik *hedgingowych*. Jego uczestnicy często zarabiają na nowych rodzajach transakcji. Rewolucja finansowa, która polega na połączeniu rynków pieniężnych, kapitałowych i dewizowych, jest ich udziałem. Mogą więc dawać upust swojej inwencji w dziedzinie technik transakcyjnych. Mogą łączyć opcje walutowe z umowami terminowymi towarowymi i sprzedają za marżę papierów wartościowych.

2.10.1.1. Spekulacja

Aby lepiej zrozumieć pewne procesy i transakcje odbywające się na rynku dewizowym trzeba wyjaśnić pewne kontrowersyjne jeszcze w naszym kraju zjawisko określane jako spekulacja. Spekulacja w polskim języku zawsze miała wydźwięk raczej pejoratywny. Spekulanta przedstawiano jako pasożyta społecznego, który wykorzystując braki towarów na rynku skupował je, by następnie sprzedać z zyskiem. Żerował więc na chwilowych bądź dłuższych trudnościach w zaopatrzeniu. Język angielski określa takiego kombinatora mianem *hoarder*, a proceder jako *hoarding*, co oznacza gromadzenie towarów deficytowych. Natomiast termin spekulacja oznacza działalność polegającą na kupowaniu i następnie sprzedawaniu (lub odwrotnie) z zyskiem, ale towarów lub innych wartości, których na rynku nie brakuje. Chodzi więc o działalność dozwoloną, a nawet pożyteczną. Teoria spekulacji jest obecnie jedną z teorii współczesnej ekonomii dość często stosowaną w praktyce. Giełdy i rynki, na których spekulacja odbywa się najczęściej, są nazywane rynkami spekulacyjnymi. Pojęcie rynku spekulacyjnego jest nie tylko związane ze spekulacją, ale także określa wysoko zorganizowany rynek, na którym ceny kształtują się swobodnie pod wpływem zmian w popycie i podaży, a dostęp na ten rynek jest niczym nie ograniczony, zaś cena podawana jest do publicznej wiadomości. Rynek spekulacyjny jest więc rynkiem, na którym zawsze można kupić i sprzedać dany towar, a jedyną niesprzyjającą dla kupującego (lub sprzedającego) okolicznością może być tylko wysokość ceny. Cechą rynku spekulacyjnego jest także ciągłość działania. Wyłączając wyjątkowe sytuacje, określane mianem kryzysów giełdowych, handel na giełdach czy rynkach spekulacyjnych odbywa się nieprzerwanie. Ograniczają go tylko godziny otwarcia i zamknięcia giełdy oraz dni świąteczne

i wolne od pracy. Utożsamianie giełd z rynkiem spekulacyjnym nie jest błędne, ale też nie jest zbyt ściśle. O ile każda giełda (chodzi o giełdy prawdziwe) jest rynkiem spekulacyjnym, to nie każdy rynek spekulacyjny jest giełdą.

Historycy uważają, że pierwszą giełdą pieniężną była giełda wekslowa. Następnymi były giełda papierów wartościowych i giełda towarowa. Największe jednak znaczenie dla gospodarki i obiegu pieniężnego miała i ma nadal giełda papierów wartościowych. Chociaż giełdy papierów wartościowych istnieją nadal jako niezwykle ważne instytucje, to ostatnie lata charakteryzują się włączeniem ich do rynku finansowego. Dawniej, jeśli mówiono o giełdzie londyńskiej czy nowojorskiej, chodziło bezsprzecznie o giełdy papierów wartościowych w Londynie i Nowym Jorku. Obecnie mówi się o londyńskim lub nowojorskim rynku finansowym i wiadomo, że najważniejszymi ich instytucjami są wyżej wspomniane giełdy.

2.10.1.2. Spekulacja i *hedging*

Spekulacja i *hedging* to pojęcia, które charakteryzują w dużym stopniu działalność giełd i innych rynków spekulacyjnych. Były one i są nadal tematem licznych rozpraw naukowych z dziedziny finansów (nawet w Polsce). Spekulacja to działalność w stosunku do określonej przyszłości, podjęta na podstawie mającej nastąpić zmiany cen określonych towarów lub wartości. Ponieważ nie tylko wielkość, ale i kierunek zmiany ceny może być nieznanym, można ich oczekiwać z określonym prawdopodobieństwem. Łączy się to z ryzykiem wynikającym z nieprzewidzianej zmiany cen. Spekulantem jest zatem ten, kto podejmuje ryzyko, a spekulacja jest działalnością, której nieodłącznym towarzyszy ryzyko zmiany cen.

Działalność spekulacyjną można klasyfikować różnie. Jeżeli za podstawę klasyfikacji weźmiemy przedmiot spekulacji, możemy wyróżnić spekulację towarową, papierami wartościowymi lub dewizową. Następnie można wyodrębnić spekulację: miedzią, bawełną, akcjami, obligacjami, dolarem, funtem itp. Rodzaj rynku, na jakim się spekuluje, może podzielić spekulację na bieżącą i terminową. Bardzo popularny jest podział spekulacji ze względu na rodzaje oczekiwań zmian cen. Jeżeli mamy do czynienia z oczekiwaniem wzrostu cen, mówimy o spekulacji „na hossę”. Jeżeli oczekujemy spadku ceny, występuje spekulacja „na bessę”. W języku angielskim spekulanta na hossę określa się jako *bull* (byk), a spekulanta na bessę jako *bear* (niedźwiedź).

Spekulacja może być uprawiana tylko wtedy, gdy ceny określonych towarów lub wartości podlegają ciągłym zmianom, gdyż polega ona na antycypowaniu zmian cen. Drugim warunkiem będzie istnienie rozległego i zbliżonego do doskonałego rynku. Trzecim atrakcyjny koszt składowania nieprzekraczający oczekiwanej zmiany cen.

Nie wszystkie przedmioty transakcji kupna i sprzedaży mogą podlegać spekulacji. Aby spełniać powyższe warunki muszą zaistnieć następujące właściwości: po pierwsze, muszą być w pełni wystandaryzowane lub możliwe do pełnego wystandaryzowania, aby różnica w ich jakości nie powodowała różnicy cen. Po drugie, musi istnieć ciągły popyt i podaż na nie, aby mogły być przedmiotem ciągłego handlu. Po trzecie, muszą być trwałe, nie mogą się psuć ani dezaktualizować się. Po czwarte, muszą w stosunku do swojej masy mieć względnie wysoką wartość. Te wszystkie właściwości sprzyja-

ją istnieniu doskonałego rynku i decydują o względnie niskim koszcie składowania. Najlepszymi przedmiotami spekulacji na dużą skalę mogą być więc niektóre surowce, papiery wartościowe i dewizy przy kursach płynnych. Te dwa ostatnie spełniają wszystkie powyższe warunki w największym stopniu, a ich przechowywanie często nie tylko nic nie kosztuje, ale przynosi nawet dochód. Natomiast nigdy nie były i prawdopodobnie nie będą przedmiotem tak rozumianej spekulacji: maszyny i urządzenia, budynki, owoce i warzywa oraz towary reglamentowane.

Jeżeli chodzi o wpływ spekulacji na życie gospodarcze, to istnieją na ten temat rozmaite poglądy. Od zdecydowanej jej krytyki, potępiającej ją jako zjawisko demoralizujące stawiane na równi z hazardem, do dość wyszukanych teorii o stabilizacyjnym wpływie spekulacji na ceny lub na sytuację koniunkturalną. Zwolennicy giełd i spekulacji dowodzili zawsze, że to nie one przyczyniały się do demoralizacji i hazardu. Te dwa niekorzystne zjawiska występowały z nie mniejszym nasileniem bez giełd i spekulacji. Jedną z bardziej ciekawych prób wyjaśnienia wpływu spekulacji na gospodarkę jest badanie jej wpływu na ceny. Podejmowali je zarówno klasycy ekonomii, jak i współcześni laureaci nagrody Nobla w tej dziedzinie.

Jako przykład można tu przytoczyć dwie wypowiedzi, jedna klasyka Johna Stuarta Milla: „Operacje spekulantów są wtedy korzystne dla społeczeństwa, kiedy przynoszą im zysk, chociaż są nieraz szkodliwe społecznie poprzez zwiększanie wahań cen, które z racji swojej powinności powinny się zmniejszać. Kiedykolwiek jednak to się zdarzy, są tymi, co najwięcej tracą. Krótko mówiąc, interes spekulantów jako grupy współistnieje z interesem społecznym i mogą oni na tyle nie służyć interesowi społecznemu, na ile mogą stracić. Najlepszym więc sposobem promocji interesu społecznego jest pozwolić postępować im zgodnie ze swoim interesem w warunkach doskonałej swobody” (Mill, 1865, s. 297).

I drugą wypowiedź współczesnego laureata nagrody Nobla Milтона Friedmana: „Ludzie, którzy argumentują, że spekulacja jest generalnie destabilizująca rzadko zdają sobie sprawę z tego, że jest to równoznaczne ze stwierdzeniem, że spekulanci tracą pieniądze. Spekulacja może być destabilizująca tylko wtedy, gdy przeciętni spekulanci sprzedają, kiedy waluta ma niską cenę, a kupują, kiedy ta cena jest wysoka [...] Nie znaczy to oczywiście, że spekulacja nie może być destabilizująca. Spekulanci profesjonaliści mogą w ostatecznym rozrachunku zarabiać pieniądze, podczas gdy przygodna rzesza amatorów traci wielkie sumy” (Friedman, 1953, s. 175).

Te dwie wypowiedzi, choć przekazane w blisko stuletnim odstępnie czasu, są bardzo do siebie podobne i dość dobrze charakteryzują istotę zjawiska spekulacji. Są zarówno i związane, jak i zrozumiałe dla osób nie zajmujących się tym zagadnieniem.

Dopatrywanie się w działalności spekulacyjnej elementów korzystnych nie może jednak oznaczać, że jej obrońcy nie widzą w spekulacji pewnych zagrożeń, a zwłaszcza niebezpieczeństw związanych z jej nadmiernym natężeniem.

Niech cytat pochodzący od Johna Maynarda Keynesa będzie dla apologetów działalności spekulacyjnej pewnym ostrzeżeniem: „W miarę ulepszania organizacji rynków występuje istotne niebezpieczeństwo, że spekulacja jednak weźmie górę nad przedsiębiorczością [...] Spekulanci mogą być nieszkodliwi, gdy są niczym piana na spokojnych wodach przedsiębiorczości. Ale sytuacja staje się poważna, gdy przedsię-

biorczość zaczyna być pianą na wirze spekulacji. Gdy akumulacja kapitału w jakimś kraju staje się ubocznym produktem gry hazardowej, wyniki zawsze będą opłakane” (Keynes, 1985, s. 181).

Drugie pojęcie, *hedging*, pochodzi z języka angielskiego, a argumentem przemawiającym za jego używaniem w oryginalnym brzmieniu jest brak odpowiednika w każdym innym języku. Pochodzi ono od słowa *hedge*, które dosłownie oznacza żywopłot. *Hedging* można krótko zdefiniować jako przedsięwzięcie, mające na celu ochronę przed trudnym do określenia ryzykiem, związanym z nieprzewidzianą zmianą określonej bieżącej ceny. Podmioty prowadzące działalność gospodarczą posiadają aktywa, których cena nawet w krótkich okresach może podlegać wahaniom. Pojawia się więc ryzyko straty związane z ewentualnością niekorzystnej zmiany ceny. Podmiot, który nie ma rozeznania co do wielkości takiego ryzyka, powinien ochronić się przed jego wpływem poprzez zawarcie odpowiedniej umowy. Natychmiastowe zawarcie takiej umowy, której przedmiotem jest całość posiadanych aktywów, całkowicie eliminuje ryzyko. Opóźnienie w czasie lub przeznaczenie części aktywów będzie częściową redukcją ryzyka. Takie umowy są przykładem stosowania *hedgingu*, czyli ochrony przed ryzykiem, w pierwszym wypadku – całkowitego, w drugim – częściowego. Motywy, jakimi kierował się opisany wyżej podmiot, są wiadome (ochrona przed ryzykiem), ale nie można jednoznacznie określić motywów postępowania jego kontrahenta. Otóż kontrahent mógł także zawierać umowę ochronną, czyli *hedgingową*, a zetknął ich raczej przypadek. Bardziej prawdopodobny jest jednak motyw przejęcia ryzyka i otrzymania zysku, wynikającego z oczekiwania ceny wyższej od ceny transakcji. W tym drugim wypadku kontrahent jest więc spekulantem. Dzięki temu spekulant jest określany jako swego rodzaju ogniwo w procesie dystrybucji przejmujące ryzyko.

Umowy *hedgingowe* są często umowami terminowymi. Nie można jednak tych dwóch określić ze sobą utożsamiać. Podstawową cechą *hedgingu* jest motyw ochrony przed ryzykiem lub jego częścią. Nie wszystkie więc umowy terminowe muszą być *hedgingiem* i nie każdy *hedging* musi być umową terminową. Na przykład zamiana jednych aktywów na drugie, które według rozeznania rynku danego podmiotu dają pewniejszy dochód, jest *hedgingiem*, chociaż nie ma tu umowy terminowej. Umiejętne stosowanie *hedgingu* jest więc sztuką, która ma duży wpływ na ostateczny wynik działalności gospodarczej. Przy uprawianiu *hedgingu* ryzyko jednostkowe jest mniejsze, co przyczynia się do zwiększenia jednostkowego zysku. Banki, widząc u swoich klientów stosowanie *hedgingu*, skłonne są do udzielania im większych i korzystniejszych kredytów niż tym, którzy go nie stosują.

Spekulacja i *hedging* są więc działaniami bardzo sobie bliskimi, ale nie można ich utożsamiać, ponieważ jedno oznacza podejmowanie ryzyka, a drugie ochronę przed ryzykiem.

2.10.1.3. Umowy bieżące i terminowe

Giędy i rynki spekulacyjne charakteryzują się różnorodnością zawieranych na nich umów. Nikt nie zdoła chyba opisać, jakie rodzaje umów pojawiły się na tych rynkach w ich długiej i burzliwej historii. Tak dużej liczby transakcji nie da się na-

wet sklasyfikować. Giełdy i inne rynki spekulacyjne jednak nie dbają o klasyfikację, wciąż bowiem zaskakują swoich obserwatorów bogactwem form zawieranych kontraktów. Można jednak pokusić się o podział umów na nich zawieranych na umowy bieżące i terminowe. Umowy bieżące to takie, które są stosowane nie tylko na giełdach i rynkach spekulacyjnych. Transakcje bieżące spotykamy często w życiu codziennym, kiedy kupujemy jakieś towary natychmiast za nie płacąc i zabierając ze sobą. Podobnie dzieje się na giełdzie, gdzie transakcje te różnią się zwykle skalą zakupów. Oczywiście, trudno wyobrazić sobie, aby kupujący na przykład 10 ton miedzi na giełdzie w Londynie od razu płacił za swój zakup, a następnie niezwłocznie zabierał towar. W takich sytuacjach niewielka zwłoka jest nawet konieczna, gdyż wymagają tego sprawy związane z organizacją transportu i uregulowaniem płatności. Przy umowach bieżących obowiązuje cena bieżąca, jeśli dana giełda zajmuje się transakcjami bieżącymi. Wówczas wyraźnie w notowaniach i negocjacjach oznacza się taką cenę jako bieżącą.

Drugi rodzaj umów, obecnie dominujący na wielu giełdach, to umowy terminowe. Wykonanie takiej umowy jest odłożone w czasie na określony zwykle przez giełdę termin. Trudno powiedzieć, kiedy zawarto pierwszą terminową umowę. Już biblijny syn Izaaka, Jakub, zawarł z wujem Labanem kontrakt, że po siedmiu przepracowanych u niego latach dostanie za żonę jego córkę Rachelę. Po upływie tych siedmiu lat Jakub jednak Racheli nie dostał. Dostał natomiast drugą córkę Labana, Leę, gdyż zgodnie ze zwyczajem nie można było najpierw wydać za mąż młodszej córki tylko starszą. Musiał więc Jakub zawrzeć z wujem drugi kontrakt terminowy na siedem lat, z tą tylko różnicą, że Rachelę dostał już za tydzień, zobowiązując się do siedmioletniej pracy. Podobne sytuacje występują w giełdowych transakcjach terminowych. Zawierający kontrakt terminowy nie tylko może nie dostać towaru, który kupił, ale często nie musi czekać, aż wyznaczony termin upłynie. Aby lepiej wyjaśnić specyfikę umów terminowych, trzeba posłużyć się trzema najbardziej znanymi ich przykładami.

Najprostszą formą kontraktu terminowego jest umowa na dostawę w późniejszym terminie. Kupujący jest zainteresowany otrzymaniem towaru na przykład za trzy miesiące, ponieważ nie ma pewności, jak będzie za trzy miesiące kształtować się jego cena. Przychodzi mu więc z pomocą giełda, która sprzedaje dane towary z dostawą za trzy miesiące po cenie terminowej podawanej do powszechnej wiadomości. W takim wypadku ma propozycję cenową dla swojej transakcji i jeśli mu ona odpowiada, taką transakcję zawiera. Jeżeli nie, to podejmując ryzyko może czekać tylko trzy miesiące, po upływie których może kupić towar po cenie bieżącej. Powszechność notowań cen terminowych spowodowała, że motywem zawierania umów nie były towary, a oczekiwane różnice cen. Można więc było zawrzeć transakcję terminową nie po to, aby nabyć towar na określonej giełdzie, ale po to, aby wykorzystać różnicę pomiędzy ceną terminową, z dostawą na dzień dzisiejszy – powiedzmy – trzy miesiące wcześniej, a ceną bieżącą dzisiaj. Oczywiście, kupujący formalnie był właścicielem towaru, ale ciągłość handlu giełdowego pozwalała mu natychmiast pozbyć się go po cenie bieżącej i mieć zysk wynikający z różnicy ceny bieżącej i terminowej. Z tego sposobu postępowania korzystali nie tylko spekulanci, ale także sprzedawcy i nabywcy towarów, którzy chcieli

ograniczyć ryzyko nieprzewidzianej zmiany ceny. Tendencja do zawierania transakcji terminowych bez dostawy towaru spowodowała powstanie nowego rodzaju umów terminowych, które nie przewidywały odbierania zakupu, a tylko rozliczenie pomiędzy ceną bieżącą, nazywaną także kasową, a ceną terminową na dany dzień wcześniej. Usprawniło to znacznie pracę giełd, gdyż nowy typ umów terminowych nie wymagał już udawania, że kupuje lub sprzedaje się towar. Kupujący lub sprzedający zawierając taki kontrakt zobowiązuje się tylko do rozliczenia różnicy ze swoim kontrahentem pomiędzy ceną terminową dzisiaj a ceną bieżącą lub kasową po upływie okresu ceny terminowej (na przykład trzech miesięcy). W praktyce ani kupujący, ani sprzedający nie muszą czekać, aż przewidziany termin kontraktu upłynie. Izba rozliczeniowa (*clearing house*), która prowadzi rozliczenia takich transakcji, odkupi od niego kontrakt i sprzeda go następnemu chętnemu. Popularność tego typu umów sprawiła, że znaczna część giełd prowadzi tylko ten drugi rodzaj transakcji terminowych. Dotyczy to zwłaszcza giełd surowców spożywczych. Precyzyjna i powszechnie używana angielska terminologia giełdowa określa umowy terminowe na dostawę jako *forward contracts*, a umowy terminowe rozliczeniowe jako *future contracts*.

Innym popularnym rodzajem umów terminowych są transakcje opcyjne albo premiowe. Opcja jest umową terminową, która daje kupującemu prawo skorzystania z możliwości zakupu lub sprzedaży danego przedmiotu po ściśle określonej cenie na ściśle określony okres. Na przykład na giełdzie papierów wartościowych kupujący może za 5 centów kupić prawo do zakupu jednej akcji, która obecnie kosztuje 100 centów, po cenie 102 centy przez okres trzech miesięcy. Taka transakcja nie nakłada na kupującego żadnego obowiązku. Za wydane 5 centów może on z tego przywileju skorzystać albo nie. Z pewnością skorzysta, jeśli kupił opcję zakupu po cenie 102 centy, a w ciągu trzech miesięcy cena wzrosła powyżej 102 centów. Można nie tylko kupować opcje, które dają prawo do zakupu po określonej cenie, ale i takie, które dają prawo do sprzedaży po określonej cenie.

Wszystkie więc rodzaje transakcji bieżących i terminowych mogą służyć, oprócz rzeczywistego nabycia towaru, zarówno celom spekulacyjnym, jak i ochronie przed ryzykiem, czyli *hedgingowi*. Praktyka doprowadziła nawet do tego, że giełdy stają się już wyłącznie rynkami spekulacyjnymi i rezygnują ze statusu miejsca, gdzie można nabyć rzeczywisty towar. Stają się więc raczej instytucjami finansowymi, które dzięki transakcjom *hedgingowym* i spekulacyjnym zapewniają ciągłość handlu towarami giełdowymi, a więc są zdolne podać zawsze aktualną cenę danego przedmiotu nie tylko dzisiejszą, ale także z pewnym wyprzedzeniem czasowym. Ma to ogromną wartość informacyjną dla producentów i właścicieli przedmiotów handlu giełdowego i spekulacyjnego.

We wrześniu 1982 roku otwarto specjalną giełdę w Londynie *London International Financial Futures Exchange* (LIFFE), której celem jest tylko zawieranie umów terminowych rozliczeniowych (*futures*) dla stóp procentowych i kursów walut. Wprowadzie już wcześniej zawierano tego typu umowy na giełdzie handlowej w Chicago, Sydney i Nowym Jorku. Transakcje te dotyczą zarówno papierów wartościowych, jak i dewiz, co łączy ze sobą rynek kapitałowy, jakim niewątpliwie są giełdy papierów wartościowych, z rynkiem dewizowym.

2.10.2. Kwestia polityki kursowej

W Polsce od kwietnia 2000 roku obowiązuje system kursu płynnego. Istnieją uzasadnione podstawy, aby sądzić, że powodem wprowadzenia tego systemu było powstanie pewnego mitu, że kurs płynny jest najdoskonalszym systemem kursowym i nie wymaga żadnych interwencji na rynku dewizowym. Można przypomnieć, że system kursów płynnych został na szerszą skalę zastosowany po załamaniu się systemu kursów stałych z Bretton Woods.

Wprowadzenie kursu płynnego w 2000 roku poprzedziły ostre kłótnie Narodowego Banku Polskiego z rządem na temat polityki kursowej, którą ówczesne kierownictwo NBP uznało za element polityki pieniężnej. Towarzyszyła temu seria kontrowersyjnych decyzji NBP, zmieniających zasady ustalania kursu złotego do walut obcych, które nie zawsze były zgodne z prawem.

Niewiele można się dowiedzieć na stronach internetowych NBP o zasadach polityki kursowej. Dlatego sięgniemy do odpowiedniej literatury w innych bankach centralnych. Jeden z najstarszych i najwyżej cenionych banków centralnych na świecie Bank Anglii oferuje różne opracowania dotyczące systemów kursowych. Jedno z nich jest przeznaczone dla tych, którzy chcieliby poznać politykę kursową od podstaw, aby móc wybrać taki system kursowy, który najlepiej służyłby gospodarce. To oczekiwanie spełnia oferowane przez Centrum Studiów o Bankowości Centralnej Banku Anglii (*Center of Central Banking Studies Bank of England*) opracowanie zatytułowane *Wybór systemu kursu walutowego*, którego autorem jest Tony Latter (Latter, 1996). Opracowanie wskazuje argumenty przemawiające za wyborem każdego z wymienionych systemów kursowych, jak i przeciw wyborowi każdego wymienionego systemu kursowego. Argumenty przemawiające za wyborem kursu płynnego są następujące⁴²:

1. Kurs walutowy jest głównie określany przez mechanizm rynkowy. Podstawową zasadą charakterystyczną dla gospodarki rynkowej jest właściwa i efektywna alokacja zasobów (w tym zasobów finansowych).
2. Jeżeli rynek dewizowy funkcjonuje efektywnie i kurs walutowy kształtuje się swobodnie, to spekulanci nie są w stanie osiągać zysku na koszt banku centralnego⁴³.
3. Popyt i podaż na walutę krajową w stosunku do walut obcych (i *vice versa*) są równoważone na rynku. Bank centralny nie ma ani obowiązku, ani potrzeby interweniować (jego handel walutami ogranicza się tylko do realizacji zleceń klientów). Krajowe agregaty monetarne nie ulegają zmianie na skutek napływu i odpływu kapitału, a polityka pieniężna jest niezależna i nie musi nawet uwzględniać polityk pieniężnych zagranicznych banków centralnych.

Natomiast argumenty przemawiające przeciwko wyborowi kursu płynnego są następujące:

1. Rynki rzadko funkcjonują z perfekcyjną efektywnością. Powstaje więc ryzyko odchylenia się kursu walutowego od wartości uzasadnionych, tzw. fundamen-

⁴² Argumenty za, jak i przeciw systemowi kursu płynnego zostały przedstawione w tabeli na s. 8 (Latter, 1996).

⁴³ Nie oznacza to jednak, że spekulanci w takich warunkach nie mogą funkcjonować. Wprost przeciwnie można powiedzieć, że kurs płynny szczególnie sprzyja działalności spekulacyjnej, która nie zawsze musi być szkodliwa.

tami gospodarczymi i takie odchylenia mogą utrzymywać się w dość długich okresach.

2. Kształtowanie się kursu walutowego w przyszłości jest bardzo niepewne i to tworzy dla sektora przedsiębiorstw trudności w planowaniu i ocenie projektów inwestycyjnych. W pewnych warunkach możliwa jest ochrona przed taką niepewnością na rynkach instrumentów pochodnych (operacje *forward*, *futures*, opcje itd.), ale one tworzą dodatkowe koszty.
3. W swobodzie prowadzenia polityki pieniężnej może nastąpić nadużycie, na przykład rząd, który nie jest zobowiązany do zapobiegania deprecjacji kursu walutowego, może pokusić się do uprawiania inflacyjnych praktyk budżetowych.

Ponadto, w podsumowaniu opracowania (Latter, 1996, s. 12) autor konkluduje: system kursu płynnego daje pełną swobodę siłom rynkowym, ale jednocześnie zaznacza, że sytuacja sprzyjająca prawidłowemu funkcjonowaniu kursu płynnego może wystąpić tylko w teorii. Natomiast w praktyce takie warunki występują rzadko, a jeśli się pojawią, to utrzymują się niezbyt długo. Stąd też banki centralne krajów, które nie mają wyboru i kurs płynny jest dla nich jedynym wyjściem, interweniują na rynku dewizowym, aby nie dopuścić do nadmiernych wahań ich kursów walutowych, których nie uzasadniają żadne przyczyny ekonomiczne.

Należy zwrócić też uwagę na inną sprawę uregulowaną artykułem 24 ustawy o NBP, który stwierdza w ustępie 2, że zasady ustalania kursu złotego w stosunku do walut obcych ustala Rada Ministrów w porozumieniu z Radą Polityki Pieniężnej. Taki stan rzeczy charakteryzuje bardzo małą skuteczność decyzyjną, a bardzo wysoka zmienność kursu złotego takiej decyzji wymaga. Można zatem zadać pytanie, kto ma tę decyzję podjąć i za tę decyzję odpowiadać? Przepis ten nie określa jednak, jak takie porozumienie powinno wyglądać. A polityka kursowa, bo o niej traktuje ów przepis, jest jednym z najważniejszych elementów polityki gospodarczej. Jeżeli w Polsce pojawi się kryzys finansowy, a niedorozwój polskiego rynku finansowego może do takiego kryzysu doprowadzić, wówczas pilną i konieczną zmianą może okazać się zmiana zasad ustalania kursu złotego. Na podstawie istniejącego zapisu żadne przedsięwzięcie może się nie udać, bo osiągnięcie porozumienia rządu z Radą Polityki Pieniężnej może okazać się niemożliwe.

Nie należy mieć jednak wątpliwości, że tak kontrowersyjny zapis powinien zostać jak najszybciej zmieniony. Można zalecić praktycznie jedyne rozwiązanie stosowane powszechnie niemal na całym świecie, że polityka kursowa jest prowadzona przez rząd, a polityka pieniężna przez bank centralny. Znane są tylko trzy wyjątki od tej reguły: pierwszym jest Eurosystem, gdzie zasady polityki kursowej zostały ustalone przez traktat z Maastricht; drugi zdarzył się w Szwecji, gdzie kurs płynny wprowadził parlament szwedzki; trzecim jest NBP, który w ostatnich kilkunastu latach kilkakrotnie zmieniał zasady ustalania kursu złotego, bez ustawowego uprawnienia. Standarde jest więc w tym przypadku możliwość zmiany zasad ustalania kursu przez polski rząd i taką zasadę wskazanym byłoby wprowadzić na okres wstąpienia złotego do mechanizmu kursowego ERM II, który poprzedzi przyjęcie przez Polskę wspólnej waluty europejskiej.

Literatura

Abildgren, K. (2005). *Sterilised and Non-Sterilised Intervention in the Foreign-Exchange Market*. Danmarks Nationalbank Monetary Review, 1st Quarter.

Bernanke, B., Reinhart, V. i Sack B. (2004). Monetary Policy Alternatives at the Zero Bound: An Empirical Assessment. *Finance and Economics Discussions Series*, (48). Washington D.C.: Federal Reserve Board.

Carpenter, S., Ihrig, J. i Klee, E., Quinn, D., Boote, A. (2012). *The Federal Reserve's Balance Sheet. A Primer and Projections*. Washington D.C.: Federal Reserve Board.

Chandler, L.V. (1948). Monetary policy, Ch. 20. W: *Saving American Capitalism*. New York: A.A. Knopf.

Die Währungsunion mit der Deutschen Demokratischen Republik (1990). *Monatsbericht der Deutschen Bundesbank* z lipca.

Friedman, M. (1953). *Essay on Positive Economics*. Chicago: University of Chicago Press.

http://www.nbp.pl/Home.aspx?f=aktualnosci/Wiadomosci_2006/o280206.html (25.04.2016).

https://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/1_33120111214p100010095.pdf (25.04.2016).

Keynes, J.M. (1985). *Ogólna teoria zatrudnienia, procentu i pieniądza*. Warszawa: PWN.

Klyuev, V., de Imus, P. i Srinivasan, K. (2009). Unconventional Choices for Unconventional Times: Credit and Quantitative Easing in Advanced Economies. *IMF Staff Position Note*, z 4 listopada.

Latter, T. (1996). The Choice of Exchange Rate Regime. *Handbooks in Central Banking Studies*, (2). Bank of England.

Mill, J.S. (1865). *Principles of Political Economy with Some of their Applications to Social Philosophy*, vol. 2. London: Longmans Green.

Ośrodek Informacji i Dokumentacji Europejskiej Sejmu RP. Pozyskano z: http://oide.sejm.gov.pl/oide/images/files/dokumenty/traktaty/Traktat_z_Maastricht_PL_1.pdf (25.04.2016).

Raport o Konwergencji EBC (2004). Pozyskano z: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/conrep/cr2004pl.pdf> (24.04.2016).

Raport o Konwergencji EBC (maj 2006). Pozyskano z: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/conrep/cr2006pl.pdf> (24.04.2016).

Status banku centralnego. Doświadczenia i perspektywy. Materiały z konferencji zorganizowanej w 29 listopada 1994 roku przez Komisję Polityki Gospodarczej Budżetu i Finansów oraz Biuro Studiów i Ekspertyz. Warszawa 1994.

Taylor, J. (1993). Discretion versus Policy Rules in Practice. W: *Carnegie-Rochester Series on Public Policy*, 39 (1).

Wearden, G., Fletcher, N. (2012). ECB Lends Banks €529bn but Markets Fall on US QE Doubts. *The Guardian* z 29 lutego.

Woodford, M. (2012). *Methods of Policy Accommodation at the Interest-Rate Lower Bound*, referat zaprezentowany na Jackson Hole Symposium 31 sierpnia roku.

Wookey, J. (2008). ECB Offers Longer Term Finance via six-month LTRO's. *Euromoney* z maja.

Rozdział 3

EUROPEJSKIE ROZWIĄZANIA MONETARNE

Pierwsza próba integracji monetarnej państw EWG nastąpiła w latach 1971–1978 po załamaniu się systemu kursowego, zapoczątkowanego w Bretton Woods w 1944 roku, kiedy pojawił się zamiar, aby stopniowo, w stosunkowo długim okresie, stworzyć pewien rodzaj unii gospodarczej i monetarnej. Głównym instrumentem tych zamierzeń miało być utworzone w kwietniu 1972 roku europejskie porozumienie kursowe (*European Exchange Rate Arrangement*), znane także jako europejski wąż walutowy. Powodem jego utworzenia (bez udziału Francji) miały być znaczne różnice między EWG a pozostałymi państwami w kształtowaniu się kosztów, cen i popytu, a także między ich trendami. W niedługim czasie przystąpiły do niego Francja i dwa państwa stowarzyszone z EWG: Norwegia i Szwecja. Mechanizm ten polegał na określeniu przedziału wahań kursów rynkowych walut w nim uczestniczących na $\pm 1,125\%$ w stosunku do każdej uczestniczącej w nim waluty. Chodziło o wyeliminowanie dolara amerykańskiego jako waluty odniesienia, co miało uniezależnić waluty europejskie od fluktuacji tego dolara. Niezależnie od zaburzeń w funkcjonowaniu owego węża i wycofania się z niego niektórych państw (Włoch, Wielkiej Brytanii i Irlandii), europejskie porozumienie kursowe dowiodło, że wzajemna stabilizacja kursów walutowych jest możliwa tylko w warunkach stabilnych i wzajemnie zgodnych polityk gospodarczych poszczególnych państw członkowskich i gotowości podporządkowania się wspólnym celom.

3.1. Europejski system monetarny

Następnym krokiem, zmierzającym w kierunku pogłębienia integracji monetarnej, było utworzenie w 1979 roku Europejskiego Systemu Monetarnego (*European Monetary System* – EMS), który można uznać za ważny akt woli poszerzenia zakresu współdziałania w sferze gospodarczej. Z tego powodu współpraca w ramach Europejskiego Systemu Monetarnego została uznana za warunek wstępny do utworzenia unii gospodarczej i monetarnej. Europejski mechanizm kursowy (*Exchange Rate Mechanism* – ERM) określał zasady kształtowania się kursów walut, uczestniczących w Europejskim Systemie Monetarnym. Już w 1978

roku poszerzono dwukrotnie marginesy wahań walut, uczestniczących względem siebie i względem ECU⁴⁴, nowej jednostki walutowej utworzonej cztery lata wcześniej, do +/- 2,25%, przy czym Włochy uzyskały szerszy margines +/- 6%. Europejski System Monetarny postawił sobie dwa główne cele:

- stabilizację kursów walut krajów członkowskich;
- stworzenie funduszu rezerwowego Wspólnoty dla obrony stabilności kursów.

Powinno to doprowadzić do powstania wspólnej europejskiej waluty. Środkiem realizacji pierwszego celu miała być ECU, natomiast realizacja drugiego celu wymagała utworzenia pewnych możliwości interwencji. Miał temu służyć Europejski Fundusz Współpracy Monetarniej (*European Monetary Cooperation Fund – EMCF*), na który złożyły się zdeponowane przez państwa członkowskie sumy, stanowiące 20% ich rezerw złota i dewiz. Fundusz ten stanowił zasoby finansowe mechanizmu interwencyjnego, w którego ramach bank centralny danego kraju, jeżeli kurs jego waluty odczuwał nacisk deprecjacyjny lub aprecjacyjny zagrażający jego stabilności, mógł zaciągnąć pożyczkę od innych banków centralnych na siedemdziesiąt pięć dni, w celu obrony kursu własnej waluty. Termin takiej pożyczki, w szczególnych przypadkach, mógł zostać przedłużony do trzech miesięcy. Ponadto, zostały wypracowane dwa inne mechanizmy interwencyjne o dłuższym horyzoncie czasowym. Pierwszym z nich było Krótkoterminowe Wsparcie Pieniężne (*Short Term Monetary Support – STMS*), które miało zapobiegać napięciom w bilansie płatniczym i dawało możliwości zaciągnięcia pożyczki na okres trzech miesięcy, z ewentualnością przedłużenia. Drugim była Średnioterminowa Pomoc Finansowa (*Medium Term Financial Assistance – MTFA*), która polegała na kredytach udzielanych na okres od dwóch do pięciu lat. Kredyty te mogły być udzielane także w przypadku trudności zrównoważenia bilansu płatniczego, a państwa kredytodawcy mogły nakładać warunki finansowe i ekonomiczne na państwo kredytobiorcę.

3.2. Etapy unii gospodarczej i monetarnej

Kolejnym ważnym wydarzeniem było powołanie przez Radę Europejską na posiedzeniu w Hanowerze w czerwcu 1988 roku specjalnego komitetu pod przewodnictwem ówczesnego przewodniczącego Komisji Europejskiej Jacques'a Delorsa, w skład którego weszli, obok innych osobistości, prezesi banków centralnych krajów EWG. Celem komitetu (zwanego Komitetem Delorsa) było zaproponowanie konkretnych etapów wprowadzenia unii gospodarczej i monetarnej. Wynikiem prac komitetu był raport (Raport Delorsa), na podstawie którego Rada Europejska zdecydowała w czerwcu 1989 roku, że pierwszy etap wdrożenia unii gospodarczej i monetarnej zacznie się 1

⁴⁴ Europejska jednostka walutowa; termin ten zostanie dokładniej wyjaśniony w dalszej części niniejszego rozdziału.

lipca 1990 roku⁴⁵, oraz że zostanie zwołana międzyrządowa konferencja, która określi następne etapy unii gospodarczej i monetarnej, a także zaproponuje niezbędne zmiany obowiązującego wówczas traktatu. 15 grudnia 1990 roku została zorganizowana międzyrządowa konferencja, na której przedstawiono Traktat o Unii Europejskiej, określane także jako traktat z Maastricht.

Traktat z Maastricht, zaakceptowany na szczelnie szefów państw Europejskiej Wspólnoty Gospodarczej 9–10 grudnia 1991 roku, został podpisany 7 lutego 1992 roku, a wszedł w życie 1 listopada 1993 roku⁴⁶. Stworzył on podstawy do rozpoczęcia drugiego etapu europejskiej unii gospodarczej i monetarnej. Artykuł 2 tego traktatu stwierdził, że: „Zadaniem Wspólnoty jest, poprzez utworzenie wspólnego rynku i unii ekonomiczno-monetarnej oraz realizację wspólnej polityki lub działań określonych w artykułach 3 i 3a, wspieranie w całej Wspólnocie harmonijnego, zrównoważonego rozwoju działań gospodarczych, trwałego i nieinflacyjnego wzrostu z poszanowaniem środowiska naturalnego, wysokiego stopnia zbieżności działań gospodarczych, wysokiego poziomu zatrudnienia i opieki społecznej, podnoszenia stopy życiowej i jakości życia, ekonomicznej i społecznej spójności oraz solidarności pomiędzy państwami członkowskimi” (*Prawo Wspólnot Europejskich – Dokumenty*, 1996, s. 12).

Traktat o Unii Europejskiej z jednej strony zmodyfikował funkcjonujące wówczas wspólnoty europejskie, takie jak: Europejska Wspólnota Węgla i Stali (1952), Europejska Wspólnota Gospodarcza (1958) oraz Europejska Wspólnota Energii Atomowej (1958), zreformowane następnie przez Jednolity Akt Europejski (*Single European Act*, 1987). Z drugiej strony TUE szczególny nacisk położył na przedsięwzięcia prowadzące do pełnej integracji gospodarczej i politycznej państw zachodnioeuropejskich, w której szczególne miejsce przypadła unii gospodarczej i monetarnej.

3.2.1. Pierwszy etap unii gospodarczej i monetarnej (1 lipca 1990 – 31 grudnia 1993 roku)

Głównym celem pierwszego etapu unii gospodarczej i monetarnej było ściśle dostosowanie krajowych polityk gospodarczych i pieniężnych do wymogów równowagi pieniężnej i dyscypliny fiskalnej, aby przekształcić Europejską Wspólnotę Gospodarczą we wspólnotę gospodarczej i pieniężnej stabilizacji. Zadanie to uznano za szczególnie ważne ze względu na to, że spójność równowagi pomiędzy niektórymi krajami zaczęła ulegać osłabieniu, co ujawniło się we wzrastających wskaźnikach inflacji i wzrastających deficytach budżetowych. Przekroczenie przez niektóre państwa wskaźnika inflacji o 5% i pojawienie się deficytów budżetowych przekraczających 3% PKB uznano za zagrożenie dla integracji gospodarczej i monetarnej, niezależnie od zrozumiałych i uzasadnionych różnic w poziomie rozwoju gospodarczego państw członkowskich Wspólnoty i w zasadach prowadzenia polityki gospodarczej.

⁴⁵ Raport Delorsa zaproponował m.in. terminy kolejnych etapów: drugiego na 1 stycznia 1994 roku, trzeciego na 1 stycznia 1997 roku.

⁴⁶ Pierwotnie przewidywano wejście w życie traktatu 1 stycznia 1993 roku, jednak długi i uciążliwy proces ratyfikacji spowodował 10-miesięczne opóźnienie.

Jako państwa, które można podać za przykład zdyscyplinowanego współdziałania, uznano te, które przystąpiły do Europejskiego Mechanizmu Kursowego w ramach Europejskiego Systemu Monetarnego i tym samym zdecydowały się spełniać rygorystyczne wymogi narzucone przez ten mechanizm. Założeniem pierwszego etapu miało być przystąpienie wszystkich państw Wspólnoty do EMS, co przede wszystkim wymagało spełnienia warunków, polegających na ograniczeniu inflacji i skali deficytu budżetowego. Założenie to nie zostało jednak spełnione, gdyż po pierwsze, nie wszystkie państwa wstąpiły do EMS, a po drugie, co było widoczne na przykładzie niektórych krajów wchodzących w skład EMS, samo uczestnictwo w Europejskim Mechanizmie Kursowym nie gwarantowało stabilizacji cen, chociaż było okolicznością sprzyjającą do jej osiągnięcia. Zdarzały się też sytuacje nieprzewidziane, kiedy waluty państw o wysokiej inflacji i wysokim deficycie budżetowym zachowywały swoje wysokie notowania kursowe, czyli sprawiały wrażenie walut mocnych, albo kiedy waluty państw o niskich wskaźnikach inflacji i niskich deficytach budżetowych odczuwały presję dewaluacyjną. Tłumaczono to jako efekt wpływu ustabilizowanych gospodarek na waluty słabsze i umacnianiu ich, a odwrotnym działaniem na waluty mocniejsze.

W tej sytuacji, 12 marca 1990 roku, decyzję Rady Ministrów Wspólnoty o konwergencji ekonomicznej z 1974 roku, zastąpiono decyzją o osiągnięciu pogłębionej zbieżności polityk gospodarczych i działań podczas pierwszego etapu unii gospodarczej i monetarnej (*Council Decision on the attainment of progressive convergence of economic policies and performance during stage one of economic and monetary union, 90/141/EEC*). Decyzja ta wprowadzała do Wspólnoty nową jakość, zwiększoną koordynację działań dotyczących nadzorowania państw członkowskich przez różne organy Wspólnoty oraz określiła właściwe ramy takiej koordynacji. Taki nadzór był przeprowadzany co najmniej dwukrotnie w roku i obejmował wszystkie aspekty polityki gospodarczej. Ocenie podlegały wszystkie ważniejsze wskaźniki makroekonomiczne dotyczące: trendów popytu i podaży, zatrudnienia, rozwoju regionalnego, finansów publicznych, podaży pieniądza, stóp procentowych, kursów walutowych i sytuacji w bilansie płatniczym. Szczególny jednak nacisk był położony na rozmiary deficytu budżetowego i zasady jego finansowania. Celem nadrzędnym stała się redukcja deficytów budżetowych i ograniczanie tzw. finansowania monetarnego tych deficytów, czyli bezpośredniego finansowania przez banki centralne krajów członkowskich.

Głównym elementem pierwszego etapu unii gospodarczej i monetarnej były zmiany w zasadach współpracy w zakresie polityki pieniężnej. 12 marca 1990 roku została zmieniona decyzja Rady Ministrów Finansów Wspólnoty dotycząca współpracy banków centralnych Wspólnoty (*Council Decision on co-operation between the Central Banks of the Member States of EEC, 64/300/EEC*). Decyzja ta rozszerzyła rolę i funkcje tzw. Komitetu Gubernatorów Banków Centralnych (*Committee of Central Bank Governors*), jej współautorami byli szefowie banków centralnych. Wcześniej komitet ten starał się wzmocnić orientację skierowaną na stabilność cen i udoskonalić funkcjonowanie Europejskiego Systemu Monetarnego. Decyzja ta określiła jako wyłączny priorytet osiągnięcie stabilności cen oraz rozszerzyła znacznie zakres i zasady dotychczasowej współpracy krajów członkowskich Wspólnoty. W przeszłości kontakty szefów banków centralnych ograniczały się do konsultacji dotyczących ogólnych aspektów

polityki pieniężnej. W pierwszym etapie konsultacje te dotyczyły stabilności rynków finansowych i instytucji finansowych, celów polityki pieniężnej dotyczących wielkości podaży pieniądza i akcji kredytowej. Wprowadzono też zasadę niezależności komitetu od innych organów Wspólnoty oraz możliwość formułowania opinii dotyczących polityki pieniężnej i polityki kursowej dla Rady Ministrów Wspólnoty i rządów krajów członkowskich. Priorytet stabilności cen wymagał więc zdecydowanej polityki antyinflacyjnej w poszczególnych krajach członkowskich.

3.2.2. Drugi etap unii gospodarczej i monetarnej (1 stycznia 1994 – 31 grudnia 1998 roku)

Zasady drugiego etapu europejskiej unii gospodarczej i monetarnej – jak wspomniano wcześniej – zostały określone przez traktat z Maastricht. Podczas konferencji międzyrządowej, zakończonej przyjęciem traktatu uznano, że nastąpił znaczny postęp w wielu istotnych obszarach. Na przykład w dziedzinie transakcji towarowych i usługowych powstał jednolity rynek europejski, a w sferze obrotów kapitałowych praktycznie zniesiono wszelkie ograniczenia. Wystąpiły również pewne zjawiska niekorzystne. Kluczem do rozpoczęcia następnego etapu integracji monetarnej miał być odpowiedni poziom zbieżności rozwoju gospodarczego i polityki gospodarczej poszczególnych państw. Traktat z Maastricht w artykule 109j oraz w załączonym do niego protokole sformułował w tym celu odpowiednie kryteria:

- osiągnięcie wysokiego poziomu stabilności cen mierzonego wskaźnikiem inflacji, który nie może przekroczyć najwyższego przeciętnego wskaźnika dla nie więcej niż trzech państw, powiększonego o 1,5 punktu procentowego;

- deficyt budżetowy nie może być większy niż określony w artykule 104 c ust. 6 oraz w protokole (czyli 3% PKB), zadłużenie sektora publicznego nie może przekroczyć 60% PKB;

- członkostwo w mechanizmie kursowym Europejskiego Systemu Monetarnego przy normalnych marginesach wahań powinno trwać co najmniej dwa lata, bez zbyt dużych napięć i bez dewaluacji w stosunku do walut państw członkowskich;

- długoterminowe stopy procentowe nie powinny przekraczać o więcej niż 2 punkty procentowe przeciętnej stopy procentowej dla nie większej liczby niż trzech najlepszych państw.

Na początku 1994 roku żadne z 12 państw członkowskich nie spełniało wszystkich tych kryteriów. W 1993 roku tylko sześć krajów miało inflację niższą od obliczonej zgodnie z wymogami traktatu, która wyniosła 2,9%. Były to: Belgia (2,8%), Dania (1,2%), Francja (2,1%), Irlandia (1,4%), Holandia (2,1%) i Wielka Brytania (1,5%). Pozostałe sześć krajów nie spełniało tego wymogu. Wymóg deficytu budżetowego nieprzekraczającego 3% PKB spełniał tylko Luksemburg (2,5%). Wymóg zadłużenia sektora publicznego nieprzekraczającego 60% PKB spełniło pięć państw, czyli: Francja (44,9%), Niemcy (48%), Luksemburg (10%), Hiszpania (55,6%) i Wielka Brytania (53,2%). Wymóg długoterminowych stóp procentowych wynoszący maksimum 9,7% spełniło osiem państw: Belgia (7,3%), Dania (7,4%), Francja (7,0%), Niemcy (6,6%), Irlandia (8,0%), Luksemburg (7,0%), Holandia (6,7%) i Wielka Brytania (7,7%). Trze-

ba podkreślić, że zaprezentowane dane miały tylko orientacyjne znaczenie, gdyż zgodnie z literą traktatu pierwszy znaczący przegląd, dotyczący spełnienia powyższych kryteriów, na podstawie ust. 3, artykułu 109j traktatu, miał być dokonany przez Radę Europy w drugiej połowie 1996 roku (nie później niż do 31 grudnia 1996 roku). Wówczas Rada miała ustalić datę rozpoczęcia trzeciego etapu, a gdyby tego nie zrobiła do końca 1997 roku, to zgodnie z ust. 4 tegoż artykułu, trzeci etap powinien rozpocząć się 1 stycznia 1999 roku.

Z początkiem 1994 roku rozpoczął się drugi etap europejskiej unii ekonomicznej i monetarnej, traktowany jako etap przejściowy do ostatniego, trzeciego etapu. Jako wstęp do drugiego etapu potraktowano poszerzenie marginesu wahań w ramach europejskiego mechanizmu kursowego, które było skutkiem zaburzeń w funkcjonowaniu Europejskiego Systemu Monetarne w drugiej połowie 1993 roku. Poszerzono wówczas dopuszczalny margines wahań do 15%, co w niektórych kręgach finansowych przyjęto dość pesymistycznie, nawet jako nieograniczone w czasie odłożenie unii monetarnej. Jednak po kilku miesiącach praktyka dowiodła, że było to dobre posunięcie, ponieważ przyspieszyło integrację monetarną. Okazało się bowiem, że kursy większości walut europejskich utrzymane zostały w dawnych wąskich przedziałach wahań, a korzystne wyniki gospodarcze przywróciły atmosferę spokoju i umiarkowanego optymizmu.

Kolejnym przedsięwzięciem drugiego etapu było utworzenie z dniem 1 stycznia 1994 roku, na podstawie artykułu 109f traktatu, Europejskiego Instytutu Monetarne (EIM) (*European Monetary Institute* – EMI), którego statut został zamieszczony w protokole dołączonym do traktatu. Celem Europejskiego Instytutu Monetarne, zgodnie z artykułami 2–4 jego statutu, było:

- wzmocnienie koordynacji polityki pieniężnej banków centralnych państw członkowskich EWG w celu osiągnięcia stabilności cen;
- promocja w drodze konsultacji harmonizacji nowego prawodawstwa na szczeblu Wspólnoty i indywidualnych państw;
- opracowanie strategii wspólnej polityki pieniężnej w trzecim etapie i przygotowanie podstaw dla Europejskiego Banku Centralnego, który zastąpi Europejski Instytut Monetarne z początkiem etapu trzeciego, co należy uznać za najważniejsze zadanie EIM;
- monitorowanie funkcjonowania europejskiego systemu monetarne i nadzorowanie kształtowania się ECU.

EMI zastąpił dotychczasowy Komitet Gubernatorów Banków Centralnych EWG i przejął zadania Europejskiego Funduszu Współpracy Monetarnej (*European Monetary Cooperation Fund* – EMCF), utworzonego wraz z Europejskim Systemem Monetarne. Przewodniczącym Rady EIM został mianowany na trzy lata baron Alexandre Lamfalussy, wcześniej dyrektor generalny w Banku Rozrachunków Międzynarodowych w Bazylei. W skład Rady EIM weszli szefowie banków centralnych państw członkowskich Unii Europejskiej. Siedzibą EIM ustanowiono Frankfurt nad Menem, który miał być także siedzibą Europejskiego Banku Centralnego.

Oprócz powyższych zadań EIM mógł, ale tylko na zlecenie poszczególnych banków centralnych, zarządzać ich rezerwami dewizowymi. Statut EIM zastrzegwał jednak

wyraźnie, że nie powinno to oznaczać ingerencji ani w politykę pieniężną, ani w politykę kursową poszczególnych krajów.

W drugim etapie europejskiej unii gospodarczej i monetarnej artykuł 109e traktatu wprowadził też wiele innych regulacji. Za jedną z ważniejszych uważano zakaz udzielania kredytów przez banki centralne dla sektora publicznego i zerwanie z zasadą uprzywilejowanego dostępu tego sektora do instytucji finansowych. Dotychczasowe zadłużenie sektora publicznego w banku centralnym powinno być oddzielnie wyodrębnione w bilansie i mieć określony nieprzekraczalny termin spłaty. Celem takiej regulacji było: po pierwsze, zmuszenie sektora publicznego, aby korzystał z rynku finansowego na tych samych zasadach co inne podmioty gospodarcze, a tym samym, aby przestrzegał dyscypliny budżetowej, której brak często powoduje inflację; po drugie, zakaz finansowania sektora publicznego przez bank centralny jest ważnym czynnikiem chroniącym jego niezależność, bez której skuteczność polityki pieniężnej może okazać się bardzo słaba.

Kolejną regulacją drugiego etapu było wykluczenie ewentualnej odpowiedzialności Wspólnoty i innych państw członkowskich za długi poszczególnych państw. Celem tej regulacji było uświadomienie wszystkim rządów państw członkowskich oraz potencjalnych państw członkowskich, że ciężar olbrzymiego zadłużenia krajowego nie da się w żadnym wypadku rozłożyć na innych, a jedyną drogą do rozwiązania trudności finansowych jest dyscyplina budżetowa i unikanie nadmiernych deficytów.

Trzecią istotną regulacją była pełna liberalizacja obrotów kapitałowych zarówno pomiędzy państwami członkowskimi, jak i w stosunku do państw trzecich. Pewne wyjątki były jednak możliwe, gdyby posunięcia liberalizacyjne doprowadziły do zachwiania równowagi w bilansach płatniczych lub z powodu innych zaburzeń finansowych. Z możliwości tych mogły skorzystać Grecja i Portugalia.

3.2.3. Trzeci etap unii gospodarczej i monetarnej (od 1 stycznia 1999 roku)

Artykuł 109j, w ust. 4 ustalił termin wprowadzenia trzeciego etapu na 1 stycznia 1999 roku. Konferencja w Madrycie w grudniu 1995 roku, która ustaliła dalszy harmonogram wprowadzenia unii gospodarczej i monetarnej, zdecydowała, że nie zostanie opóźniona powyższa data wprowadzenia trzeciego etapu. Ustalono również, że do unii monetarnej (czyli do grupy państw, w których wprowadzono nową wspólną walutę europejską), przystąpią tylko te państwa, które spełnią do końca 1997 roku kryteria konwergencji traktatu z Maastricht⁴⁷. Zgodnie z traktatem kursy walut państw, które przystąpiły do unii monetarnej, zostały ostatecznie ustalone w stosunku do nowej jednostki walutowej równej 1 ECU, nazwanej na konferencji w Madrycie jako euro, i która zastąpiła waluty narodowe państw członkowskich. Europejski Instytut Monetarny został przekształcony w Europejski Bank Centralny (EBC), który wraz z bankami centralnymi państw członkowskich tworzy Europejski System Banków Centralnych (ESBC), a prezesi banków centralnych państw członkowskich wraz z Dyrekcją EBC tworzą Radę ESBC.

⁴⁷ Zgodnie z decyzją Komisji Europejskiej z maja 1998 roku do trzeciego etapu przystąpiło jedenaście państw.

Sytuacja ta spowodowała, że na pierwszy plan wysunęła się koordynacja polityk pieniężnych państw członkowskich w ramach prac Rady ESBC, nastawiona na utrzymanie stabilności cen. Najważniejsze było utrzymanie dyscypliny fiskalnej i właściwa polityka strukturalna, która miała decydujące znaczenie dla utrzymania stabilności kursów względem euro. W przeciwnym wypadku, niemożliwe byłoby utrzymanie stabilności kursów, a koordynacja polityk kursowych państw członkowskich mogłaby okazać się niewystarczająca.

W Madrycie ustalono również scenariusz wprowadzenia jednej waluty. Tak więc po likwidacji Europejskiego Instytutu Monetarnego i utworzeniu na jego miejsce Europejskiego Banku Centralnego oraz powstaniu ESBC nastąpiło przejście w obrotach bezgotówkowych państw członkowskich na euro. W obrocie gotówkowym do końca 2001 roku miały pozostać waluty narodowe, a od 1 stycznia 2002 roku do obrotu gotówkowego powinny wejść banknoty i monety euro. Sześć miesięcy miał trwać okres wymiany walut krajowych na euro, a od 1 lipca 2002 roku w obiegu państw członkowskich unii monetarnej miały znaleźć się już tylko euro.

31 grudnia 1998 roku Rady Europy podjęła decyzja dotycząca ostatecznych kursów konwersji poszczególnych walut w stosunku do euro. Od 1 stycznia 1999 roku 1 euro miało wartość:

- 40,3399 franków belgijskich (BEF),
- 1,95583 marki niemieckiej (DEM),
- 166,386 peset hiszpańskich (ESP),
- 6,55957 franków francuskich (FRF),
- 0,787564 funta irlandzkiego (IEP),
- 1936,27 lirów włoskich (ITL),
- 40,3399 franków luksemburskich (LUF),
- 2,20371 guldena holenderskiego (NLG),
- 13,7603 szylingów austriackich (ATS),
- 200,482 eskudo portugalskich (PTE),
- 5,94573 marek fińskich (FIM).

Od 1 stycznia 2001 roku:

- 340,750 drachm greckich (GRD).

Od 1 stycznia 2007 roku:

- 239,640 słoweńskich tolarów (SIT).

Od 1 stycznia 2008 roku:

- 0,585274 funta cypryjskiego (CYP),
- 0,429300 lira maltańskiego (MTL).

Od 1 stycznia 2009 roku:

- 30,126 koron słowackich (SKK).

Od 1 stycznia 2011 roku:
– 15,6466 koron estońskich (EEK).

Od 1 stycznia 2014 roku:
– 0,702804 łotewskiego łata (LVL).

Od 1 stycznia 2015 roku:
– 3,45280 litewskich litów (LTL) (zob. według EBC⁴⁸).

3.3. ECU i jego znaczenie

ECU (*European Currency Unit*)⁴⁹, wprowadzone jako europejska jednostka rozrachunkowa 28 czerwca 1974 roku było wówczas równe wartości 1 SDR. Od tego momentu skład koszyka ECU był zmieniany, zarówno poprzez zmiany ilości, jak i wagi każdej z walut w koszyku oraz rozszerzany o nowe waluty. Początkowo w skład ECU wchodziło dziewięć walut krajów EWG. W 1984 roku do ECU włączono drachmę grecką, a w 1989 roku pesetę hiszpańską i eskudo portugalskie. W składzie koszyka ECU znalazło się wówczas dwanaście walut europejskich. Wraz z wejściem w życie traktatu z Maastricht został ostatecznie ustalony skład koszyka ECU (artykuł 109g). Oznaczało to, że nie mogło być już żadnych korekt zawartości poszczególnych walut oraz zmian składu koszyka. Jednym z ważniejszych wydarzeń w jego historii było wspólne zalecenie Komisji Europejskiej, Parlamentu Europejskiego, Stowarzyszenia na rzecz Unii Monetarnej Europy (*Association for the Monetary Union of Europe – AMUE*) oraz innych organizacji, aby przekształcić ECU w osobną walutę i traktować ją na równi z pozostałymi walutami obcymi oraz chronić ECU przez krajowe prawo dewizowe. Takie zadanie okazało się niemożliwe do zrealizowania, gdyż żadne państwo europejskie nie miało w swoim prawie dewizowym przepisów zapewniających protekcję lub dyskryminację poszczególnych walut obcych, a wprowadzenie takiej konstrukcji prawnej spotkało się z jej odrzuceniem przez większość władz monetarnych poszczególnych państw europejskich.

Promowanie ECU, aby stało się wspólną walutę europejską w większości państw europejskich zostało potraktowane z dużą rezerwą. Jako oczywisty podawano argument, że ówczesny kształt ECU (ten z drugiego etapu) istotnie różni się od ECU przewidzianego na trzeci etap, a główną różnicą było zakładane wyeliminowanie znacznego ryzyka wahań kursów poszczególnych walut europejskich w stosunku do ECU. Taki stan rzeczy nie sprzyjał wzrostowi zaufania do przyszłej europejskiej jednolitej waluty, a raczej osłabiał to zaufanie. Przykładem może być kształtowanie się kursu ECU w stosunku do marki niemieckiej: w 1974 roku kurs ten wynosił 1 ECU = 3,08 DM.

⁴⁸ Według strony internetowej Europejskiego Banku Centralnego. Pozyskano z: <http://www.ecb.europa.eu/euro/changeover/html/index.en.html> (26.04.2016).

⁴⁹ Termin *écu dor* był używany już w XIII-wiecznej Francji dla określenia złotych monet z wizerunkiem króla.

W momencie wprowadzenia europejskiego systemu monetarnego w marcu 1979 roku 1 ECU był wart 2,51 DM, a ostatecznie 1 euro = 1,95583 DM. Należało zatem postawić pytanie: czy wobec tego ECU/euro może okazać się dla Niemców bardziej atrakcyjną walutą niż marka? Tę samą wątpliwość mogło mieć społeczeństwo innych państw europejskich posiadających mocne waluty.

Pomimo tych wątpliwości, traktat z Maastricht w artykule 109 l ust. 4 zdecydował, że ECU stanie się samodzielną walutą. Podjęte zostały kroki do szybkiego wprowadzenia ECU jako jedynej waluty w państwach członkowskich Unii.

Ostateczny kształt koszyka ECU był następujący:

1 ECU = 0,6242 DEM + 1,332 FRF + 0,08784 GBP + 0,2198 NLG + 151,8 ITL + 3,301 BEF + 0,13 LUF + 0,1976 DKK + 0,008552 IEP + 1,44 GRD + 6,885 ESP + 1,393 PTE⁵⁰.

Tak podanym wartościom poszczególnych walut odpowiadały następujące wartości procentowe:

100% ECU = 32,68% DEM + 20,79% FRF + 11,17% GBP + 10,21% NLG + 7,21% ITL + 8,38% BEF + 0,33% LUF + 2,71% DKK + 1,08% IEP + 0,49% GRD + 4,24% ESP + 0,71% PTE.

Wartości procentowe poszczególnych walut były nadal korygowane ze względu na zmiany ich wzajemnych kursów, a więc nie mógł dotyczyć ich artykuł 109g (Podane wartości zostały wprowadzone 6 marca 1995 roku, zob. The European Union Encyclopedia and Directory 1996, s. 434). Do ważenia koszyka używana była tylko średnia arytmetyczna.

Takie ostateczne ustalenie nie oznaczało jednak, że stała będzie wartość ECU w stosunku do walut zawartych w koszyku. Wartość poszczególnych walut wyrażonych w ECU nadal podlegała zmianom, gdy kursy poszczególnych walut zmieniały się w ramach dopuszczalnego pasma wahań.

ECU proponowane na wspólną walutę europejską było podstawowym elementem europejskiego systemu monetarnego. Określony w sposób podany powyżej służył jako jednostka określająca podstawowy centralny kurs każdej z walut wchodzących w skład europejskiego systemu monetarnego. Tak wyznaczone kursy były podstawą określania kursów pomiędzy poszczególnymi walutami europejskimi. W poprzedniej wersji europejskiego systemu monetarnego margines wahań tak ustalonych wzajemnych kursów oraz względem ECU nie powinien przekroczyć 15%⁵¹.

ECU jako jednostkę rozliczeniową uzupełniało ECU funkcjonujące jako odrębna waluta (podobnie jak SDR). Do końca 1993 roku emitował ją Europejski Fundusz Współpracy Monetarniej (EFWM) w wysokości nieprzekraczającej 20% oficjalnych rezerw złota i dolarów amerykańskich banków centralnych wchodzących w skład EFWM. Zakup ECU przez te banki centralne odbywał się poprzez zawieranie trzymiesięcznych odnawialnych transakcji *swap*⁵², a więc aktywa, za które banki centralne

⁵⁰ Poszczególne skróty: BEF – frank belgijski, GRD – drachma grecka, DEM – marka niemiecka, IEP – funt irlandzki, DKK – korona duńska, ITL – lir włoski, ESP – peseta hiszpańska, LUF – frank luksemburski, FRF – frank francuski, NLG – gulden holenderski, GBP – funt brytyjski, PTE – eskudo portugalskie.

⁵¹ Margines wahań +/- 15% został wprowadzony w połowie 1993 roku.

⁵² *Swap* oznacza jednoczesne zawarcie transakcji wymiany walut na rynku bieżącym i terminowym.

kupowały ECU pozostawały w ich dyspozycji. Waluta ta, zwana także ECU oficjalnym, cyrkulowała tylko pomiędzy tymi bankami centralnymi oraz wskazanymi przez EFWM bankami centralnymi spoza europejskiego systemu monetarnego lub międzynarodowymi instytucjami finansowymi. Od 1 stycznia 1994 roku Europejski Fundusz Współpracy Monetarniej przestał istnieć, a jego zadania i finanse przejął Europejski Instytut Monetarny.

Obok ECU oficjalnego istniało także tzw. ECU prywatne, którym operowały banki komercyjne. Podstawą tego rodzaju ECU były depozyty oficjalnych instytucji wcześniej EWG, później Unii Europejskiej, opierając się na nich banki komercyjne mogły udzielać kredytów w ECU i w ten sposób kreować ECU jako pieniądź obiegowy. Istniał więc rynek ECU jako odrębnej waluty, a banki mogły wymieniać inne pieniądze na ECU bądź denominować w ECU emitowane instrumenty finansowe.

Od 1987 roku funkcjonował system wielostronnych rozliczeń clearingowych w ECU. Instytucją powołaną do jego obsługi była *ECU Banking Association* (EBA). Jako agent rozliczeń i clearing w ECU występował Bank Rozrachunków Międzynarodowych (*Bank for International Settlements* – BIS).

3.4. Nowy europejski mechanizm kursowy

Powyższy scenariusz dotyczył tylko tych państw, które w 1997 roku spełniły wymagane kryteria konwergencji. Na podstawie decyzji przywódców państw członkowskich Unii Europejskiej, 1 stycznia 1999 roku jedenaście państw utworzyło unię monetarną, czyli trzeci etap EMU. Poza unię monetarną pozostały te państwa, które nie były w stanie w wymaganym terminie spełnić kryteriów konwergencji, a tym samym wejść do strefy euro (Szwecja i Grecja) oraz te, które do tej strefy wejść nie chciały (Wielka Brytania i Dania). Poza unię monetarną miały pozostać zapewne dość długo potencjalnie nowe państwa członkowskie Unii Europejskiej (w tym Polska). Powstanie euro i zniknięcie kilku walut mocnych, takich jak marka niemiecka, gulden holenderski czy frank francuski, nie tylko stworzyło nowe problemy, lecz także wywołało potrzebę nowego mechanizmu kursowego.

Sprawa ta była po raz pierwszy przedmiotem nieformalnego spotkania ministrów finansów i szefów banków centralnych Unii Europejskiej w Dublinie we wrześniu 1996 roku. W czasie tego spotkania swoje stanowisko w sprawie nowego europejskiego mechanizmu kursowego przedstawił Europejski Instytut Monetarny. Mechanizm ten dotyczy relacji kursowych pomiędzy walutami państw strefy euro a pozostałymi walutami państw Unii Europejskiej. Nowe zasady zostały określone jako mechanizm kursowy II (*Exchange Rate Mechanism II* – ERM II) a w jego skład weszły elementy niektórych dotychczasowych zasad europejskiego systemu monetarnego oraz nowe jakościowo, wynikające z zaistniałej sytuacji.

Do elementów kontynuacji należała podobna konstrukcja prawna systemu. Zachowana została dwustopniowa struktura nowego mechanizmu kursowego, polegająca na dwóch równoległych porozumieniach pomiędzy państwami członkowskimi. Pierwsze porozumienie zawarte być powinno pomiędzy rządami państw członkow-

skich, a drugie pomiędzy bankami centralnymi państw członkowskich. Podstawą prawną takiego rozwiązania była odpowiednia decyzja Rady Europejskiej na temat nowego mechanizmu kursowego (*Resolution of the European Council of 16 June 1997 in Amsterdam*). Natomiast procedury operacyjne były treścią porozumienia pomiędzy Europejskim Bankiem Centralnym a narodowymi bankami centralnymi państw Unii Europejskiej niewchodzącymi do strefy euro. Utrzymany został 15% margines wahań oraz dotychczasowe zasady interwencji dewizowych.

Nową jakością w europejskim mechanizmie kursowym, wynikającą z zaistniałej sytuacji ekonomicznej i instytucjonalnej trzeciego etapu, był system notowań kursów walutowych państw członkowskich. Waluty państw członkowskich niebiorących jeszcze udziału w trzecim etapie były notowane w stosunku do euro jako waluty centralnej nowego systemu. Wynika to z tego, że wszystkie państwa Unii Europejskiej spoza strefy euro były zobowiązane, w wyniku podpisanych porozumień i traktatu, przystąpić do strefy euro tak szybko, jak tylko zdołają spełnić kryteria konwergencji traktatu z Maastricht. Tak więc podstawą nowego systemu kursowego były tzw. kursy centralne walut państw Unii Europejskiej niewchodzących do strefy euro, określane w stosunku do euro, i wokół tych kursów ustanowione zostały wspomniane wcześniej dopuszczalne marginesy wahań. Nie było natomiast żadnych wzajemnych paritetów pomiędzy tymi walutami, co nie wykluczało możliwości zawierania pomiędzy poszczególnymi krajami porozumień, mających na celu ograniczanie marginesu wahań pomiędzy kursami walut tych państw.

Z początkiem 2002 roku w 12 państwach strefy euro nastąpiła wymiana banknotów i monet walut narodowych na banknoty i monety euro. Wydrukowano 14,89 mld banknotów o wartości 633 mld euro. Wybito 52 mld monet o wadze 250 tys. ton, o wartości 15,75 mld euro. W Holandii zakończono wymianę 28 stycznia, w Irlandii 9 lutego, w Francji 17 lutego, a w pozostałych dziewięciu państwach 28 lutego 2002 roku.

Tak wyglądał zaplanowany i wprowadzony w życie przez przywódców państw zachodnioeuropejskich pożądany kształt unii gospodarczej i monetarnej państw Unii Europejskiej. Scenariusz ten nie jest jednak ani w stu procentach pewny, ani kompletny. Z jednej strony, wątpliwości co do pomyślnej realizacji tego scenariusza wypowiadali i wypowiadają nawet jego autorzy, co nierzadko jest odbierane jako *votum* nieufności wobec zamierzeń Unii. Powyższe rozwiązania krytykowała także prasa. Europejska wersja „Wall Street Journal” porównała ewentualną klęskę euro do biblijnego Har-Magedonu⁵³. 12 grudnia 1998 roku odbył się w Berlinie panel na temat przyszłości EMU, na którym były członek Rady Niemieckiego Banku Centralnego Wilhelm Hankel zaproponował zmianę nazwy euro na ikar, gdyż czeka go prawdopodobnie podobny los, jak bohatera znanego greckiego mitu o Dedalu i Ikarze. Jeżeli kurs euro pomimo ostrzeżeń zacznie wzrastać czeka go zapewne los Ikarza,

⁵³ Thinking the Unthinkable: Could EMU Fail?, *Wall Street Journal* z 10 grudnia 1998 roku. *Collapse Might Seem Like Armagedon* (klęska może wyglądać jak Har-Magedon) – stwierdzał jeden z podtytułów artykułu; według *Apokalipsy Św. Jana* (16:16) będzie to symboliczne miejsce światowej klęski wrogów Boga.

który nie usłuchał przestróg ojca i wznosił się tak wysoko, że promienie słońca roztopiły wosk, którym miał sklezione skrzydła i spadł do morza⁵⁴. Hankel, jako jedna z czterech osób, które zaskarżyły euro do niemieckiego trybunału konstytucyjnego w styczniu 1998 roku, stwierdził, że to rozwiązanie jest niezgodne z niemiecką konstytucją. Z drugiej strony, chociaż założenia i kryteria konwergencji dotyczyły 15 państw Unii, to od 1 maja 2004 roku Unia Europejska rozszerzyła się o dziesięć państw, a od 1 stycznia 2007 roku o następne dwa państwa i obecnie liczy 27 państw.

Istnieje ścisły związek pomiędzy przytoczonymi wyżej okolicznościami. Trzeba pamiętać, że proces osiągnięcia zawartych porozumień i traktatów nie był łatwy. Wyśrubowane i sięgające granic możliwości kryteria konwergencji spełnić było bardzo trudno nawet wysoko rozwiniętym gospodarczo krajom zachodnioeuropejskim. Jednocześnie bez ich spełnienia wszystkie porozumienia i traktaty stawałyby się martwą literą, a zachodnia Europa wróciłaby do sytuacji sprzed drugiego etapu EMU.

Wprowadzenie euro od 1 stycznia 1999 roku w jedenastu państwach Unii Europejskiej było doniosłym wydarzeniem gospodarczym na skalę światową. Zwolennicy euro wierzą, że ta nowa wspólna europejska waluta przyczyni się do przywrócenia dynamizmu gospodarce europejskiej, opartej na stabilności cen i dyscyplinie fiskalnej. To właśnie w euro dostrzega się obecnie szansę na nową walutę o zasięgu światowym, która może stać się ważną walutą rezerwową, i która w przyszłości może zastąpić amerykański dolar.

W skali międzynarodowej euro ma wielką szansę na to, aby stać się międzynarodową jednostką rozrachunkową, co oznacza, że międzynarodowe transakcje handlowe będą zawierane coraz częściej w tej właśnie walucie nawet w przypadku, kiedy strony transakcji będą spoza Unii Europejskiej. Będzie także zapewne walutą odniesienia przy ustalaniu zasad kursów poszczególnych państw. Kolejna rola euro będzie polegała na spełnianiu przez tę walutę roli międzynarodowego środka płatniczego, co oznacza, że coraz więcej rozliczeń międzynarodowych będzie dokonywane w euro. Dotyczyć to będzie także transakcji interwencyjnych na międzynarodowych rynkach dewizowych.

Wreszcie euro, jako waluta powszechnie używana zarówno w Europie, jak i poza jej granicami, stanie się powszechną walutą rezerwową, w której inne kraje będą lokować swoje rezerwy dewizowe.

Amerykański ekonomista Robert Mundell, laureat nagrody Nobla w dziedzinie ekonomii w 1999 roku, jest uważany za prekursora nowej europejskiej waluty. W grudniu 1998 roku na konferencji organizowanej przez Luksemburski Instytut Studiów Europejskich i Międzynarodowych Mundell przedstawił referat na temat "The Euro and the Stability of the International Monetary System" (Euro a stabilność międzynarodowego systemu pieniężnego)⁵⁵, w którym określił wprowadzenie euro jako epokowe wydarzenie dla świata. Aby jednak waluta ta spełniła pokładane w niej nadzieje za warunek tego uznał dalsze rozszerzenie strefy euro o nowe państwa europejskie.

⁵⁴ 1 stycznia 1999 roku 1 euro było równe 1,13 dolara amerykańskiego, w styczniu 2000 roku kurs euro spadł poniżej 1 dolara, a więc w pierwszym roku jego funkcjonowania kurs euro odnotował tendencję spadkową; w lutym 2008 roku kurs euro przekroczył wartość 1,5 dolara.

⁵⁵ W podobnym tonie Mundell wypowiadał się podczas pobytu w Polsce, gdzie 7 marca 2000 roku wygłosił wykład na temat rozszerzenia strefy euro w Wyższej Szkole Przedsiębiorczości i Zarządzania im. Leona Koźmińskiego w Warszawie.

Licząca piętnaście państw strefa euro miała według Mundella wkrótce osiągnąć liczbę osiemnastu (poprzez dołączenie Danii, Szwecji i Wielkiej Brytanii). W dalszej perspektywie planowane było poszerzenie strefy euro o następne dwanaście państw europejskich⁵⁶. Wówczas strefa euro miała liczyć dwadzieścia siedem państw. Strefa franka CFA liczy czternaście państw afrykańskich i była powiązana z francuskim frankiem w relacji 1FF = 100 franków CFA. Do tych czternastu państw dodać trzeba jeszcze Komory z frankiem komorskim, równym frankowi CFA, i Wyspy Zielonego Przylądka z escudo, powiązany z portugalskim escudo. Od 1 stycznia 1999 roku te szesnaście państw afrykańskich ma swoją walutę ściśle powiązaną z euro, a więc powiększa to docelową wielkość strefy euro do czterdzieści trzech państw.

Wiele osób jednak sądzi, że znaczna liczba wyżej wymienionych państw zwiąże swoje waluty z euro. Dało to Mundellowi i innym ekonomistom podstawy do przewidywania, że przyszły kształt międzynarodowego systemu pieniężnego będzie opierał się na tzw. wielkiej trójce trzech walut (*Great Three*, czyli G-3): dolarze amerykańskim, euro i jenie japońskim. Te trzy waluty staną się podstawą do stworzenia trzech wielkich stref walutowych na świecie i wówczas problem stabilizacji na światowym rynku dewizowym sprowadzi się do zapewnienia stabilizacji pomiędzy dolarem amerykańskim, euro i jenem.

Trzeba jednak pamiętać, że powyższe rozwiązanie, wobec coraz bardziej piętrzących się trudności w międzynarodowym systemie pieniężnym, jest kształtem docelowym i wymagającym wiele wysiłków.

Literatura

Council Decision on co-operation between the Central Banks of the Member States of EEC, 64/300/EEC. Pozyskano z: <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A31964D0300> (26.04.2016).

Council Decision on the attainment of progressive convergence of economic policies and performance during stage one of economic and monetary union, 90/141/EEC. Pozyskano z: <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A31990D0141> (26.04.2016).

Prawo Wspólnot Europejskich – Dokumenty (1996). Warszawa: Wydawnictwo Naukowe „Scholar”.

Resolution of the European Council of 16 June 1997 in Amsterdam, Annex II. Pozyskano z: http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/publication6325_en.pdf (26.04. 2016).

The European Union Encyclopedia and Directory (1996). London: Europa Publications.
Thinking the Unthinkable: Could EMU Fail? (1998). *Wall Street Journal* z 10 grudnia.

⁵⁶ Wówczas Mundell przewidywał, że pierwsza szóstka może dołączyć do strefy euro już w 2005 roku jednak dzisiaj już wiadomo, że mogło to nastąpić znacznie później.

Część 2

TEORETYCZNE I PRAKTYCZNE ASPEKTY POLITYKI PIENIĘŻNEJ

Rozdział 4

INFLACJA⁵⁷

Charakterystyczną cechą gospodarki rynkowej jest ruch cen. Wywołują go zmiany popytu i podaży, które powoduje szereg innych czynników właściwych procesowi produkcji oraz sprzedaży dóbr i usług, w celach inwestycyjnych i konsumpcyjnych. Zdarza się też, że ruch cen zaczyna przybierać niepożądany kierunek trwałego wzrostu lub spadku.

Inflacja oznacza spadek a deflacja wzrost siły nabywczej pieniądza, którą powszechnie mierzy się wskaźnikiem cen. Jeżeli wskaźnik cen rośnie, wtedy następuje spadek siły nabywczej pieniądza lub powstają warunki inflacyjne. Natomiast jeśli indeks cen spada, wówczas mówi się o rosnącej sile nabywczej pieniądza lub o warunkach deflacyjnych. Terminy te dotyczą wewnętrznych cen w danym państwie. Odpowiednikami tych terminów w odniesieniu do zewnętrznej siły nabywczej (tzn. siły nabywczej wyrażonej w dewizach) są dewaluacja i rewaloryzacja⁵⁸. Kiedy waluta traci siłę nabywczą w dewizach, w wyniku inflacji wewnątrz państwa lub deflacji za granicą, wtedy ulega ona dewaluacji. I na odwrót, jeżeli siła nabywczą waluty rośnie w wyniku deflacji w państwie lub inflacji za granicą ulega ona rewaloryzacji. Porządek wydarzeń może być inny, kiedy dewaluacja prowadzi do inflacji poprzez wzrost cen importowanych używanych jako komponentów produkcji krajowej, a tym samym przyczynia się do wzrostu cen krajowych. Albo kiedy rewaloryzacja obniża ceny importowanych komponentów produkcji krajowej i przyczynia się do spadku cen krajowych.

Jeśli chodzi o inflację przyjęło się mówić o inflacji pełzającej, kroczącej, galopującej i szalejącej (także zwanej hiperinflacją). Nie ma jednak precyzyjnych definicji tych określeń. Inflacja mniejsza niż 1% kwartalnie (około 4% rocznie) jest określana jako inflacja pełzająca niezależnie od następstw, jakie może wywołać, jeśli jej się nie opanuje. W odniesieniu do dużych wielkości inflacji przyjęło się określanie sytuacji, w której wzrost wskaźnika cen przekracza 50% miesięcznie, jako hiperinflacji (autorem tej propozycji jest Philip Cagan, 1956).

Pomimo dość dużej zgodności ekonomistów co do definicji inflacji i deflacji, nadal pozostają kontrowersyjne zarówno sprawy ogólne, dotyczące ujęć teoretycznych

⁵⁷ Rozdział opracowany na podstawie artykułu: M. Bronfenbrenner, F.D. Holzman (1963, s. 593–661).

⁵⁸ To dawne i rdzennie polskie słowo zastępuje się obecnie coraz częściej neologizmem „rewaluacja”.

inflacji, jak i odnoszące się do szczegółów. Oto kilka najczęściej podnoszonych problemów, których te kontrowersje dotyczą:

1. Który z dość licznej grupy wskaźników cen używanych w praktyce można zastosować do mierzenia siły nabywczej pieniądza? Powojenna literatura ekonomiczna była skłonna przypisywać największe znaczenie tzw. deflatorow⁵⁹ dochodu narodowego lub produktu narodowego brutto (PKB), podczas gdy wcześniejsza literatura podawała wskaźniki cen hurtowych. W różnych okolicznościach wskaźniki cen wskazują różne wielkości inflacji lub deflacji, co nierzadko może tworzyć poważne problemy polityczne. Kiedy na przykład płace rosną szybciej niż ceny hurtowe, deflatory dochodowe i wskaźniki cen konsumpcyjnych także rosną szybciej.
W latach siedemdziesiątych ubiegłego stulecia pojawił się problem wyboru najbardziej reprezentatywnego wskaźnika inflacji podstawowej (*underlying inflation*). Popularność zdobyły dwa typy wskaźników: wskaźniki cen konsumpcyjnych (*consumer price index* – CPI), oparte na teorii kosztów utrzymania, i wskaźniki inflacji pierwotnej (*core inflation*), oparte na zależnościach statystycznych.
2. Jak wskaźniki cen powinny być liczone? A dokładniej, jakie korekty trzeba robić, kiedy kupujący wykazują tendencje do zakupów produktów, które najmniej drożeją lub zdecydowanie tanieją w poszczególnych okresach? Obniża to w sposób nieco sztuczny wskaźniki inflacji. Albo jaką korektę trzeba zastosować w przypadku, kiedy mamy do czynienia ze wzrostem zamożności społeczeństwa i jego rosnącymi standardami konsumpcji? Wprawdzie rozwiązuje się te problemy tzw. wskaźnikami Laspeyresa, w których notowania cen są ważone konsumpcją okresu wyjściowego. Jednak częste zmiany okresów wyjściowych powodują tendencje do obniżania efektu rosnących standardów konsumpcyjnych.
3. Jakie korekty trzeba zrobić dla nowych produktów, w przypadku poprawy ich jakości czy zaburzeń w dostępności poszczególnych produktów itd.? Specjalna grupa badawcza, powołana przez amerykańską centralę związkową AFL-CIO w 1950 roku, stwierdziła, że powojenne wskaźniki inflacji w Stanach Zjednoczonych były zbyt wysokie, co było spowodowane wysoką inflacją z okresu wojny. Z kolei grupa badawcza, powołana przez National Bureau of Economic Research (NBER) w 1961 roku, pod przewodnictwem George'a Stiglera stwierdziła podobne zjawisko wywołane przez wojnę prowadzoną przez USA w Korei, której miał towarzyszyć ożywiony postęp techniczny, prowadzący do znacznego zwiększenia jakości produktów.
4. Co zrobić w sytuacji, kiedy stosowana jest kontrola cen? Przyjmować do wyliczania wskaźników ceny oficjalne czy czarnorynkowe? Wówczas mówi się o inflacji hamowanej lub inflacji tłumionej dla przeciwstawienia tych terminów inflacji otwartej, kiedy nie stosuje się kontroli cen lub do liczenia wskaźników używa się cen czarnorynkowych. Nierozstrzygnięty pozostaje spór czy inflacja hamowana i inflacja tłumiona powinny być traktowane jako warianty inflacji czy jako rozwiązania alternatywne w stosunku do inflacji.

⁵⁹ Termin ten można zdefiniować jako wskaźnik korygujący wartości wyrażane w pieniądzu z powodu wzrostu cen, aby umożliwić ich porównanie w różnych punktach czasu.

5. Jeśli dany kraj stosuje szeroki zakres podatków towarowych, podatków obrotowych oraz subsydiowanie cen, to czy wtedy ceny używane do obliczania wskaźników inflacji powinny być pomniejszone o podatki i subsydia? Jak na przykład potraktować wskaźniki inflacji obliczane we Francji przed rokiem 1959, kiedy w stosunku do towarów, których ceny były używane do obliczania oficjalnych wskaźników cen, stosowano inne podatki i subsydia niż do pozostałych towarów? Jaki był stopień wiarygodności tych wskaźników?
6. Jeśli weźmiemy pod uwagę zniszczenia i zaburzenia powodowane przez klęski żywiołowe, takie jak: wojna, powódź, trzęsienie ziemi lub inne, których następstwem są znaczne zwwyżki cen, to czy wówczas można określić te wydarzenia jako inflacyjogenne, skoro nie towarzyszą im zmiany w zasobach pieniężnych lub polityce fiskalnej. Czy odpowiedź na to pytanie będzie inna, jeżeli skutkiem tych zniszczeń i zaburzeń będzie także bezrobocie?
7. Gdy weźmiemy pod uwagę wiele innych powodów, włącznie z redystrybucją dochodów i przyrostem zasobów pieniężnych, następujący po nich wzrost cen może prowadzić do co najmniej krótkoterminowego przyrostu produktu narodowego, przyrostu zatrudnienia i przyspieszenia wzrostu gospodarczego. Czy wówczas taki wzrost cen jest rzeczywiście inflacyjny, czy terminu tego można używać tylko do przypadków, kiedy wzrostowi cen nie towarzyszą znaczne przyrosty produktu czy zatrudnienia?
8. W latach dwudziestych poprzedniego stulecia w Europie Zachodniej i w Ameryce Północnej nastąpił znaczny postęp techniczny, który spowodował istotne redukcje w kosztach, za którymi nie poszły prawie żadne redukcje w cenach. Wynikające z nich wzrosty płac i zysków zostały później określone przez znanego austriackiego ekonomistę Friedricha von Hayeka (Poglądy Hayeka na temat inflacji przypominał Roger Spencer, zob. Spencer, 1975, s. 6–10) i jego licznych zwolenników (głównie w Austrii) z tzw. szkoły „pieniądza neutralnego” jako inflacyjogenne. Zadaowano więc pytanie: co mogło spowodować ten rodzaj inflacji? Pytanie to do dzisiaj pozostaje bez odpowiedzi.

Odpowiedzi na powyższe i podobne pytania są naznaczone wpływem problemów ubocznych, takich jak to, czy traktować inflację, podatki towarowe, kontrolę cen jako coś dobrego, czy nie. Jeżeli uważa się inflację za zjawisko zdecydowanie złe, wtedy jest trudno dostrzec w określonym procesie gospodarczym pewne elementy korzystne, nawet gdy towarzyszy im wzrost cen.

Jeśli natomiast nie wystarczają dane, których dostarczają wskaźniki cen, wtedy można wskazać kilka alternatywnych definicji inflacji i deflacji. Oto cztery z nich:

1. Inflację można określić jako skutek nadwyżki popytu na zasoby towarów i obroty realnymi dochodami, kiedy „zbyt dużo pieniędzy przeznaczają się na zbyt mały zasób towarów”. Odwrotnie można określić deflację. Jako stan nadwyżki popytu na zasoby i obroty pieniężne, kiedy „zbyt dużemu zasobowi towarów towarzyszy zbyt mało pieniędzy”.
2. Inflacja oznacza wzrost zasobów pieniężnych lub dochodów pieniężnych w społeczeństwie w ujęciu globalnym lub na głowę ludności. Deflacja, przeciwnie, ozna-

cza spadek jednej lub większej liczby poprzednio wymienionych wielkości. Definicje te są popularne wśród zwolenników teorii neutralności pieniądza.

3. Inflacja (deflacja) oznacza wzrost (spadek) cen, ponadto towarzyszy jej kilka cech charakterystycznych, takich jak to, że: nie następuje wzrost realnego produktu globalnego i zatrudnienia; prowadzi ona (poprzez wzrost kosztów) do dalszych wzrostów cen; jest szybsza od tej, którą charakteryzuje tzw. bezpieczny wskaźnik wzrostu cen; jest zjawiskiem pieniężnym; jest mierzona na podstawie cen pomniejszych o podatki towarowe i subsydia; nie jest łatwa do antycypowania.
4. Ralph Turvey (1949, s. 218–227) sformułował dość kompleksową definicję inflacji, która nie ma klarownego odpowiednika dla deflacji. Dla Turvey'a inflacja jest procesem wynikającym z konkurencji, która zmierza do utrzymania realnego dochodu narodowego, realnego produktu globalnego i realnych wydatków globalnych na poziomie, który stał się fizycznie niemożliwy albo chce powiększyć choć jedną z tych wielkości do poziomu fizycznie niemożliwego.

Przykłady historyczne. Okres poprzedzający I wojnę światową charakteryzowało zjawisko przemienności inflacji z deflacją. Po inflacji następowała deflacja i odwrotnie. Ta szczególna równowaga: „to co wzrosło musi spaść”, była oparta na pewnych konwencjach rachunkowości, uznających siłę dolara amerykańskiego. Poglądy te i opracowywane na ich podstawie plany zostały określone jako tzw. iluzja pieniężna (oryg. *money illusion*, termin ten jest używany także w literaturze polskiej, zob. np. A. Kazimierzczak, 2000).

Jednak niezbyt często zdarzały się okresy, kiedy zachodziła tego rodzaju równowaga pomiędzy inflacją a deflacją. Deprecjacje poszczególnych walut, odkrycie nowych zasobów złota i srebra, stosowanie rezerwy obowiązkowej w bankowości i stawianie przez polityków celu pełnego zatrudnienia niezależnie od kosztów zdecydowanie przeważały okresy ścisłego przywiązania do sztywnych standardów kruszcowych. Trwałym i ogólnoświatowym trendem cen okazał się ich ruch w górę. Skłoniło to Murraya Rothbarda do stwierdzenia, że „naturalną tendencją państwa jest inflacja” (*The natural tendency of the state is inflation*, s. 109; w: Rothbard, 1962, s. 94–136). Można to potraktować jako swego rodzaju przesadę, ale należy przypomnieć, że funt szterling był w momencie powstania funtem srebra (16 uncji), które warte było wówczas 90,5 amerykańskich centów za uncję, a dzisiaj funt ten jest wart około 1,6 dolara. Francuski frank (przedtem *livre*, czyli też funt) dzisiaj jest wart mniej niż 20 centów po przesunięciu przecinka o dwa miejsca w lewo, czyli pomnożeniu przez sto. Podobne korzenie ma włoski lir (*lira* znaczy po włosku funt), za dolara trzeba obecnie zapłacić ponad 2000 lirów⁶⁰. Niektóre jednostki pieniężne po prostu znikły, jak na przykład brytyjski *farthing* (1/4 pensa przed 1971 roku), japoński *sen* (1/100 jena) czy włoski *centesimo* (1/100 lira), z powodu utraty jakiegokolwiek wartości.

⁶⁰ Frank, lir oraz inne waluty europejskie z dniem 1 stycznia 1999 roku zostały zastąpione przez euro; nadal jednak istnieje oficjalny przelicznik zarówno franka, jak i lira do euro.

4.1. Ujęcia teoretyczne

Można sklasyfikować ekonomiczne teorie ruchu cen w trzy podstawowe grupy:

1. Teorie popytowe:
 - a) teoria popytu na aktywa niepieniężne, czyli teoria ilościowa pieniądza,
 - b) teoria popytu na dochód realny.
2. Teorie kosztowe:
 - a) teoria spirali płac i cen,
 - b) teoria inflacji administrowanej,
 - c) teoria inflacji sektorowej.
3. Teorie strukturalne:
 - a) teoria nierównomierności zasobów,
 - b) teoria wpływu wzrostu gospodarczego,
 - c) teoria wpływu podziału dochodu.

4.1.1. Teorie popytowe

Teorię ilościową pieniądza można zakwalifikować jako teorię popytową, określającą popyt na aktywa niepieniężne. Do 1929 roku teoria ilościowa była dominującą teorią, która służyła wyjaśnianiu ruchów cen. W tak zwanym równaniu (tożsamości) wymiany zaproponowanym przez Irvinga Fishera oznaczmy przez M ilość pieniądza, włącznie z wkładami bankowymi i (w pewnych warunkach) z wkładami terminowymi; przez V oznaczmy ilość razy, jaką jednostka pieniężna, włączając w to wkłady bankowe, zmienia właściciela; przez P poziom cen; przez Y poziom realnego dochodu narodowego; a przez T ilość realnych transakcji, wtedy otrzymamy:

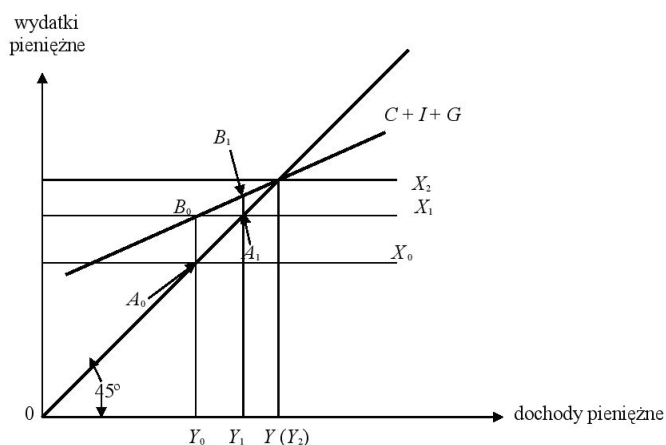
$$MV_y = P_y Y \quad MV_t = P_t T,$$

gdzie subskrypty y i t odnoszą się odpowiednio do dochodu i transakcji. (Na przykład transakcje zawierające zakup, będących w obiegu papierów wartościowych i nieruchomości są zawarte w V_t i P_t a nie w V_y i P_y). Aby powrócić do teorii ilościowej: jeżeli założymy, że V , Y i T są stałe dla jakichkolwiek okresów 1 i 2, otrzymamy $(P_2/P_1) = (M_2/M_1)$. W krótkich okresach pojawiają się pewne komplikacje, ponieważ szybkość obiegu pieniądza rośnie w czasie ożywienia, a maleje podczas kryzysu gospodarczego. W długich okresach też są komplikacje związane z naturalnym wzrostem Y i T , a także z naturalnym spadkiem szybkości obiegu pieniądza. Pomimo tego teoria ilościowa daje poprawne prognozy poziomu cen zarówno w swojej elementarnej formie, jak i w formie rozszerzonej przez Milтона Friedmana (1956), w której pojawiają się w sposób wyraźny inne zmienne, takie jak: majątek, stopy procentowe oraz stosunek majątku ludzkiego do pozaludzkiego. Implikacją teorii ilościowej jest wniosek, że ru-

chy cen można kontrolować zmieniając M . Nie musi to jednak oznaczać, że znane są powody dlaczego M się zmienia. Krytycy zarzucają tej teorii, że poziom cen zmienia się jako czynnik aktywny, natomiast ilość pieniądza zmienia się jako czynnik pasywny dostosowujący się do zmian cen⁶¹.

Teoria ilościowa została zakwalifikowana jako teoria popytu na pieniądź i w jej funkcjonowaniu zawarty jest duży ładunek psychologiczny. Jeżeli nominalna ilość pieniądza wzrasta (jak w przypadku inflacji), wtedy osoby posiadające duże sumy pieniędzy starają się zamieniać ich część na inne aktywa, tzn. dobra konsumpcyjne, dobra inwestycyjne i papiery wartościowe. Ich wysiłki, aby zdywersyfikować swoje portfele zwiększają popyt na takie właśnie dobra alternatywne. W ten sposób rosną ceny dóbr konsumpcyjnych i inwestycyjnych, a stopy procentowe od papierów wartościowych maleją.

Teoria popytu na dochód realny. Teoria ilościowa oparta jest na pracach Irvinga Fishera i Milтона Friedmana, natomiast teoria dochodowa na pracach Johna Maynar-da Keynesa i jego uczniów.



Rysunek 1. Dochód pieniężny

Źródło: Bronfenbrenner, Holzman, 1963.

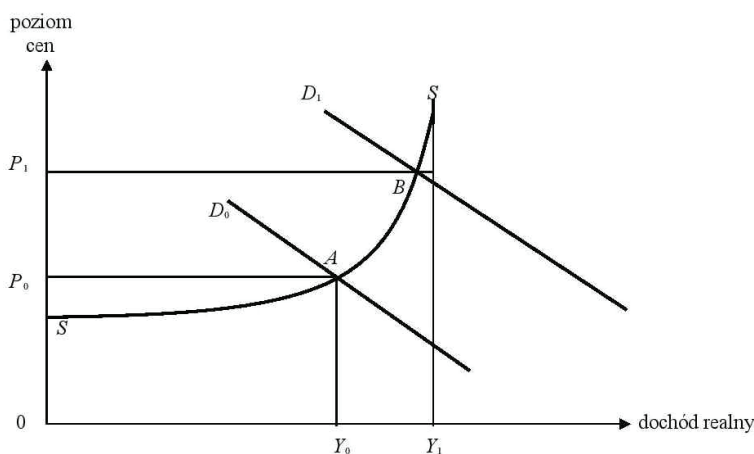
Na rysunku 1 dochód pieniężny jest mierzony na osi rzędnych, a wydatki pieniężne na osi odciętych. Funkcję dochodu oznaczamy jako $Y = C + I + G$. Reprezentuje ona trzy komponenty: indywidualną konsumpcję (C), prywatne inwestycje krajowe (I) i wydatki rządowe (G). Odpowiadające tej wielkości dochody pieniężne są równe Y , ponieważ na poziomie Y zagregowane dochody są równe wydatkom (linia o nachyleniu 45° wychodząca z początku układu współrzędnych ilustruje

⁶¹ Teoria ilościowa pieniądza jest opisana dokładniej w rozdziale 5 niniejszej publikacji.

tę równość). Załóżmy, że zdolności produkcyjne gospodarki przy pełnym zatrudnieniu są mniejsze i odpowiadają wielkości X_0 , jeśli będziemy je mierzyć w cenach okresu poprzedzającego, wówczas poziom wydatków odpowiadający dochodom Y_0 przy pełnym zatrudnieniu przewyższa punkt A_0 i wynosi X_1 (punkt B_0). Mamy więc lukę inflacyjną równą A_0B_0 . Luka ta spowoduje wzrost cen. Te same moce produkcyjne wyrażone w nowych wyższych cenach wyniosą X_1 , a dochody pieniężne przy pełnym zatrudnieniu wzrosną do Y_1 (zakładając równość wydatków z dochodami). Wówczas luka inflacyjna spadnie do wielkości A_1B_1 . Proces wzrostu cen będzie więc kontynuowany aż wartość mocy produkcyjnych w nowych wyższych cenach wyniesie X_2 , dochody pieniężne przy pełnym zatrudnieniu wzrosną do $Y_2 (= Y)$ i luka inflacyjna zniknie.

Jest to jednak dość uproszczona analiza, a największą jej słabością jest założenie, że funkcja wydatków ($C + I + G$) ma stały współczynnik wzrostu, co w bardzo małym stopniu odpowiada rzeczywistości. W większości przypadków współczynnik tempa wzrostu funkcji ma tendencję rosnącą. Weźmy pod uwagę sytuację, w której reprezentacyjny konsument, którego dochody wynoszą 20.000 zł i który wydaje 16.000 zł przy poziomie cen 100. Jeżeli poziom cen wzrośnie do 120 jego wydatki wzrastają do 18.000 zł przy założeniu, że chce on utrzymać swój standard życiowy. Jeżeli poziom cen wzrośnie do 150 wydatki jego wzrastają do 20.000 zł, a do 22.000 zł (w tym przypadku trzeba dołożyć z oszczędności), gdy poziom cen wzrośnie do 200. Nawet jeżeli doda się do tego pewną umowną sumę, aby skorygować tę wartość z uwagi na brak stałości tempa wzrostu funkcji wydatków, luka inflacyjna może nigdy nie zniknąć.

Bardziej skomplikowany wariant teorii dochodowej przedstawia rysunek 2. Dochód realny jest mierzony na osi rzędnych, a poziom cen na osi odciętych. Jeżeli ilość pieniądza jest wielkością stałą, popyt na dochód pieniężny (D_0, D_1) ma charakter malejący. Oznacza to, że popyt na towary (produkt krajowy) jest większy przy niższych cenach niż przy cenach wyższych. Główną cechą tego ujęcia jest zależność pomiędzy zagregowanym popytem a realnym dochodem, który zmienia się wraz z realnymi zasobami kasowymi, tzn. ze stałą nominalną wartością zasobów pieniądza korygowaną o wskaźnik cen. W tym samym czasie przy stałych płacach (wyrażonych w pieniądzu) zagregowana krzywa podaży S ma rosnący współczynnik wzrostu wraz z poziomem cen, aż osiągnie maksymalne zdolności produkcyjne zdolne do wytworzenia dochodu Y_1 (linia pionowa styczna do S na rysunku 2). Rozumowanie jest tu następujące: wzrost cen powoduje wzrost zysków i tym samym wzrost popytu na zasoby produkcyjne, a szczególnie na siłę roboczą. Współczynnik wzrostu krzywej S jest umiarkowany do momentu przecięcia punktu A , który Abba P. Lerner (1951, s. 191–241) określił jako odpowiadający „niskiemu pełnemu zatrudnieniu” (*low full employment*). Dalej krzywa S zaczyna rosnąć znacznie szybciej i w punkcie B (poziom cen P_1) jest już prawie pionowa (po czym staje się styczną do Y_1), co odpowiada „wysokiemu pełnemu zatrudnieniu” Lerner’a (*high full employment*) (Lerner, 1951).



Rysunek 2. Bardziej skomplikowany wariant teorii dochodowej
Źródło: Bronfenbrenner, Holzman, 1963.

Implikacje teorii dochodowej sprowadzają się do położenia nacisku na politykę fiskalną, zwłaszcza na wydatki publiczne i podatki, a także na kontrolę cen, co daje możliwość przesunięcia krzywej popytu D w lewo lub w prawo (głównie poprzez zmiany w dochodach realnych), jak pokazuje rysunek 2.

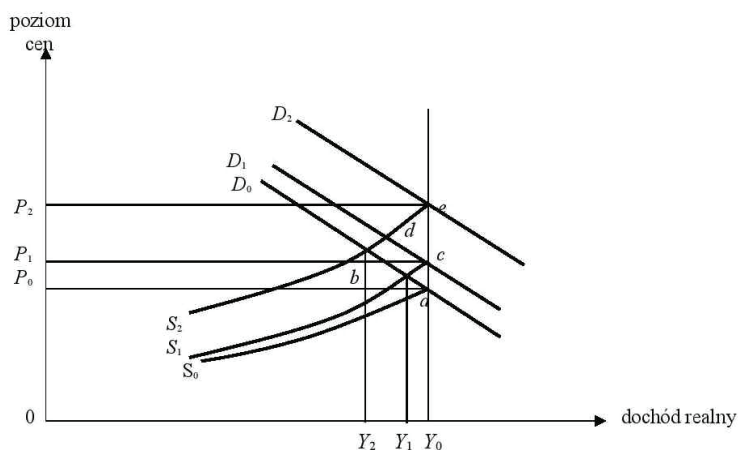
4.1.2. Teorie kosztowe

Powyżej przedstawione przypadki dotyczą zmian poziomu cen w wyniku odpowiednich zmian w popycie na aktywa i dochody, natomiast od czasu zakończenia wojny koreańskiej (zwłaszcza od nasilenia się wzrostów cen w okresach łagodnej recesji) rozpowszechnił się pogląd, że świat zachodni nawiedził nowy rodzaj inflacji, którego przyczyny leżą po stronie kosztowej lub podażowej.

Teoria spirali płac i cen. Najbardziej popularne rodzaje rozważań na temat inflacji kosztowej są znane pod takimi nazwami, jak: presja kosztów (*cost-push*), spirala płac i cen (*wage-price spiral*) itd. Polega to na tym, że zorganizowane ekonomiczne grupy nacisku podnoszą ceny, a w konsekwencji tego rosną płace powyżej uzasadnionego wzrostu wydajności pracy, co spycha na rząd odpowiedzialność za zapobieganie spadkowi produktu realnego i zatrudnienia, które w normalnych warunkach są nie do uniknięcia. W wielu podobnych schematach rozumowania, szczególnie związkom zawodowym przypisuje się odpowiedzialność za inflację, ponieważ głównym ich celem jest jak najwyższe podwyższenie płac bez zwracania uwagi na stan dochodów lub zysków firmy.

Rysunek 3 pokazuje tę zależność graficznie. Jest on podobny do rysunku 2, z wyjątkiem kształtu funkcji podaży, która ma mniejszy współczynnik wzrostu w porównaniu ze współczynnikiem z rysunku 2. Wyjściowy poziom cen wynosi P_0 , a następnie wzra-

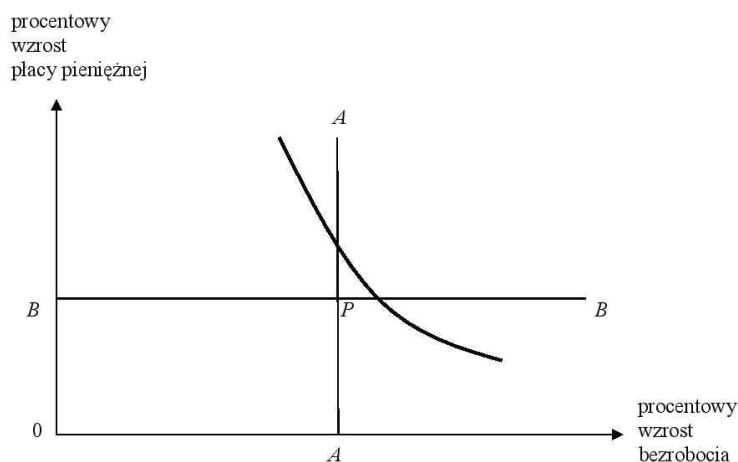
sta do P_1 i P_2 , jeżeli dochód realny jest utrzymywany na poziomie Y_0 poprzez wzrost zagregowanego popytu z D_0 do D_1 i D_2 . Jeżeli zagregowany popyt jest utrzymywany na poziomie D_0 , wtedy dochód realny spada z Y_0 do Y_1 i Y_2 , spada także zatrudnienie, co ogranicza minimalny wzrost cen, ale nie jest już w stanie tego wzrostu wyeliminować. Ścieżka kompromisu oznaczona jako $abcde$ pokazuje alternatywę pomiędzy kryzysem a ożywieniem, jeśli stanowisko władz danego kraju zmienia się pomiędzy tolerowaniem inflacji lub bezrobocia.



Rysunek 3. Alternatywa pomiędzy kryzysem a ożywieniem

Źródło: Bronfenbrenner, Holzman, 1963.

Teorie presji kosztowych sugerują, że inflacja w warunkach presji ekonomicznych grup nacisku przy pełnym zatrudnieniu jest trudna do kontrolowania bez bezpośredniej regulacji cen i/lub płac. Londyński „The Economist” (1952, s. 322, 323, 376–378, 434, 435) nazwał to nawet „niepewnym trójkątem” (*the uneasy triangle*): pełnego zatrudnienia, silnych związków zawodowych i stabilnych cen, z których nie więcej niż dwa można utrzymać jednocześnie. Porównując stopy zmienności płac wyrażonych w pieniądzu ze stopami bezrobocia w roku poprzednim A. William Philips (1958, s. 283–299) skonstruował serię tzw. krzywych Philipsa, czyli zależności pomiędzy zmiennością płac a stopą bezrobocia. Uproszczoną wersję takiej krzywej przedstawia rysunek 4. Jeżeli linia pionowa A jest największą politycznie możliwą do zaakceptowania stopą bezrobocia (powiedzmy 4%), a linia pozioma B jest największą ekonomicznie możliwą do zaakceptowania stopą nieinflacyjnego wzrostu płac (zakładamy, że nie występuje na dużą skalę zjawisko redystrybucji dochodów indywidualnych), to krzywe Philipsa dla większości państw, w tym USA, ale bez Wielkiej Brytanii, przebiegają poza punktem przecięcia tych linii P. To, podobnie jak ów wyżej wymieniony „niepewny trójkąt”, ilustruje dylemat polityka antyinflacyjnego, działającego w warunkach demokracji parlamentarnej i gospodarki wolnorynkowej.



Rysunek 4. Położenie krzywej Philipasa
 Źródło: Bronfenbrenner, Holzman, 1963.

Teorie inflacji administrowanej i sektorowej. Antyzwiązkowe nastawienie większości ekonomistów reprezentujących koncepcję tzw. spirali płac i cen nie mogło pozostać bez odpowiedzi. Udzielił jej Gardiner C. Means, który uważał, że zebrał dowody świadczące o tzw. inflacji administrowanej, wynikającej z tego, że przemysł dąży do maksymalizowania swoich zysków poprzez podwyższanie cen w czasie ożywienia i jak najdłuższe utrzymywanie wysokich cen podczas recesji. Znacznie mniejsze możliwości obrony wysokości swoich wynagrodzeń mają – zdaniem Meansa – w warunkach recesji robotnicy (Means, 1962).

Neutralny wariant, który nie obarczał winą ani pracy, ani kapitału za inflację, przedstawił Charles L. Schulze, określając ją jako inflację sektorową (Schulze, 1959). W prostym przykładzie wyobraźmy sobie gospodarkę, produkującą dwa dobra *a* i *b*, których ceny bardzo trudno obniżyć. Załóżmy, że popyt przesuwa się z sektora *b* na sektor *a*. W odpowiedzi na to cena dobra *a* wzrasta, natomiast cena dobra *b* pozostaje niezmienna. W wyniku tego wskaźnik cen *a* i *b* musi wzrosnąć. Jeżeli wyższe zyski w sektorze *a* spowodują roszczenia płacowe, zostaną one wywalczone na skutek układow zbiorowych. Podobne podwyżki zostaną wywalczone także w sektorze *b*, co przyczyni się do dalszego wzrostu cen.

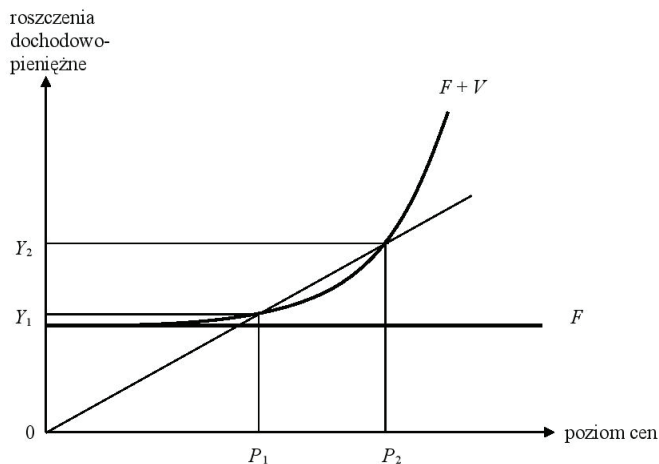
4.1.3. Teorie strukturalne

Strukturalne teorie inflacji pojawiły się na skutek zastrzeżeń co do skuteczności polityki gospodarczej, opartej na teoriach popytowych i kosztowych. W trzech zaprezentowanych poniżej przykładach pierwszy jest oparty na dysproporcjach w wyposażeniu w czynniki produkcji; drugi na stopie wzrostu gospodarczego, a trzeci na

podziale dochodu narodowego. Funkcjonuje wiele innych ujęć, ponieważ rzadko definiuje się tzw. strukturalizm i pojęciem tym określa się dość szeroki zakres przypadków szczególnie występujących w Ameryce Łacińskiej i innych krajach mniej rozwiniętych.

Teoria dysproporcji w zasobach czynników produkcji. W uproszczonym przypadku mamy tylko dwa czynniki produkcji: kapitał i pracę, które posiadają charakter jednorodny. Funkcjonujące gałęzie przemysłu stosują właściwe sobie proporcje kapitału i pracy. Linie proste wychodzące ze środka układu reprezentują poszczególne gałęzie przemysłu. Zasoby pracy wynoszą L pracowników, a zasoby kapitału reprezentuje park maszynowy C . Z liczby pracowników L , co najmniej NL stanowi otwarte lub ukryte bezrobocie, gdyż ich krańcowa wydajność pracy wynosi zero. Aby zatrudnić całą dostępną siłę roboczą potrzebny jest kapitał K . W tej sytuacji inflacja może wymusić na społeczeństwie wstrzemięźliwość w wydatkach poprzez skierowanie kredytu do gałęzi wytwarzających środki produkcji. To podwyższy zasoby kapitałowe z C do K oraz pozwoli zwiększyć zatrudnienie powyżej N i podwyższyć dochód narodowy powyżej Y . Pogrubiona linia łamana Y przedstawia zbiór kombinacji pracy i kapitału poszczególnych gałęzi, które razem składają się na dochód narodowy Y . Tak więc w omawianym przypadku do powstania luki inflacyjnej przyczynił się niedobór czynnika kapitałowego.

Wpływ stopy wzrostu gospodarczego. Podstawowym argumentem strukturalistów jest teza, że kontrola monetarna i fiskalna w krajach rozwijających się powstrzymuje te zmiany strukturalne, które prowadzą do ustabilizowanego wzrostu gospodarczego. Wielu z nich nie uznaje stosowania wykresów i wyrażeń matematycznych odnoszących się do założeń o stałości pewnych zmiennych (zbyt statyczne są to ujęcia) do badania, charakteryzujących się często dużą zmiennością procesów gospodarczych (preferują bardziej dynamiczne ujęcie). Trudno przedstawić ich poglądy w sposób sformalizowany. Strukturaliści wierzą, że zwiększenie zasobów pieniądza w kategoriach nominalnych prowadzi do zwiększenia zagregowanej podaży i zagregowanego popytu jako funkcji krajowego produktu wytwarzanego aktualnie. Wzrost zasobów pieniądza i wzrost cen stają się korzyścią dla rentierów (żyjących z lokat), którzy preferują eksport kapitału i spekulację gruntami w stosunku do produkcji krajowej jako wyniku podjętych inwestycji. Subsydiuje także tych aktywnych uczestników życia gospodarczego, którzy zarówno produkują, jak i kupują bieżącą produkcję krajową, ponieważ to ich udziałem staje się przede wszystkim tani kredyt i pieniądz. W opinii strukturalistów produkt krajowy i zatrudnienie zmieniają się zazwyczaj w tym samym kierunku co poziom cen. Wydaje się, że wcześniejsze zastosowanie pośredniej kontroli (która hamuje wzrost cen) obniża także stopy wzrostu produkcji i zatrudnienia. Nie oznacza to jednak, że każdy przyrost cen jest uzasadniony. Strukturaliści przyznają więc, że istnieje pewien punkt krytyczny, po przekroczeniu którego przyrosty cen mogą okazać się szkodliwe i spowodować trudne do przewyżczenia zjawiska inflacyjne.



Rysunek 5. Roszczenia dochodowo-pieniężne

Źródło: Bronfenbrenner, Holzman, 1963.

Wpływ podziału dochodu narodowego. Inny krąg strukturalistów tzw. szkoły socjologicznej z Francji bierze za podstawę dyskusji o inflacji podział dochodu i majątku narodowego. Rozpatrują oni inflację w kategoriach konfliktowych roszczeń dochodowo-pieniężnych przez rywalizujące ze sobą grupy społeczne. Ci, którzy otrzymują stałe dochody (pracownicy etatowi, rentierzy itd.) reprezentują stałe roszczenia do F jednostek dochodów pieniężnych (rysunek 5). Ci, którzy otrzymują zmienne dochody (robotnicy i przedsiębiorcy) reprezentują zmienne roszczenia do V jednostek, jeżeli ceny rosną. Całkowite roszczenia pieniężne obu grup wynoszą $F + V$. Załóżmy, że całkowity dochód realny jest reprezentowany przez prostą, która wychodzi z początku układu 0.

Im wyższy jest dochód przy stałych cenach, tym bardziej strome jest nachylenie tej prostej (w kierunku osi rzędnych). Jeżeli ceny zaczną rosnąć, to całkowite roszczenia pieniężne rosną wolniej do punktu równowagi (P_1, Y_1), który okazuje się stabilny. Jeżeli jednak ceny dalej rosną, wówczas całkowite roszczenia pieniężne mogą rosnąć szybciej niż ceny z powodu eskalacji roszczeń (mających na celu ochronę przed dalszym wzrostem cen). Funkcja $F + V$ staje się wówczas bardziej wklęsła i zwiększa się jej współczynnik wzrostu. W wyniku tego, drugi punkt równowagi (P_2, Y_2) okazuje się niestabilny i na przykład wzrost cen o 10% powyżej P_2 powoduje wzrost całkowitych roszczeń pieniężnych o 15% powyżej Y_2 i stwarza warunki do dalszych wzrostów cen. Wnioski z tego rozumowania są raczej pesymistyczne. Jeżeli punkt P_1 leży poza obszarem stabilnej równowagi, to nie uda się już powrót do ustabilizowanego poziomu cen, nawet poprzez wzrost realnych dochodów dokonujący się w wyniku spełniania żądań grupy przedsiębiorców i robotników. A to może prowadzić do poważnych napięć społecznych (Reder, 1948, s. 46–61).

4.2. Aspekty empiryczne

Badania statystyczne. Chociaż przedstawione powyżej teorie inflacji nie wykluczają się wzajemnie, to zawierają one dość znaczną ilość punktów spornych dotyczących ich użyteczności i znaczenia. Spory teoretyczne wywołały potrzebę szerszych badań statystycznych, których wyniki nie zostały przyjęte jednoznacznie.

Zdecydowana większość badań statystycznych po II wojnie światowej została przeprowadzona przez zwolenników współczesnej wersji ilościowej teorii pieniądza z zamiarem obalenia tego lub innego, prezentowanego powyżej, ujęcia inflacji. Oto krótkie ich przedstawienie:

1. Studia nad przebiegiem zmian w ilości pieniądza, szybkości jego obiegu, poziomie cen oraz poziomu dochodu realnego wykazywały zawsze, że zmiany pieniężne zachodzą wcześniej, a pozostałe później (opóźnienia te mogą być stosunkowo długie i zmienne) oraz że dochód może być przewidywany zarówno na podstawie zmian w ilości pieniądza, jak i na podstawie zmian zmiennych z teorii dochodowych (inwestycje, wydatki rządowe, konsumpcja). Dowiedli tego m.in. Milton Friedman, David Meiselman (1964, s. 165–268) i Clark Warburton (1951, s. 284–318).
2. Badania nad hiperinflacją wykazały, że znajomość danych dotyczących ilości pieniądza oraz indeksu przyszłych zmian cen (ekstrapolowanego na podstawie danych z najbliższej przeszłości) wystarczy, aby sporządzić prognozę na najbliższą przyszłość. Szczególne osiągnięcia na polu statystycznej strony zjawiska przypisywane są wspomnianemu Philipowi Caganowi.
3. Badania korelacji na poziomie mikroekonomicznym pomiędzy pojedynczą ceną a zmianami ilości pieniądza przyczyniły się do powstania wątpliwości wokół kosztowych teorii inflacji, ponieważ współczynniki korelacji były dość duże i dodatnie, co sugerowało bardziej ścisły związek wzrostów cen ze wzrostem ilości pieniądza. Wynika to z badań Edmunda S. Phelps'a (1961, s. 28–29) i Richarda T. Seldena (1959, s. 1–20).
4. Badania związków pomiędzy inflacją i wzrostem gospodarczym zawierały próby poszukiwania i oszacowania, w pewnym przedziale, optymalnej stopy inflacji (z punktu widzenia wzrostu gospodarczego). Wyniki tych badań budzą jednak wątpliwości, jako że usuwają one na dalszy plan znaczną ilość dodatkowych zmiennych, które mogą mieć istotny wpływ na te związki, albo pomijanie takich zjawisk jak tłumienie inflacji.
5. Liczba i różnorodność badań krzywej Philipsa dotyczących znacznej liczby krajów, okresów oraz dodatkowych zmiennych była wspomniana już wcześniej. Mimo tego pytanie, czy kształt krzywej Philipsa zależy od polityki pieniężnej i fiskalnej, pozostaje nadal nierozstrzygnięte. To wywołuje następne pytanie, czy wyższy poziom bezrobocia może być metodą uniknięcia napięć inflacyjnych (spowodowanych podwyżkami zarówno cen, jak i płac) w sytuacji, gdy władza monetarna dysponuje danymi, z których wynika, że takie podwyżki są skutkiem ekspansywnej polityki zarówno pieniężnej, jak i fiskalnej w porównaniu do sytuacji, kiedy takich danych brak.

6. Dość ciekawy wariant zależności funkcyjnej pomiędzy M (podaż pieniądza) a P (poziom cen) przedstawił Arnold C. Harberger (1963, s. 219–250) w studium monetarnej historii Chile. Przy danej wysokiej korelacji pomiędzy wskaźnikiem cen P_t (zmienna zależna) a poprzedzającymi go wielkościami podaży pieniądza (M_{t-1} , M_{t-2}) Harberger badał o ile korelacja ta może zostać zwiększona poprzez włączenie dodatkowych zmiennych zależnych, takich jak: indeks płac reprezentujący skutki presji kosztów i siłę przyspieszenia inflacyjnego (mierzoną różnicą $P_{t-1} - P_{t-2}$) a reprezentującą inflacyjną bądź deflacyjną strukturę gospodarki. Wyniki jego badań dla Chile wykazały, że ta dodatkowa korelacja jest bardzo mała, co także sugeruje silny związek zmian cen ze zmianami w ilości pieniądza.
7. Powołana w USA w 1961 roku specjalna grupa badawcza przez National Bureau of Economic Research (NBER) kierowana przez Georga Stieglera potwierdziła tezę, że publikowane wskaźniki cen przesadnie podwyższają poziom inflacji i przesadnie obniżają poziom deflacji z powodu kilku uchybień. Za najbardziej znaczące uchybienie uznano nieuwzględnianie w obliczeniach nowych produktów i ich cen, zmian w jakości towarów oraz posługiwanie się raczej cenami notowanymi (*quoted*) niż bieżącymi (*actual*). Ten ostatni aspekt był potwierdzony także we wcześniej wspomnianym opracowaniu G.C. Meansa z 1962 roku. Powinno to skłaniać do większej ostrożności w interpretacji i uznawaniu ich jako jedynych i doskonałych mierników inflacji.

Szybkość rozprzestrzeniania się, okres trwania i rozmiary inflacji. Przyjmijmy, że proces inflacyjny pojawia się wtedy, gdy roszczenia względem udziału w realnym dochodzie narodowym lub w wydatkach przekraczają możliwości produkcyjne w danym okresie. Inflacja utrzymuje się dopóty, dopóki te sprzeczne roszczenia nie zostaną pogodzone lub zmodyfikowane. Szybkość rozprzestrzeniania się inflacji, która rozwija się po pierwszym inicjującym szoku, zależy od reakcji różnych grup otrzymujących dochód i decydujących o wydatkach. Jeżeli reakcje te są rzadkie, opóźnione i umiarkowane inflacja rozwija się wolno i raczej nie przekroczy inicjującego prognozy. Jeżeli jednak reakcje na inicjujący szok inflacyjny są częste, szybkie i nawet nerwowe, inflacja może szybko wzrosnąć i nawet przerodzić się w hiperinflację. Właściwości i przebieg inflacji, przy konkretnym inicjującym szoku, także będą zależały od kilku kolejnych czynników:

Skutki presji na zwiększanie wydatków. Rosnące ceny w ujęciu agregatowym (których objawem jest wzrost wskaźnika cen) niekoniecznie muszą być powodem wzrostu podaży produkowanych dóbr i usług lub spadku popytu na nie. Tak się nie dzieje przynajmniej wtedy, kiedy nominalna ilość pieniądza i płace wyrażone w pieniądzu mogą się swobodnie zmieniać. Wynika to z tego, że rosnące ceny i płace są dla jednych dochodami, a dla innych kosztami. Inflacja mogłaby więc utrzymywać się przez długie okresy. Zdarza się to jednak dość rzadko, jako że procesy inflacyjne redukują poziom wydatków realnych jedną lub kilkoma poniżej wskazanymi metodami: (a) tzw. iluzja pieniężna powoduje, że podmioty gospodarcze przyszłe wydatki planują raczej w pieniądzu niż w kategoriach realnych; (b) inflacyjna redystrybucja dochodów zmniejsza je rentierom, emerytom, osobom starszym i innym o wysokiej

krańcowej skłonności do wydatków; (c) podwyższanie krańcowej stopy podatkowej od dochodów rosnących i podatków od zysku; (d) skutki sald realnych, jeżeli ceny rosną szybciej niż ilość pieniądza, jak to pokazuje rysunek 3; (e) wzrost realnych stóp procentowych wspomagany często racjonowaniem kredytów; (f) trudności w bilansie płatniczym, jeśli inflacja krajowa rośnie szybciej od inflacji u partnerów handlowych.

Skutki roszczeń dochodowych. Procesy inflacyjne wpływają na roszczenia poszczególnych podmiotów gospodarczych i ich grup, dotyczące wzrostu ich dochodów. W warunkach inflacji popytowej takim impulsem inicjującym może być spadek zatrudnienia i wzrost stóp zysku. Inflację mogą przyspieszyć wywalczone przez świat pracy podwyżki płac, które prowadzą do wzrostu cen. W warunkach inflacji kosztowej pojawia się tendencja do wzrostu bezrobocia, co w następstwie zmniejsza presję kosztów do momentu zastopowania inflacji. Tendencje powyższe można jednak znacznie zniekształcić w przypadku, gdy rządowa polityka pełnego zatrudnienia w jakiś sposób sankcjonuje wzrost płac i cen, który w następstwie może spowodować wzrost bezrobocia.

Opóźnienia. Opóźnienia w znacznym stopniu wpływają na tendencje inflacyjne. Bez nich inflacja pojawiałaby się nagle i trudna byłaby do opanowania. Ich istnienie tłumaczy przede wszystkim możliwość opanowania inflacji w krajach zachodnich po 1950 roku. Być może do najważniejszego rodzaju opóźnień można zaliczyć opóźnienia we wzroście płac, które wynika z tego, że jedynie skuteczne zbiorowe naciski płacowe trudno jest zorganizować częściej niż raz w roku (takie negocjacje mogą się nawet przeciągnąć do kilku miesięcy). Proces ten ponadto jest spowalniany przez okoliczność, że czasami musi upłynąć kilka miesięcy, aż takie wzrosty płac spowodują przyrost cen i zostaną ogłoszone publicznie ich nowe wskaźniki. Opóźnienie płacowe jest zwykle dłuższe dla bardziej pasywnych grup zawodowych oraz tych charakteryzujących się stałymi dochodami. Im większy jest udział powyższych czynników, którym ponadto może towarzyszyć antyinflacyjne nastawienie ich przedstawicieli, tym mniejszy może okazać się ów nieuchronny wzrost cen.

W gałęziach przemysłu, gdzie występuje zjawisko administrowania cenami jako następstwo wzrostu kosztów, opóźnienie pomiędzy takim wzrostem kosztów a wzrostem cen bywa mniejsze od opóźnienia płacowego i może dość skutecznie osłabić wzrost kosztów utrzymania. W sektorze publicznym zdarzają się opóźnienia zarówno po stronie wpływów budżetowych, jak i po stronie wydatków budżetowych. Wzrastające wpływy podatkowe spowodowane inflacją zwykle nie trafiają do budżetu od razu, co z kolei sprzyja opóźnieniu wydatków budżetowych głównie z powodu wypłacania zaplanowanych na konkretne terminy dotacji i subsydiów.

Eskalacja wzrostu dochodów. Przyspieszony wzrost dochodów ma podobny wpływ na inflację, jak wzrost płac roboczych czy cen artykułów rolnych, nieobjętych dopłatami. Jeżeli na przykład wspomniane wzrosty płac roboczych nie są większe niż wynika to ze wzrostu popytu na pracę, wtedy można to uznać za zachowanie pewnego parytetu uzasadnionego przez mechanizm rynkowy. Jeżeli jednak eskalacji wzrostu płac towarzyszy niedobór popytu na pracę, to skutki tego są analogiczne, jak w przy-

padku presji kosztów. Trzeba jednak pamiętać, że jeśli eskalacja wspomnianych przyrostów dochodów wyprzedza inny proces, który i tak by wystąpił, powodując podobny wzrost dochodów z innych powodów, wszelkie procesy administracyjne wspomagające taką eskalację dochodów nie powinny być uważane za inflacyjne.

Ponadto, wpływ eskalacji wzrostu dochodów będzie zależał także od tego, w jakim zakresie obejmie on poszczególne grupy ludności (w ujęciu procentowym) i jaka jego część będzie uzasadniona wzrostem kosztów utrzymania. Potwierdziły to badania statystyczne Franklina D. Holzmana (1964, s. 177–229), które dowiodły, że administrowane eskalacje wzrostu płac nie miały dostrzegalnego wpływu na szybkość rozprzestrzeniania się inflacji w Stanach Zjednoczonych, Wielkiej Brytanii czy Danii. Eskalacje te wyprzedziły więc i zastąpiły inne nieuchronne procesy, które spowodowałyby to samo. Nie należy więc uważać ich za dodatkowe czy niepożądane wzrosty dochodów (procesy te mają więc raczej charakter substytucyjny). Można więc uzasadniać je prawidłowym działaniem mechanizmu rynkowego.

Oczekiwania konsumentów. Można uznać za oczywiste, że oczekiwania spełniają niezwykle ważną rolę w rozprzestrzenianiu się bądź tłumieniu inflacji. Jeśli przyspieszenie inflacji nastąpi nagle i wystąpią oznaki hiperinflacji, towarzyszyć jej będzie najprawdopodobniej ucieczka od pieniądza, którą wspomniany już P. Cagan wyjaśnia statystycznie jako konsekwencję wskaźnika oczekiwanych zmian cen.

W przypadkach bardziej łagodnego przebiegu inflacji społeczeństwo jest skłonne do ponoszenia dość wysokiej ceny za wygodę posiadania pewnych zwyczajowo przyjętych zasobów gotówkowych. Po pierwsze, ludzie różnią się pod względem postrzegania historycznych trendów cen, więc w warunkach inflacji pełzającej nie każdy nawet dostrzeże co zaszło. Po drugie, zauważenie wzrostu cen nie musi automatycznie prowadzić do antycypowania przyszłych wzrostów cen. Po trzecie, nawet oczekiwania wzrostu cen niekoniecznie muszą prowadzić do przyspieszenia zakupów. W USA wysokie i rosące ceny zarówno w 1951, jak i 1957 roku spowodowały raczej spadek niż wzrost wydatków na dość liczne grupy trwałych dóbr konsumpcyjnych. Zebrane dane dotyczące tych przypadków sugerowały, że wysokie i rosące ceny tych towarów raczej zniechęciły konsumentów do zakupu tych towarów, a zachowanie ich wyglądało na coś w rodzaju strajku, polegającego na wstrzymywaniu się od zakupu. Takie podejście okazało się wówczas bardziej popularne od bodźców typu „kup jak najszybciej i wygraj ze wzrostem ceny”. Wreszcie po czwarte, bardziej prawdopodobne bywają jednorazowe zwiększenia wydatków zgodnie z maksymą „raz a dobrze”, jako reakcje na oczekiwane zmiany cen niż ciągły wzrost wydatków, który mógłby znacznie przyspieszać inflację. Tak długo, jak długo ludzie są skłonni trzymać określone zasoby kasowe, poświęcając w ten sposób część realnego dochodu, ciągle przesunięcia w popycie z pieniędzy na dobra wymagają zwiększonej pewności, że rosący trend cen lub wzrost podaży pieniądza, lub kredytu (a najlepiej spełnienia obu warunków) utrzymają się, co jest niekwestionowaną cechą hiperinflacji.

4.3. Teoria inflacji pierwotnej

Termin inflacja pierwotna⁶² (*core inflation*) odgrywa od blisko dwudziestu pięciu lat bardzo ważne znaczenie w dyskusjach dotyczących polityki pieniężnej, zarówno wśród teoretyków, jak i praktyków. I chociaż nikt nie próbuje kwestionować znaczenia tej koncepcji, to wciąż nie ma zgody w kwestii pomiaru tego typu inflacji. Najwcześniejsze, najbardziej elementarne i powszechne podejście, sprowadzające się do maksymy „bez żywności i energii”, sięga jeszcze lat siedemdziesiątych ubiegłego stulecia i dotyczy zasady mierzenia inflacji. U podłoża tej maksymy leżało przeświadczenie, że ceny tych dwóch grup towarowych mogą podlegać tak nieprzewidywanym zmianom, że mogą znacznie zniekształcać tendencje cenowe, wynikające z prawdziwych przyczyn inflacji. W związku z tym, wskaźniki cen, zawierające ceny zarówno towarów żywnościowych, jak i nośników energii, mogą znacznie zniekształcić tak rozpoznanie, jak i tłumienie tendencji inflacyjnych.

Ostatnio można było zaobserwować wiele prób tworzenia bardziej solidnych podstaw pomiaru inflacji pierwotnej, w których zauważa się dwie główne cechy. Pierwsza, polega na przypisywaniu większej roli w pomiarze ruchu cen metodom statystycznym niż zjawiskom behawioralnym, i druga, polegająca na tworzeniu monetarnej koncepcji inflacji dla przeciwstawienia jej dotychczasowej mikroekonomicznej koncepcji inflacji, opartej na kosztach utrzymania.

Koncepcja inflacji pierwotnej. Punktem wyjścia koncepcji inflacji pierwotnej jest założenie, że jest to typ inflacji całkowicie odmienny od tej, która jest oparta na teorii kosztów utrzymania i która do dzisiaj jest koncepcją bardziej spójną i znacznie lepiej rozwiniętą niż koncepcja inflacji pierwotnej. Podstawą koncepcji kosztów utrzymania są wydatki lub koszty konsumenckie. W punkcie 0 wystarczy porównać ich wielkość z tymi, które zdarzą się w punkcie 1. O tym, czy mamy do czynienia z inflacją zadecyduje wielkość i znak różnicy pomiędzy tymi wielkościami. Rezygnacja z pewnej liczby towarów, których zakup zalicza się do kosztów utrzymania może zmienić otrzymane wyniki i oznacza rezygnację z koncepcji kosztów utrzymania.

Podstawą koncepcji inflacji pierwotnej są metody statystyczne, które stosuje się zarówno do cen indywidualnych, jak i do wskaźników cen.

Mierniki inflacji pierwotnej. Wspomniana zasada „bez żywności i energii” oznacza krok w kierunku odejścia od teorii kosztów utrzymania w kierunku poszukiwania miernika inflacji pierwotnej. Pojawiło się dość dużo koncepcji miernika inflacji pierwotnej. Dużą liczbę zwolenników zdobyła niezbyt skomplikowana zasada średniej ruchomej obliczanej na podstawie historycznych wskaźników inflacji. Ale trzeba pamiętać, że propozycji takich było i jest znacznie więcej. Warto wspomnieć o propozycji

⁶² Początkowo w piśmiennictwie polskim rozpowszechniony był termin inflacja bazowa, uwzględniając jednak inne określenie – inflacja podstawowa (*underlying inflation*), trzeba pamiętać, że polskie określenia: podstawa i baza, są synonimami i powinno ich się używać tylko zamiennie.

zastosowania filtrów statystycznych do głównych wskaźników inflacji, zwanych od nazwisk pomysłodawców filtrami Hodricka-Prescotta, czy o metodzie DFI (*dynamic factor index*), która łączy dwie powyżej wspomniane metody (metodę średniej ruchomej z metodą filtrów), opracowaną przez Michaela F. Bryana i Stephen G. Cecchetti.

Na wzmiankę zasługują także mierniki otrzymywane metodami VAR (*vector autoregression*) lub SVAR (*structural vector autoregression*), budowane w oparciu o szeregi czasowe. Na podstawie tak skonstruowanych mierników można inflację prognozować.

Literatura

Bronfenbrenner, M., Holzman, F.D. (1963). Survey of Inflation Theory. *American Economic Review*, 1963, 53.

Cagan, Ph. (1956). The Monetary Dynamics of Hyperinflation. W: M. Friedman (red.). *Studies in the Quantity Theory of Money*. Chicago: University of Chicago Press.

Friedman, M., Meiselman, D. (1964). The Relative Stability of Monetary Velocity and the Investment Multiplier in the United States 1897–1958. W: *Stabilization Policies: A Series of Research Studies Prepared for the Commission on Money and Credit*. Englewood Cliffs N.J.: Princeton Hall.

Harberger, A.C. (1963). The Dynamics of Inflation in Chile. W: C.F. Christ (red.). *Measurement in Economics: Studies in Mathematical Economics and Econometrics in Memory of Yehuda Grunfeld*. Stanford: Stanford University Press.

Holzman, F.D. (1964). Escalation and Its Use to Mitigate the Inequities of Inflation. W: *Inflation, Growth and Unemployment*. Englewood Cliffs N.J.: Prentice-Hall.

Kazimierczak, A. (2000). *Polityka pieniężna w gospodarce rynkowej*. Warszawa: Wydawnictwo Naukowe PWN.

Lerner, A.P. (1951). Full Employment and Inflation. W: *Economics of Employment*. New York: McGraw-Hill.

Means, G.C. (1962). *Pricing Power and the Public Interest*. New York: Harper.

Phelps, E.S. (1961). A Test for the Presence of Cost Inflation in the United States: 1955–1957. *Yale Economic Essays*, (1).

Philips, A.W. (1958). The Relation between Unemployment and the Rate of Change of Money Wage Rates in the United Kingdom: 1861–1957. *Economica*. New Series, (25).

Reder, M. (1948). The Theoretical Problems of a National Wage-Price Policy. *Canadian Journal of Economic and Political Science*, (14).

Rothbard, M. (1962). *The Case for a 100 Per Cent Gold Dollar*. W: B. Yeager (red.). *In Search of Monetary Constitution*. Cambridge Mass.: Harvard University Press.

Schulze, C.L. (1959). *Recent Inflation in the United States*. U.S. Congress, Joint Economic Committee. Study Paper No. 1. Washington.

Selden, R.T. (1959). Cost-push Versus Demand-pull Inflation: 1955–1957. *Journal of Political Economy*, (67).

Spencer, R.W. (1975). Inflation, Unemployment and Hayek. *Federal Reserve Bank of St. Louis Review* z maja.

The Uneasy Triangle (1952). *The Economist*, (164).

Turvey, R. (1949). Period Analysis and Inflation. *Economica*. New Series (16).

Warburton, C. (1951). The Misplaced Emphasis in Contemporary Business-fluctuation Theory. W: *Readings in Monetary Theory*. American Economic Association. Homewood III, Philadelphia: Irwin.

Rozdział 5

ILOŚCIOWA TEORIA PIENIĄDZA

Solidne podstawy ilościowej teorii pieniądza powstały już w osiemnastym wieku. Najstarszy ślad prowadzi do Simona Newcomba, znanego astronoma, który w 1886 roku podał matematyczną formułę teorii ilościowej. W 1898 roku swoje dość misterne analizy przedstawił w języku niemieckim szwedzki ekonomista Knut Wicksel. Za najbardziej reprezentatywne są uważane jednak dwa ujęcia teorii ilościowej. Pierwsze, ujęcie transakcyjne (*transaction version*) Irvinga Fishera z 1911 roku i drugie, ujęcie salda kasowego (*cash-balance version*), zwanego także ujęciem z Cambridge, które przypisuje się Alfredowi Marshallowi (1923 r.) i Arthurowi C. Pigou (1917 r.)⁶³.

W najbardziej pełnej formie teoria ilościowa pieniądza podkreśla ścisłą proporcjonalność pomiędzy ilością tego, co określa się jako pieniądz a poziomem cen. Praktycznie każdy przedstawiciel tej teorii przyznawał, że zmiany ilości pieniądza, które towarzyszą zmianom w wolumenie handlu lub wielkości produktu krajowego, nie powodują automatycznie zmian cen. Wielu z nich uważało także, że skłonność społeczeństwa do trzymania pieniędzy może pojawić się z wielu powodów i może wprowadza pewne dysproporcje pomiędzy zmianami ilości pieniądza, przypadającymi na jednostkę handlu lub jednostkę produktu krajowego, a zmianami cen. Wszyscy jednak podzielali pogląd, że powyższe zjawiska mają drugorzędne znaczenie dla znacznych zmian zarówno cen, jak i ilości pieniądza w obiegu i że jedno nie może zdarzyć się bez drugiego.

Teoria ilościowa pieniądza we wszystkich wersjach jest oparta na rozróżnieniu pomiędzy nominalną ilością pieniądza i realną ilością pieniądza. Nominalną ilością pieniądza jest ilość wyrażona w jakichkolwiek jednostkach używanych do określania pieniądza, w: talentach, syklach, funtach, frankach, lirach, drachmach, dolarach, złotych itd. Realna ilość pieniądza jest wyrażona w wolumenie dóbr i usług, jaką za pieniądze można zakupić.

Nie ma jednolitego sposobu wyrażania realnej ilości pieniądza. Jedną z najpopularniejszych metod jest metoda standardowego koszyka dóbr i usług. Dochodzi się do niego pośrednio i realną ilość pieniądza otrzymuje się poprzez dzielenie nominalnej ilości pieniądza przez wskaźnik cen. Standardowy koszyk dóbr i usług jest więc koszykiem, którego elementy składowe są używane jako wagi do kalkulacji

⁶³ Niniejszy rozdział został opracowany na podstawie publikacji: M. Friedman (red.). (1956).

wskaźnika cen, czyli ogólnie mówiąc jest on koszykiem zakupywanym przez pewną reprezentacyjną grupę ludności w roku bazowym.

Inną metodą wyrażania realnej ilości pieniądza jest strumień dóbr i usług, jaki można nabyć za pieniądze przez pewien określony okres. Na przykład w gospodarstwie domowym realna ilość pieniądza może być wyrażona liczbą tygodni, przez które dane gospodarstwo może finansować swój przeciętny poziom konsumpcji danym zasobem pieniędzy, lub alternatywnie liczbą tygodni przeciętnego dochodu gospodarstwa równego posiadanemu zasobowi pieniędzy. W przedsiębiorstwie realna ilość posiadanego przez nie zasobu pieniądza może być określana liczbą tygodni dokonywania przeciętnych zakupów lub przeciętnych sprzedaży⁶⁴, lub jego przeciętnych wydatków na finalne usługi produkcyjne (wartość dodana netto) w zamian za określony, posiadany zasób pieniędzy. Dla całego społeczeństwa realna ilość pieniądza może być wyrażona jako liczba tygodni zagregowanych transakcji dokonywanych przez społeczeństwo lub zagregowanej produkcji krajowej netto za określony zasób pieniędzy.

Uwaga społeczeństwa skupiała się jednak nie na realnej ilości pieniądza, a na szybkości jego obiegu, którą można uznać jako odpowiednik pewnego wyrażenia z zakresu realnej ilości pieniądza. Na przykład, agregat rocznych transakcji społeczeństwa podzielony przez zasób pieniądza określa się jako **transakcyjną szybkość obiegu pieniądza**, gdyż informuje on, ile razy obraca się danym zasobem pieniądza w danym roku, aby dokonać wszystkich transakcji. Podobnie można określić **dochodową szybkość obiegu pieniądza**, dzieląc agregat dochodu przez dany zasób pieniądza. W każdym przypadku obliczanie realnej ilości pieniądza lub szybkości jego obiegu odbywa się na podstawie zestawu cen charakterystycznego dla danego okresu kalkulacyjnego. Ceny te można określić jako pomost pomiędzy nominalną a realną ilością pieniądza.

Teoria ilościowa przyjmuje jako pewne, że tym, co najbardziej interesuje trzymających pieniądze jest ich wartość realna, a nie nominalna i że istnieje pewna w miarę klarownie określona realna ilość pieniędzy, jaką ludzie są skłonni trzymać w pewnych określonych warunkach (pożądana realna ilość pieniądza). Załóżmy, że nominalna ilość pieniądza, jaką ludzie w danej chwili trzymają kształtuje się w ten sposób, że jeśli wyrazimy ją w cenach bieżących przewyższy ona tę, którą właśnie są skłonni trzymać jako ilość realną. Poszczególne podmioty będą więc szukać takiej możliwości zadysponowania tą nadwyżką, aby przeznaczyć więcej pieniędzy niż otrzymują z odpowiednich źródeł na zakup papierów wartościowych, dóbr i usług, na spłatę długu, czy na podarowanie tych pieniędzy komuś trzeciemu. Pamiętajmy jednak, że wydatki jednego podmiotu są wpływami innego. Jeden podmiot może więc zmniejszyć swój nominalny zasób pieniędzy, skłaniając inny podmiot do jego zwiększenia. Społeczeństwo jednak jako całość nie może wydać więcej niż otrzymuje.

⁶⁴ Można zauważyć podobieństwo powyższych mierników ze znanymi z finansów przedsiębiorstwa współczynnikami, takimi jak przeciętny okres należności, czy przeciętny okres rachunków do zapłaćenia.

Wysiłki, aby do tego doprowadzić, odnoszą ważny skutek. Jeżeli ceny i dochód mogą zmieniać się swobodnie, zamiar wydania więcej podniesie nominalną wartość wydatków i wpływów, które doprowadzą do wzrostu cen i być może poprzez wzrost cen do wzrostu produktu krajowego. Jeżeli ceny są stałe, czy zwyczajowo, czy dzięki decyzjom rządu, następstwem zamiaru wydania większej sumy pieniędzy będą albo braki w zaopatrzeniu, albo kolejki. To podniesie tzw. ceny rzeczywiste i musi doprowadzić do ich oficjalnego podwyższenia. Tak więc owa wyżej wspomniana nadwyżka będzie zanikać nawet wtedy, gdy nominalna ilość pieniądza nie ulegnie zmianie, zarówno w przypadku obniżenia się realnej ilości pieniądza na skutek zwyczaj cen, jak i wzrostu realnej wartości wymaganej na skutek wzrostu produkcji krajowej. I odwrotnie, jeżeli nominalne zasoby pieniądza będą odpowiadać mniejszej ilości realnej przy bieżących cenach niż podmioty są skłonne trzymać, będą one starały się wydawać mniej pieniędzy niż otrzymują. Dla społeczeństwa jako całości będzie to jednak niemożliwe. Ale skłonności te w konsekwencji obniżą wydatki i wpływy nominalne i przyczynią się do obniżek cen lub produktu krajowego i albo zwiększą realne zasoby pieniądza trzymane przez podmioty, albo zmniejszą realną ilość pieniądza pożądaną przez nie.

Z przeprowadzonego rozumowania wynika, że zmiany cen i dochodów nominalnych są albo skutkiem zmian realnej ilości pieniądza, którą ludzie są skłonni trzymać, albo skutkiem zmiany nominalnych zasobów pieniądza dostępnych dla nich. Wygląda to jak tautologia definiowana przez znane równanie ilości pieniądza (które zostanie przedstawione w dalszej części), z której wynika, że wszystkie zmiany w dochodach nominalnych można przypisać jednemu bądź drugiemu wyżej wymienionemu skutkowi, tak samo jak zmiana ceny jakiegokolwiek dobra może być przypisana zmianie albo popytu, albo podaży. Ilościowa teoria pieniądza niestety taką tautologią nie jest. Jest raczej empirycznym uogólnieniem, które mówi, że zmiany w pożądanym realnej ilości pieniądza (czyli w popycie na pieniądź) zachodzą stopniowo lub są następstwami zdarzeń zachodzących w pewnym porządku spowodowanymi wcześniejszymi zmianami w podaży, podczas gdy znaczne zmiany w podaży nominalnych zasobów pieniądza mogą się zdarzać i często zdarzają się niezależnie od zmian w popycie. Wynika z tego wniosek, że znaczne zmiany cen lub dochodów nominalnych są prawie zawsze skutkiem zmian nominalnej podaży pieniądza.

Wersje ilościowej teorii pieniądza można rozróżnić dzięki zmiennym, które uważa się za najważniejsze przy określaniu realnej ilości pieniądza, jaką ludzie są skłonni trzymać, i poprzez analizę procesu, dzięki któremu kształtuje się każda rozbieżność pomiędzy aktualną a pożądaną realną ilością pieniądza. Głównymi tematami, które powodowały zawsze kontrowersje i konflikty są: definicja pieniądza, odróżnienie motywu transakcyjnego od motywu lokacyjnego (trzymania pieniądza jako określonego aktywu), znaczenie substytucji pomiędzy pieniądzem a innymi rodzajami aktywów oraz tempo i charakter dynamicznych procesów dostosowawczych. Wszystkie te zagadnienia zostaną omówione w dalszej części niniejszej pracy.

5.1. Ujęcie transakcyjne Fishera

5.1.1. Równanie ilości pieniądza w formie transakcyjnej

Każdą płatność dokonaną przez podmiot gospodarczy – gospodarstwo domowe, przedsiębiorstwo produkcyjne czy jednostkę budżetową – na rzecz innego podmiotu, można wyrazić jako iloczyn ceny i ilości: tygodniowa płaca razy liczba tygodni, cena towaru razy liczba towarów, dywidenda za akcję razy liczba akcji itd. Całkowita wartość tych transakcji w pewnym okresie może być wyrażona jako suma dużej liczby takich płatności, powiedzmy $\sum p_i t_i$, gdzie p_i jest ceną, a t_i ilością towarów biorących udział w transakcji i . Jeśli P będzie prawidłowo wyliczoną przeciętną ceną, a T będzie prawidłowo wyliczoną sumą ilości wszystkich towarów, otrzymamy:

$$(1) \text{ Wartość całkowita transakcji} = PT = \sum p_i t_i$$

Całkowitą wartość transakcji można przedstawić także w kategoriach środka wymiany używanego do ich przeprowadzenia. Jeżeli przez M oznaczymy całkowitą ilość pieniądza w gospodarce, a przez V przeciętną ilość razy, jaką każda jednostka pieniężna jest używana, aby te transakcje przeprowadzić w ciągu roku (transakcyjna szybkość obiegu pieniądza). W ten sposób otrzymamy:

$$(2) \text{ Wartość całkowita transakcji} = MV$$

Zestawiając (1) i (2) razem otrzymujemy znane równanie ilości pieniądza

$$(3) MV = PT$$

Każda strona tego równania może być dalej rozpisana: prawa strona na różne rodzaje transakcji, a lewa strona na różne rodzaje płatności. Irving Fisher i jego następcy akcentowali w szczególności podział lewej strony na rodzaje płatności. Dzielili oni wszystkie transakcje na te, które dokonuje się z ręki do ręki, czyli przy użyciu pieniądza obiegowego (banknoty i monety), oraz na te, które dokonuje się w wyniku transferu depozytów bankowych (pieniądz bezgotówkowy). Niech M będzie tylko zasobem pieniądza obiegowego a V jego szybkością obiegu, natomiast oznaczymy przez M' sumę depozytów (bankowych wkładów pieniężnych) a przez V' szybkość ich obiegu. Wówczas otrzymamy:

$$(4) MV + M'V' = PT$$

Jako jeden z powodów powyższego rozpisania można podać częste dyskusje dotyczące tego czy określenie „pieniądz” powinno zawierać tylko zasoby pieniądza obiegowego, czy także wkłady pieniężne w bankach. Problem ten był przedmiotem słynnego dziewiętnastowiecznego sporu pomiędzy tzw. szkołą bankową (*banking school*) i szko-

łą pieniądza obiegowego (*currency school*). Innym argumentem przemawiającym za powyższym rozdziałem była bezpośrednia dostępność danych zawartych w księgach banków i dzięki nim znacznie łatwiej można było obliczyć V' niż V , którego w podobny sposób nie da się obliczyć⁶⁵.

Irving Fisher i jego następcy uważali równania (3) i (4) jako tożsamości. V z równania (3) oraz V i V' z równania (4) można określić jako liczby, które mają tę właściwość, że czynią one te równania prawdziwymi. Jeżeli P zmienia się w miarę upływu czasu zmieniać się musi także inny element tych równań (jeden lub więcej). I wynika to tylko i wyłącznie z arytmetyki, a nie z ekonomii. Tożsamości mogą być jednak przydatne w analizie ekonomicznej, ponieważ proponują one praktyczną klasyfikację czynników w pewne kategorie (rodzaje). A każda z kategorii zawiera czynniki w dużym stopniu niezależne od czynników wchodzących w skład innych kategorii.

Kategorie wchodzące w skład równania ilości pieniądza. Podzielmy równanie (3) na cztery kategorie.

Transakcje. Całkowita ilość towarów biorących udział we wszystkich transakcjach jest oznaczona przez T . Wielkość ta jest określona przez zasoby dostępne w danej gospodarce, efektywność, z jaką są one wykorzystywane, stopień zintegrowania danej gospodarki (określający liczbę transakcji zawieranych w produkcji i sprzedaży dóbr finalnych) itd. To są fizyczne i operacyjne cechy charakterystyczne dla danej gospodarki. Wszyscy teoretycy, którzy byli zwolennikami teorii ilościowej, co najmniej od Davida Hume'a uznawali, że zasób pieniądza może mieć przejściowy wpływ na T . Jakkolwiek w ogólnym zarysie uważali oni przeciętną wielkość T i długoterminowe tendencje T jako w dużym stopniu niezależne od ilości pieniądza, chociaż mające związek z gospodarką pieniężną.

Poziom cen. Poziom cen, będący przedmiotem dociekań, jest oznaczony jako P . Przy pewnym uogólnieniu uznano go raczej jako skutek działania czynników zewnętrznych niż jako wynik autonomicznych procesów cenowych. Kosztowe i dochodowe teorie inflacji także traktują go jako wielkość w pewnym zakresie niezależną. Jako w pewnym stopniu autonomiczny poziom cen można traktować go jedynie wtedy, gdy cenotwórczą działalnością zajmuje się władza.

Zasób pieniądza. Zasób pieniądza w jednostkach nominalnych jest oznaczony przez M . Jego definicja, jak wcześniej wspomniano, była przedmiotem ostrych kontrowersji. Ujęcie transakcyjne za naturalną uważa definicję pieniądza jako środka wymiany i obejmuje tylko te środki płatnicze, które są akceptowane jako środek likwidacji zobowiązań. W warunkach waluty złotej jako pieniądz *par excellence* uznawano kruszec, istniały wątpliwości dotyczące rozszerzenia jego definicji na pieniądz papierowy

⁶⁵ Nie trudno zauważyć, że to może dotyczyć pieniądza funkcjonującego w dziewiętnastym wieku, czyli waluty złotej; w systemie pieniądza papierowego, ilość pieniądza w obiegu, czyli wielkość emisji pieniądza przez bank centralny, jest wielkością znaną.

i bankowe wkłady pieniężne płatne na żądanie. Obecnie włącza się je w zakres definicji pieniądza, ale są nadal wątpliwości dotyczące wkładów terminowych i oszczędnościowych. Uzasadnia się, że nie są one używane jako środek likwidacji zobowiązań bez uprzedniej zamiany na pieniądz gotówkowy czy wkłady płatne na żądanie. Na tego typu uzasadnienie można dać pewien przykład. W USA najwyższym nominałem banknotu jest 10 000 dolarów i taki banknot też nie może być używany w zdecydowanej większości transakcji bez uprzedniej jego zamiany albo na drobniejsze banknoty, albo na wkład pieniężny płatny na żądanie. Niezależnie jednak od definicji M równanie (3) zawsze jest prawdziwe, jeśli właściwie zdefiniujemy V . Natomiast może pojawić się problem użyteczności tej lub innej definicji pieniądza. Na przykład, która definicja M ma tę właściwość, że pozwala interpretować pozostałe symbole równania jako maksymalnie niezależne od czynników wpływających na M ?

Niezależnie od precyzyjności definicji M czynniki określające tę wielkość zależą przede wszystkim od systemu pieniężnego i są w dużym stopniu niezależne od T . Trzeba rozróżnić dwa przypadki: walutę opartą na towarze (*commodity standard*), której znanym historycznym przykładem jest waluta złota, i walutę opartą na zaufaniu (*fiduciary standard*), jaką jest współczesny pieniądz papierowy.

W warunkach waluty złotej suma pieniędzy na obszarze, na którym ona obowiązuje jest określona przez wielkość zasobów złota, jego część używaną jako pieniądz oraz regulacje prawne, dające podstawy do roszczeń uprawniających do otrzymania złota. Roszczenia te mogą powstawać w wyniku posiadania określonych banknotów lub wkładów, jakie można tworzyć w oparciu o określony zasób złota. Zmiany w ilości pieniądza zależą od kosztów produkcji złota, popytu na złoto do celów innych niż pieniądz i zasad wymienialności uzasadnionych roszczeń na złoto. Każdy kraj będzie miał inną sytuację w tym zakresie. Ilość pieniądza będzie więc bardziej zmienną zależną niż niezależną. Jaka by nie była ta ilość, musi ona być zgodna z poziomem cen i dochodów, które zapewnią odpowiednią równowagę płatniczą z zagranicą. Pomaga temu możliwość importu lub eksportu złota.

W przypadku pieniądza opartego na zaufaniu jego ilość całkowicie podlega kontroli władzy monetarnej. Chociaż władza ta może decydować o ilości pieniądza w kraju często zdaje się nie korzystać ze swoich uprawnień i stara się raczej tak wykorzystywać swoje uprawnienia, aby funkcjonująca ilość pieniądza sprzyjała pewnym alternatywnym celom (na przykład odpowiedniemu kursowi walutowemu czy stopom procentowym).

Zarówno w warunkach waluty złotej, jak i tej opartej na zaufaniu, czynniki określające M są dość luźno powiązane, jeżeli w ogóle można mówić o takim powiązaniu, z czynnikami określającymi P i T . I ta właśnie niezależność czynników wpływających na ilość pieniądza, dość wyraźnie dostrzegana przez wielu ekonomistów, uczyniła dla nich tak atrakcyjną teorię ilościową pieniądza.

Szybkość obiegu pieniądza. Przejdźmy teraz do V , określanej jako szybkość cyrkulacji (obiegu pieniądza). Kategoria ta stanowi sedno teorii ilościowej pieniądza. Na jej wielkość mogą wpływać różne czynniki. Może to być suma pieniędzy, jaką ludzie chcieliby posiadać. Może to być także możliwość posiadania pożądaných sum pieniędzy.

Ujęcie transakcyjne za coś naturalnego uważa pewne zwyczaje związane z procedurą płatności, częstotliwość i regularność ich otrzymania i dokonywania itp. Co prawda, płatności te można interpretować jako skutek potrzeb posiadania pieniędzy przez podmioty. Na przykład w okresach nagle pojawiającej się inflacji, kiedy trzymanie pieniędzy staje się kosztowne, płatności bywają dokonywane częściej.

Dalszy opis i bardziej dokładną analizę czynników określających szybkość cyrkulacji odłożymy jednak do czasu omawiania stanowiska postkeynesowskiego i próby zdefiniowania popytu na pieniądź. Teraz wystarczy zaznaczyć, że zarówno Fisher, jak i wcześniejsi zwolennicy teorii ilościowej wyraźnie potwierdzali wpływ na szybkość obiegu pieniądza takich czynników, jak stopa procentowa czy stopień zmienności cen. Uważali oni, że wysokie stopy procentowe i szybko rosnące ceny są bodźcem do bardziej racjonalnego gospodarowania zasobami pieniędzy, co powoduje wzrost szybkości obiegu pieniądza, natomiast niskie stopy procentowe i spadające ceny powodują efekt odwrotny. Nie popełniali więc oni pewnego prymitywnego błędu, o który wielu krytyków teorii ilościowej ich często posądzało, że uważali oni szybkość obiegu pieniądza za wielkość z natury stałą.

5.1.2. Teoria ilościowa w formie dochodowej

Jest pewna trudność w równaniach (3) i (4). Wielkości określane jako „transakcje” i związane z nimi „ogólny poziom cen” okazały się koncepcyjnie dwuznaczne i trudne do zmierzenia za pomocą dostępnych danych. Pomimo dużej pracy empirycznej wykonanej zwłaszcza przez Irvinga Fishera i Carla Snydera dwuznaczności tych i braku danych nie udało się pomyślnie rozwiązać. Powstało mnóstwo wątpliwości. Czy włączyć transfery kapitałowe, takie jak zakup nieruchomości i papierów wartościowych? Co zrobić z nagrodami pieniężnymi, wymianą pieniędzy? Jak można oszacować przeciętną cenę i ilość przedmiotów takich transakcji?

Jak wcześniej wspomniano, dane dotyczące transakcji były zadowalające tylko dla transakcji czekowych. Obciążenia rachunków bankowych okazały się statystycznie wiarygodne jako całość (agregat), chociaż problem oddzielenia transakcji wymiany pieniędzy nie znika całkowicie. Przeciętna wielkość wkładów pieniężnych jest wiarygodnym szacunkiem M' , a więc szacunki V' mogą być szybko i łatwo obliczone dla małych przedziałów czasowych i różnych obszarów geograficznych. Jakkolwiek nawet dla transakcji czekowych trudno jest rozdzielić drugą stronę równania na komponenty ceny i ilości.

W miarę rozwoju statystyki ekonomicznej, która większą wagę kładła na dochodach niż na poszczególnych transakcjach, pojawiła się tendencja wyrażania równania ilości pieniądza raczej w kategoriach dochodów niż transakcji. Oznaczmy dochód narodowy wyrażony w pieniądzu przez Y , wskaźnik cen stosowany do szacowania dochodu narodowego w cenach stałych przez P , a dochód narodowy wyrażony w cenach stałych przez y , wówczas:

$$(5) Y = Py$$

Niech M , jak poprzednio, oznacza zasób pieniądza. Natomiast przez V oznaczmy przeciętną ilość razy w ciągu roku, z jaką ów zasób pieniądza jest obracany w transakcjach związanych z dochodem narodowym (jako zapłata za produkty i usługi finalne). Możemy więc napisać następujące równanie:

$$(6) \quad MV = Py$$

Chociaż oba symbole P i V występują zarówno w równaniach (5) i (6), jak i w równaniach od (1) do (4), to ich znaczenie w każdej z grup równań jest inne. Równanie (6) można określić jako koncepcyjnie i empirycznie inne od równania (3). Jest ono także bliższe ujęciu z Cambridge, przedstawionemu poniżej.

5.2. Ujęcie kasowe z Cambridge

Podstawową cechą gospodarki pieniężnej jest możliwość oddzielenia aktu zakupu od aktu sprzedaży. Ktoś, kto posiada jakiś towar do wymiany nie musi szukać kogoś posiadającego potrzebny mu towar, z kim mógłby go wymienić. Wystarczy znaleźć kogoś, kto posiada potrzebny nam towar i reprezentować pewną siłę nabywczą (posiadać odpowiednią sumę pieniędzy), a także znaleźć kogoś potrzebującego nasz towar i też reprezentującego pewną siłę nabywczą.

Aby więc akt zakupu mógł być oddzielony od aktu sprzedaży musi istnieć coś, co posłuży jako czasowy nośnik owej siły nabywczej w danym okresie. Takim nośnikiem siły nabywczej jest właśnie pieniądz i na ten aspekt pieniądza kładzie akcent ujęcie kasowe.

Jak duże zasoby pieniądza są potrzebne osobom prywatnym lub przedsiębiorstwom, aby cel powyższy mógł być spełniany? Jako pierwsze przybliżenie przyjmijmy, że suma, jakiej ktoś potrzebuje do dyspozycji, ma pewien związek z jego dochodem, ponieważ to dochód decyduje o możliwościach jego zakupów i sprzedaży, w które jest on zaangażowany. Zsumujmy więc takie wszystkie zasoby kasowe poszczególnych podmiotów w całym społeczeństwie i wyrażmy ich sumę jako pewną część ich całkowitych dochodów. Możemy wtedy napisać:

$$(7) \quad M = kPy$$

gdzie M , P i y są zdefiniowane jak w równaniu (6), a k jest współczynnikiem otrzymanym w wyniku podzielenia zasobów pieniądza M przez dochód narodowy Y . Możemy więc traktować k jako stałą tak obliczoną, że równanie (7) staje się tożsamością, lub jako taki „pożądany” współczynnik, aby M było „pożądaną” sumą pieniędzy, która powinna być równa sumie pieniędzy, jaką się obecnie dysponuje. W każdym z powyższych przypadków k jest liczbową odwrotnością V z równania (6). W jednym przypadku V można interpretować jako szybkość obiegu zmierzoną, a w drugim jako szybkość obiegu pożądaną.

Z formalnego punktu widzenia równanie (7) jest prostą transformacją równania Fishera (6). Znaczna liczba ekonomistów, którzy powoływali się na jedno z powyższych równań, właśnie tak je traktowała, nie czyniąc żadnego rozróżnienia między nimi. Trzeba jednak pokazać między nimi różnice, gdyż każde ze wspomnianych równań zwraca uwagę na inne aspekty pieniądza, przyjmuje inną jego definicję i kładzie nacisk na inne zmienne oraz inaczej je analizuje.

Z punktu widzenia definicji pieniądza ujęcie transakcyjne za naturalną uznaje definicję pieniądza jako środka wymiany i likwidacji zobowiązań. Natomiast ujęcie kasowe traktuje pieniądź jako okresowy nośnik siły nabywczej, więc bez żadnych wątpliwości można do tej definicji pieniądza włączyć wkłady pieniężne płatne na żądanie i wkłady terminowe, którymi nie można dysponować za pomocą czeku.

Ujęcie transakcyjne kładzie nacisk na zmienne charakterystyczne dla procedur płatności, finansowych i ekonomicznych regulacji zasad realizowania transakcji, a także na szybkość dokonywania rozliczeń pieniężnych, gdyż mają one wpływ na czas potrzebny do dokonania płatności. Można stwierdzić, że ujęcie to przywiązuje szczególną wagę do technicznych aspektów procesu płatności. Natomiast ujęcie kasowe kładzie nacisk na zmienne decydujące o użyteczności pieniądza jako aktywu, na jego koszt i dochód wynikające z jego posiadania w porównaniu z innymi aktywami, na ryzyko i niepewność związane z trzymaniem pieniądza itd.

Większy nacisk położony na pierwszą grupę zmiennych skłonił wcześniejszych zwolenników teorii ilościowej, używających zarówno równania Fishera, jak i równania z Cambridge, do przewidywania, że szybkość obiegu będzie wzrastała w miarę upływu czasu w wyniku postępu technicznego, który doskonalili procedury płatności. Friedman twierdzi, że w rzeczywistości szybkość obiegu pieniądza nie wykazywała tendencji wzrostu w miarę upływu czasu. A jeżeli już wykazywała jakąś tendencję, to w krajach rozwiniętych gospodarczo była to raczej tendencja spadkowa. Towarzyszył jej wzrost realnego dochodu narodowego, chociaż trochę trudniej ją zrozumieć przy zawężonej definicji pieniądza niż przy szerszej definicji, obejmującej także wkłady pieniężne, które nie są przenoszone czekiem. Tendencja spadkowa współczynnika szybkości obiegu pieniądza, której towarzyszyły te same zasoby kasowe (w 1960 roku kształtowały się one w USA pomiędzy sumą około jednomiesięcznego dochodu dla pieniędzy trzymanyh poza bankiem a sumą pięciomiesięcznego dochodu, jeżeli włączymy w nie wkłady w bankach komercyjnych) doprowadziła do zmiany traktowania pieniądza jako środka wymiany na pieniądź jako okresowy nośnik siły nabywczej (Por. Friedman, 1956a, s. 5–21).

W konkluzji można stwierdzić, że analiza ujęcia kasowego z Cambridge lepiej koresponduje z marshallowskim mechanizmem popytu i podaży niż ujęcie transakcyjne. Równanie (7) można uznać za funkcję popytu na pieniądź, traktując P i y po prawej stronie jako dwie zmienne, od których zależy popyt na pieniądź. Natomiast k symbolizuje wszystkie pozostałe zmienne, które decydują o ilości pieniądza. Nie można więc uważać k za wielkość stałą, a tylko za oddzielną funkcję jeszcze innych zmiennych. Kompletność analizy wymaga w tym miejscu innego równania, reprezentującego podaż pieniądza jako funkcji innych zmiennych. Poziom cen kształtowały się wówczas jako skutek wzajemnego oddziaływania funkcji popytu i podaży

pieniądza. Z tego punktu widzenia teorię ilościową pieniądza wyrażoną równaniem (7) można określić raczej jako teorię popytu na pieniądź niż jako teorię cen czy teorię dochodów.

5.3. Przełom keynesowski

Analiza dochodów i wydatków Johna Maynarda Keynesa przedstawiona w *Ogólnej teorii zatrudnienia procentu i pieniądza* (1936 r.) zaproponowała pewną alternatywę w interpretacji zmian w dochodach pieniężnych i skupiła swoją uwagę raczej na wzajemnym stosunku pomiędzy dochodem narodowym wyrażonym w pieniądzu a inwestycjami lub tzw. wydatkami autonomicznymi niż na relacji pieniężnego dochodu narodowego do zasobów pieniądza. Sukces tego przełomu, określanego często jako rewolucja keynesowska, spowodował zmianę poglądów wielu ekonomistów i doprowadził do przejściowego osłabienia zainteresowania teorią ilościową pieniądza. Powszechnym stał się pogląd, że pieniądź i jego obieg nie muszą być dla ekonomistów zjawiskami zbyt ważnymi i że ich badanie nie prowadzi do lepszego wyjaśnienia zagadnień gospodarczych.

Oczywiście ani J.M. Keynes, ani jego zwolennicy nigdy nie kwestionowali prawdziwości równania teorii ilościowej. Tym jednak, co różniło ich stosunek do tego równania, było stanowisko, w którym dowodzili, że w warunkach równowagi, której towarzyszy niepełne zatrudnienie V w równaniu (6) czy k w równaniu (7) są wielkościami, które charakteryzuje bardzo duża zmienność i nie można w żadnym wypadku oczekiwać, że da się zauważyć jakiś związek pomiędzy nimi a niezależnie zmieniającymi się dochodami pieniężnymi lub zasobem pieniądza. W takich warunkach równania te, chociaż zawsze prawdziwe, są całkowicie bezużyteczne dla polityki gospodarczej i sporządzania prognoz. A ten właśnie rodzaj równowagi (której towarzyszy niepełne zatrudnienie) w gospodarce rynkowej zdecydowanie przeważa.

J.M. Keynes doszedł do takiego wniosku, przedstawiając równanie (7) w specyficznej formie. Dowodził on, że popyt na pieniądź można traktować tak jakby składał się on z dwóch elementów. Pierwszy element M_1 jest wielkością „trzymałą w celu zaspokojenia motywu transakcyjnego i motywu ostrożności”, a drugi element M_2 „jest ilością pieniędzy trzymaną dla motywu spekulacyjnego” (Keynes, 1985, s. 224). Keynes uważał M_1 jako względnie stały fragment dochodów. Natomiast popyt na M_2 kształtował się według niego w następstwie niepewności, związanej z przyszłym kształtowaniem się stóp procentowych, a jego wielkość zależała od stosunku pomiędzy obecną stopą procentową a stopą procentową oczekiwaną w przyszłości⁶⁶. Przy „danym stanie przewidywań” (s. 229) im wyższa jest obecna stopa procentowa, tym niższa będzie realna ilość pieniędzy, jaką ludzie chcieliby trzymać, kierując się motywem spekulacyjnym z dwóch powodów: po pierwsze, koszt w kategoriach nieotrzymanych dochodów bieżących będzie większy, jeżeli trzyma się pieniądze zamiast papierów wartościowych i po drugie, bardziej praw-

⁶⁶ Chociaż Keynes dla uproszczenia posługiwał się pojęciem „stopa procentowa”, to nikt nie powinien wątpić, że chodziło mu o cały kompleks stóp procentowych, co często w innych miejscach podkreślał.

dopodobnym jest, że stopa procentowa spadnie, a zatem ceny obligacji wzrosną, a więc większy będzie koszt w kategoriach nieotrzymanego zysku kapitałowego, jeśli trzyma się pieniądze zamiast papierów wartościowych.

Chociaż oczekiwaniom przypisuje się tak dużą rolę w definiowaniu funkcji płynności, wyrażającej popyt na M_2 , nie są one w tej funkcji wyraźnie uwzględnione. Zarówno Keynes, jak i jego następcy w znacznej części traktowali popyt na M_2 po prostu jako funkcję bieżącej stopy procentowej. Natomiast włączanie do tego rozumowania oczekiwań miało służyć głównie uzasadnieniom przypisującym funkcji płynności brak stabilności.

Pomijając trochę inny język analizy Keynesa, który do tego momentu różni się od języka Fishera i jego zwolenników tylko co do jednego zagadnienia – roli oczekiwań przyszłej stopy procentowej i większym nacisku na bieżącą stopę procentową. Zawęźa on także znaczenie zmiennych, które jego zdaniem mają wyraźny wpływ na popyt na pieniądź.

Odmienne stanowisko Keynesa dotyczyło empirycznej formy funkcji preferencji płynności przy niskiej stopie procentowej, jaka jego zdaniem dominuje w warunkach równowagi przy niepełnym zatrudnieniu. Rozważał on dalej, że jeśli stopa procentowa spadnie wystarczająco nisko, pieniądze i obligacje stają się substytutami, i wtedy mamy do czynienia z absolutną preferencją płynności. Funkcja preferencji płynności, wyrażająca popyt na M_2 jako funkcję stopy procentowej, stanie się linią poziomą na niskim, ale skończonym poziomie stopy procentowej. Jeżeli w takich warunkach, jak utrzymywał Keynes, i z jakiegokolwiek powodu ilość pieniądza zwiększy się, posiadacze dodatkowej nadwyżki pieniędzy będą starać się zamienić ją na obligacje. To obniży stopę rentowności obligacji. A w takich warunkach, kontynuował Keynes, najmniejszy spadek stopy rentowności spowoduje, że posiadacze pieniędzy zaniechają dalszych zakupów obligacji. Skutek tego będzie taki, że ludzie będą skłonni trzymać powiększony zasób pieniędzy. Współczynnik k będzie wyższy, a współczynnik V niższy. I odwrotnie, jeżeli ilość pieniądza zmniejszy się, posiadacze obligacji będą starali się sprzedawać je, a to z kolei doprowadzi do podwyżki stopy procentowej. Najmniejszy jej wzrost spowoduje zmianę ich zamiarów i zaniechają sprzedaży obligacji, a więc będą skłonni raczej do trzymania obligacji niż pieniędzy. I odwrotnie, jeżeli ilość pieniądza zmniejszy się, posiadacze obligacji będą starali się sprzedawać je a to spowoduje wzrost stopy procentowej. Najmniejszy jej przyrost skłoni ich do zaniechania sprzedaży obligacji i trzymania ich jako opłacalnej lokaty. Albo inaczej, znów założmy, że z jakiegokolwiek powodu wzrosły dochody pieniężne. Spowoduje to konieczność wzrostu M_1 , które może pochodzić z M_2 tak, że ich suma M nie zmieni się. I odwrotnie, jakikolwiek spadek M_1 powiększy M_2 i M znów pozostanie na niezmiennym poziomie. Wniosek z tego wynika taki, że w warunkach absolutnej preferencji płynności dochód może się zmieniać bez zmiany M , a M może się zmieniać bez zmiany dochodu. Posiadacze pieniędzy znajdują się więc w stanie swoistej metarównowagi⁶⁷.

⁶⁷ Milton Friedman (1956a) porównuje taki stan do sytuacji przewróconej szklanki, która leży na doskonale płaskiej powierzchni i dlatego nie rusza się.

J.M. Keynes uważał jednak absolutną preferencję płynności jako przypadek skrajny, który jego zdaniem „może nabrać praktycznego znaczenia w przyszłości, ale dotąd nie słyszałem by kiedyś coś takiego się zdarzyło” (Keynes, 1985, s. 232). Jak zauważył, ponieważ stopa procentowa bardzo często była nieznacznie wyższa od wielkości stopy, przy której preferencja płynności mogła być absolutna, dlatego traktował szybkość obiegu pieniądza (V) tak, jakby była ona bardzo bliska tej, która była cechą przypadku powyżej omówionego.

Znacznie dalej niż Keynes poszli jego uczniowie. Byli oni bardziej skłonni do zaakceptowania przypadku absolutnej preferencji płynności jako aktualnego stanu rzeczy. Co więcej, wielu z nich dowodziło, że jeśli preferencja płynności nie jest absolutna, to zmiany ilości pieniądza wpływają tylko na wysokość stopy procentowej obligacji, a efekty wtórne tych zmian stopy procentowej są znikome. Dowodzili następnie, że te zmiany stopy procentowej mają także znikomy wpływ zarówno na wydatki konsumpcyjne, jak i na wydatki inwestycyjne. A więc zmiana M wcale nie musi być konsekwencją zmiany V w kierunku odwrotnym (lub zmiany k w tym samym kierunku), jeżeli nie wpłynie ona także na P i y . Jeżeli tak postawimy sprawę, to za substytuty pieniądza można uznać jedynie papiery wartościowe, natomiast nie będą nimi nigdy aktywa rzeczowe⁶⁸.

Keynes postawił więc kilka hipotez w stosunku do teorii ilościowej pieniądza. Przypomnijmy je. Popyt na pieniądź jest jego zdaniem przede wszystkim funkcją aktualnego dochodu narodowego i stopy procentowej dla papierów wartościowych o stałym oprocentowaniu. Popyt ten wykazuje wysoką elastyczność w stosunku do stopy procentowej dla tych instrumentów tylko wtedy, gdy stopa procentowa jest bardzo niska (chodzi tu o wartość konkretną, a nie graniczną). Natomiast wydatki są w stosunku do takiej stopy procentowej niemal całkowicie nieelastyczne. W konsekwencji tego szybkość obiegu pieniądza jest wielkością bardzo niestabilną, nieprzewidywalną i generalnie zmienia się ona w kierunku przeciwnym do zmian ilości pieniądza. Jej przydatność była więc znikoma w analizie procesów gospodarczych.

Problemy podniesione przez Keynesa w stosunku do teorii ilościowej pieniądza spowodowały, jak to było wspomniane, duży przełom w poglądach ekonomistów. Pojawiła się przede wszystkim duża liczba jego zwolenników. Ale pojawili się także i krytycy, którzy twierdzili, że zarzuty Keynesa w stosunku do ilościowej teorii pieniądza mają raczej charakter empiryczny niż teoretyczny. Był to jednak proces, który nie odbył się bez ożywionej wymiany poglądów, zarówno na temat teorii ekonomicznej Keynesa, jak i roli pieniądza w gospodarce i praw rządzących jego obiegiem.

5.4. Ujęcia postkeynesowskie

Doświadczenia banków centralnych czołowych państw wysoko uprzemysłowionych po II wojnie światowej spowodowały kolejny zwrot w kierunku pieniądza i praw jego obiegu. Dlaczego jednak mówi się o zwrocie? Wpływ poglądów Keynesa okazał

⁶⁸ Podobny pogląd przedstawił James Tobin (1961, s. 26–37).

się tak duży, że znaczna liczba państw wprowadzała u siebie politykę łatwego pieniądza, czyli niskiej stopy procentowej, aby pobudzić inwestycje, które miały zaradzić spadkom popytu, których bardzo się wówczas obawiano. Trzeba to wyraźnie podkreślić, że polityka ta odniosła po II wojnie światowej niekwestionowane tryumfy. Zamożne państwa członkowskie OECD przez ponad 25 lat po tej wojnie powiększały swoje PKB w kategoriach realnych przeciętnie o 5% rocznie, przy przeciętnym bezrobociu 3% rocznie i przeciętnej inflacji 2% rocznie⁶⁹.

Niestety, ten korzystny scenariusz nie mógł trwać wiecznie. Już w połowie lat siedemdziesiątych dwudziestego wieku pojawiły się poważne kłopoty. Przeciętna inflacja osiągnęła w krajach OECD 14% w skali rocznej, a przeciętne bezrobocie przekroczyło 8%. Znamienne było wystąpienie brytyjskiego premiera Jamesa Callaghana podczas kongresu Partii Pracy w 1976 roku:

„Przywykliśmy myśleć, że można łatwo wyjść z recesji i zwiększyć zatrudnienie poprzez zmniejszenie podatków i zwiększenie wydatków rządowych. Powiem wam zupełnie szczerze, że taka opcja już nie istnieje, a jeśli kiedykolwiek istniała zawsze jej działanie wywoływało inflację w gospodarce. Zawsze, kiedy to się zdarzało bezrobocie rosło. Po wyższej inflacji następowało wyższe bezrobocie. Taka jest historia ostatnich 20 lat”⁷⁰.

Presje inflacyjne, które miały korzenie jeszcze w gospodarce wojennej, nie pojawiły się nagle. Występowały one także w okresie wspomnianych tryumfów i w niemałym stopniu przyczyniła się do tego kontrola presji inflacyjnej metodami, które jak na ówczesne czasy mogły być uważane za ortodoksyjne. Polegały one właśnie na ograniczaniu tempa wzrostu ilości pieniądza. Najwcześniej zaczęto je stosować w 1947 roku we Włoszech i w RFN w 1948 roku. W Stanach Zjednoczonych i w Wielkiej Brytanii zaczęto je stosować w 1951 roku, a najpóźniej we Francji, bo dopiero w 1960 roku.

Towarzyszyła temu kontynuacja badań teoretycznych. Szczególnego znaczenia nabrała analiza tzw. efektu sald realnych jako kanału, poprzez który zmiany cen i zmiany w ilości pieniądza mogą wpływać na dochód narodowy, nawet wtedy, gdy wrażliwość inwestycji i konsumpcji na zmiany stóp procentowych jest znikoma, lub kiedy absolutna preferencja płynności zapobiega zmianom stóp procentowych (Por. Tobin, 1960, s. 582–587; Pigou, 1951, s. 241–251; Patinkin, 1951, s. 252–253).

Dość znaczna grupa ekonomistów kontynuuje analizę w oparciu o hipotezy Keynesa, ale jego założenia empiryczne zostały zmienione. Zapewniają oni, że preferencja płynności nie jest absolutna i że inwestycje są w dużym stopniu elastyczne względem stóp procentowych. Podtrzymują oni pogląd, że równanie teorii ilościowej pieniądza jest mniej użyteczne i ma mniejsze znaczenie niż analiza wydatków autonomicznych i mnożnik inwestycyjny. Natomiast zmiany w zasobach pieniądza są brane pod uwagę jako jeden z wielu czynników, które mają wpływ na omawiane wskaźniki gospodarcze.

⁶⁹ Dane te przytacza londyński tygodnik *The Economist* w specjalnym opracowaniu *A Survey of Central Banking* z 22 września 1984 roku, s. 6.

⁷⁰ Ibidem.

Okres powojenny można także określić jako czas powrotu do ilościowej teorii pieniądza, ale już zmienionej dzięki wpływowi teorii preferencji płynności Keynesa (Johnson, 1962, s. 335–384). Zmiana ta kładzie nacisk na rolę pieniądza jako aktywu i w związku z tym traktuje popyt na pieniądz jako część teorii kapitału lub majątku (bogactwa), a więc jej przedmiotem zainteresowania staje się układ bilansu portfela aktywów.

Z tego punktu widzenia celowym staje się rozróżnienie na finalnych dysponentów majątku (bogactwa), dla których pieniądz jest jedną z form posiadanego majątku i na przedsiębiorstwa, dla których pieniądz staje się ważnym elementem procesu produkcji, podobnie jak maszyny czy zapasy.

Popyt finalnych dysponentów majątku na pieniądz⁷¹. W przypadku finalnych dysponentów majątku popyt na pieniądz w wielkościach realnych może przybrać formę funkcji następujących zmiennych:

(a) Majątek całkowity. Jest on odpowiednikiem ograniczenia budżetowego w znanej z mikroekonomii teorii wyboru konsumenta. Jest to wielkość zsumowana, którą trzeba rozdzielić na różne formy aktywów. W praktyce szacunki całkowitego majątku są rzadko dostępne. W jego miejsce jako wielkością charakterystyczną dla wielkości majątku można posłużyć się dochodem konsumenta. Trzeba jednak pamiętać, że dochód mierzony przez statystyków może być wadliwym wskaźnikiem majątku, gdyż podlega nieregularnym corocznym fluktuacjom. Milton Friedman (1957, s. 7) wprowadził tu koncepcję tzw. dochodu permanentnego, kształtującego się według teorii konsumpcji, którą uważał jako lepszą.

Zaakcentowanie dochodu jako namiastki majątku, a nie swego rodzaju obsługi wykonywanej przez pieniądz, jest pewną koncepcyjną różnicą pomiędzy tym ujęciem a wcześniejszymi wersjami ilościowej teorii pieniądza.

(b) Podział majątku na majątek ludzki i pozaludzki. Głównym aktywem posiadaczy majątku jest ich osobista zdolność do zarabiania pieniędzy. Jednak zamiana formy ludzkiej majątku na pozaludzką jest możliwa w bardzo wąskim zakresie ze względu na pewne ograniczenia instytucjonalne. Można użyć bieżących dochodów do zakupu pozaludzkiej części majątku, albo pozaludzkiej części majątku do sfinansowania kwalifikacji (umiejętności), ale nie uda się tego dokonać poprzez transakcje zakupu czy sprzedaży. A jeśli już się uda, to w bardzo ograniczonym zakresie, poprzez zaciągnięcie długu, którego zabezpieczeniem będzie potencjalny zysk z całego przedsięwzięcia. Stąd ta część majątku, która ma formę pozaludzką staje się dodatkową ważną zmienną.

(c) Oczekiwane stopy rentowności pieniądza i innych aktywów. Są one odpowiednikiem cen towarów i ich substytutów oraz dóbr komplementarnych w ujęciu teorii popytu konsumpcyjnego. Nominalna stopa rentowności pieniądza może być równa zeru, jak to zwykle jest w przypadku poszczególnych walut, lub ujemna, jak to może być w przypadku nieoprocentowanych wkładów płatnych na żądanie, ale obciążanych kosztami obsługi, albo dodatnia, jak w przypadku wkładów terminowych. Nominalna

⁷¹ Przedstawione poniżej ujęcie jest autorstwa M. Friedmanna i określa się je jako monetarystyczną wersję teorii ilościowej.

stopa rentowności innych aktywów zawiera dwa elementy: pierwszy, to płacony na bieżąco zysk/dochód lub koszt, który w przypadku obligacji ma formę odsetek, a akcji formę dywidendy, a w przypadku aktywów fizycznych jest kosztem ich składowania; drugi element zawiera zmianę w ich cenie nominalnej. Ma on szczególne znaczenie w warunkach inflacji lub deflacji.

(d) Inne zmienne określające użyteczność usług świadczonych przez pieniądź w porównaniu do usług świadczonych przez inne aktywa (w terminologii keynesowskiej określające wartość przypisywaną preferencji płynności). Jedną z takich zmiennych może być ta, o której już wspomniano – majątek lub dochód realny, ponieważ usługi świadczone przez pieniądź mogą być z zasady uznane przez posiadaczy majątku jako „pierwsza potrzeba”, na przykład chleb, którego konsumpcja wzrasta w mniejszej proporcji niż wzrost dochodu, lub jako „luksus”, na przykład pewien rodzaj rekreacji lub rozrywki, konsumpcja którego wzrasta w większym stopniu niż wynikało by to z proporcji wzrostu dochodu.

Inną zmienną, która może być ważna z empirycznego punktu widzenia, jest oczekiwany w przyszłości stopień stabilizacji gospodarczej. Posiadacze majątku są skłonni przypisać płynności większe znaczenie, jeśli oczekują destabilizacji gospodarczej niż wtedy, gdy oczekują stabilizacji gospodarczej. Zmienna ta może być trudna do wyrażenia w formie ilościowej nawet wtedy, gdy kierunek jej zmian jest łatwy do przewidzenia z uwagi na posiadane informacje jakościowe. Na przykład wybuch wojny powoduje oczekiwania destabilizacji gospodarczej, co tłumaczy towarzyszący im wzrost zasobów pieniężnych, a tym samym malejącą szybkość obiegu pieniądza⁷².

Można wyrazić te zależności za pomocą symboli matematycznych i następującej funkcji popytu na pieniądź dla indywidualnego posiadacza majątku:

$$(8) \quad \frac{M}{P} = f(y, w; r_m, r_b, r_e, \frac{1}{P} \frac{dP}{dt}; u)$$

gdzie M , P i y mają to samo znaczenie jak w równaniu (7), z wyjątkiem tego, że dotyczą one pojedynczego posiadacza majątku; w jest częścią majątku w formie pozaludzkiej (albo alternatywnie częścią dochodu otrzymanego z posiadłości); r_m jest oczekiwaną stopą rentowności pieniądza, r_b jest oczekiwaną stopą rentowności papierów wartościowych o stałym oprocentowaniu; r_e jest oczekiwaną stopą rentowności akcji, uwzględniającą zmiany ich cen; $(1/P)(dP/dt)$ jest oczekiwaną stopą zmiany cen towarów, a więc jest oczekiwaną stopą rentowności aktywów rzeczowych; u reprezentuje wszystkie inne czynniki niż dochód, które wpływają na użyteczność pieniądza. Każda z czterech stóp rentowności reprezentuje pewną grupę stóp rentowności i dla pewnych celów może mieć istotne znaczenie bardziej precyzyjna klasyfikacja aktywów, na przykład rozróżnienie poszczególnych wkładów pieniężnych długoterminowych

⁷² Chodzi tu tylko o zasoby takiego pieniądza, który nawet w czasach wojny zachowa swoją siłę nabywczą (na przykład dolar amerykański); jeżeli będzie to pieniądź, który może siłę nabywczą w czasie wojny stracić, tendencje te będą odwrotne.

od krótkoterminowych, papierów wartościowych o stałym oprocentowaniu od papierów wartościowych o zmiennym oprocentowaniu, akcji z większym ryzykiem od akcji z mniejszym ryzykiem, różnych rodzajów aktywów rzeczowych itd.

Gdy chcemy przejść od równania indywidualnego posiadacza majątku (8) do opowiadającego mu równania dla całej gospodarki pojawia się problem agregacji. Najbardziej istotny okazuje się problem, który wynika z tego, że suma popytu na pieniądź zależy od rozkładów takich zmiennych, jak y i w , a także od wartości ich agregatów i przeciętnych. Jeżeli pominiemy te efekty rozkładów, równanie (8) można zastosować do całej zbiorowości gospodarczej, kiedy M i y oznacza odpowiednio zasób pieniędzy na jednego mieszkańca i dochód narodowy na jednego mieszkańca, a w jest pojedynczą częścią majątku pozaludzkiego przypadającą na jednego mieszkańca.

Powstają jednak poważne problemy, jeśli zastosuje się równanie (8) w praktyce. Powodem ich jest precyzyjność definicji y i w , szacunki oczekiwanych stóp rentowności w odniesieniu do ich aktualnych odpowiedników i liczba zmiennych określonych w równaniu przez u .

Popyt przedsiębiorstw produkcyjnych na pieniądź. Ograniczenie wynikające z posiadania określonego majątku, które dotyczy finalnych dysponentów majątku, nie uwzględnia przedsiębiorstw produkcyjnych. Wielkość kapitału zaangażowanego w aktywa produkcyjne, z pieniądzem włącznie, jest zmienną określoną przez cel działalności przedsiębiorstwa, na przykład maksymalizację dochodów, a brakująca część kapitału do osiągnięcia tak postawionego celu może zostać uzupełniona z rynku kapitałowego. Nie ma więc powodu, aby włączać jako zmienną całkowity majątek lub y jako jego namiastkę do funkcji popytu przedsiębiorstw produkcyjnych na pieniądź.

Można jednak wprowadzić podobną zmienną, która określi „rozmiar” przedsiębiorstwa z punktu widzenia różnych czynników, a mianowicie: wskaźnik wartości produkcyjnej różnych wielkości zasobów pieniężnych dla przedsiębiorstwa. To jest już dość bliskie wcześniejszemu ujęciu transakcyjnemu, które wyraża „pracę”, jaką musi wykonać pieniądź. Nie jest jednak jasne, jaka zmienna jest w tym wypadku odpowiednia: całkowita wartość transakcji, wartość dodana netto, zysk netto, całkowity kapitał w formie niepieniężnej czy wartość firmy netto⁷³. Brak tego typu danych oznacza, że znacznie mniej pracy empirycznej zrobiono w zakresie popytu sektora produkcyjnego na pieniądź niż w dziedzinie wyznaczania krzywej popytu zagregowanego, obejmującej zarówno finalnych dysponentów majątku, jak i przedsiębiorstwa produkcyjne. W następstwie, wskazania dotyczące tego, jaka zmienna byłaby najlepsza są raczej słabe.

Podział majątku na część ludzką i pozaludzką nie ma specjalnego znaczenia dla przedsiębiorstw produkcyjnych, ponieważ zakupują one na rynku usługi typowe dla obu tych części.

Stopy rentowności pieniądza i aktywów alternatywnych są oczywiście jak najbardziej odpowiednie dla przedsiębiorstw produkcyjnych. Stopy te określają koszt netto

⁷³ Wartość firmy netto otrzymuje się po odjęciu od całkowitych aktywów (pasywów) firmy wszystkich zobowiązań dłużnych i wartości księgowej akcji preferencyjnych (jeśli takie są).

trzymania określonych sald pieniężnych. Jakkolwiek poszczególne, odpowiednie dla producentów, stopy rentowności mogą się różnić od tych, które są właściwe dla finalnych dysponentów majątku. Na przykład stopy kredytowe mają niewielkie znaczenie dla indywidualnych posiadaczy majątku, natomiast mają zasadnicze znaczenie dla sektora produkcyjnego, ponieważ to one decydują o zasadach zdobywania kapitału tworzącego środki pieniężne w firmie.

Odpowiednik u z równania (8) dla przedsiębiorstw produkcyjnych jest innym zestawem zmiennych dla przedsiębiorstwa produkcyjnego. Nie wpływa on na wydajność zasobów pieniężnych. Jedynie oczekiwania dotyczące stanu równowagi ekonomicznej można uznać jako wspólny dla obu podmiotów element wchodzący w skład zmiennej u .

Dopiero po powyższych uwagach równanie (8), ale bez zmiennej w , można uznać za reprezentujące popyt na pieniądz sektora produkcyjnego, a jeżeli używać jego będziemy dla wielkości agregatowych, to trzeba uwzględnić pewne zniekształcenia, jakie mogą powstać w wyniku agregacji.

Proces dostosowawczy. Wskazywanie pieniądza jako głównego komponentu majątku jest ważne ze względu na zmienne brane tu pod uwagę. Jest to istotne także z powodu implikacji dla procesu dostosowawczego różnicy pomiędzy obecnym a pożądanym zasobem pieniądzy. Każda taka rozbieżność tworzy niedobór w zestawieniu bilansowym. Niedobór ten może zostać skorygowany (uzupełniony) w dwojaki sposób: albo w wyniku zmian w strukturze aktywów i pasywów przez zakup czy sprzedaż, zaciągnięcie lub udzielenie kredytu, albo przez dodanie do lub odjęcie od aktywów czy pasywów efektów, wynikających z otrzymanego zysku lub poniesionej straty. Keynesowska analiza preferencji płynności kładła nacisk na pierwszy typ korekty i jedyną jej wersją była zamiana pomiędzy pieniądzem a obligacjami. Wcześniejsza teoria ilościowa wskazywała drugi sposób, wykluczając niemal całkowicie ten pierwszy. Niniejsze ujęcie dopuszcza oba sposoby.

Proces dostosowawczy jest ważny szczególnie z powodu czasu, w jakim może on nastąpić. Likwidacji niedoborów w bilansie nie należy oczekiwać zbyt prędko, a zwłaszcza wtedy, gdy dopuszcza się tylko ten drugi sposób, poprzez efekty dochodowe i kiedy dotyczą one zasobu pieniądza M , którego funkcją jest służyć jako czasowy nośnik siły nabywczej, co pozwala oddzielić zakup od sprzedaży.

Możliwe jest, że jakakolwiek większa zmiana w zasobach pieniężnych, powiedzmy nieantycypowany wzrost lub spadek ilości pieniądza na skutek działania władz monetarnych, zejdzie się w czasie z zamierzoną zmianą struktury aktywów i pasywów poprzez zakup i sprzedaż. Takie zamierzone działanie nie pozostanie bez wpływu na zmianę cen aktywów i pasywów, przez co doprowadzi do kolejnych różnic i do potrzeby dostosowania. Takie zmiany cen przyczynią się do zmian relatywnych cen dóbr kapitałowych i usług przez nie świadczonych i tym samym wprowadzą bodźce do zmian wpływów i rozchodów. Jeżeli zmiany w zasobach pieniężnych spowodują zmiany nominalnej całkowitej wartości majątku nie tylko poprzez zmianę jego struktury stworzy to kolejny bodziec do zmiany wpływów i rozchodów. Efekty zmian pieniężnych będą się więc nasilać w postaci zwiększających się wahań wartości poszczególnych aktywów, a niektóre z ważniejszych efektów pozostaną niewidoczne nawet do kilku miesięcy od początku tych zmian.

Literatura

Friedman, M. (1956a). The Quantity Theory of Money – A Restatement. W: M. Friedman (red.). *Studies in the Quantity Theory of Money*, Chicago: University of Chicago Press.

Friedman, M. (1957). A Theory of the Consumption Function. *National Bureau of Economic Research General Series*, (63). Princeton: Princeton University Press.

Friedman, M. (red.) (1956). *Studies in the Quantity Theory of Money*. Chicago: University of Chicago Press.

Johnson, H.G. (1962). Monetary Theory and Policy. *American Economic Review*, 52.

Keynes, J.M. (1985). *Ogólna teoria zatrudnienia procentu i pieniądza*. Warszawa: PWN.

Patinkin, D. (1951). Price Flexibility and Full Employment. W: *American Economic Association Readings in Monetary Theory*. Homewood: Irwin.

Pigou, A.C. (1951). Economic Progress in a Stable Environment. W: *American Economic Association Readings in Monetary Theory*. Homewood: Irwin.

The Economist (1984). (Specjalne opracowanie: *A Survey of Central Banking*) z 22 września.

Tobin, J. (1960), Money, Wage Rates and Employment. W: K. Harris, E. Seymour (red.). *The New Economics: Keynes' Influence on Theory and Public Policy*. London.

Tobin, J. (1961). Money, Capital and Other Stores of Value. *American Economic Review*, 51(2).

Rozdział 6

Mechanizm transmisji stopy procentowej⁷⁴

W poprzednich rozdziałach zostały omówione zagadnienia, które decydują o wielkości i tendencjach cen, o związku ilości pieniądza i szybkości jego obiegu z wysokością cen oraz możliwości i uprawnienia banku centralnego, które mogą wpływać na te wielkości. Dobry i przezorny bankier centralny zawsze patrzy na procesy gospodarcze z pełną świadomością skutków swoich decyzji. Jeżeli jego decyzje mają wpływać na poziom cen i wielkość PKB, to musi brać pod uwagę ewentualne skutki wpływu swoich decyzji na inne wielkości gospodarcze, takie jak: bezrobocie, zdolności eksportowe krajowych producentów, zmiany w popycie i podaży itd. Dobra sytuacja gospodarcza, tzn.: względna stabilizacja cen, ustabilizowany wzrost gospodarczy, niskie bezrobocie i zrównoważona sytuacja płatnicza kraju, to także powód do dumy dla bankiera centralnego, ponieważ jego wkład w takie wyniki gospodarcze zawsze jest znaczny. Natomiast za złą sytuację gospodarczą, kiedy pojawiają się tendencje recesyjne, rośnie bezrobocie czy pogarszają się warunki płatnicze kraju, także częściową winę ponosi bankier centralny, niezależnie od tego, czy potrafi manipulować przepisami prawnymi, powoływać się na niezależność banku centralnego, czy też zrzucić swoją winę na innych, aby dowieść, że on z tym wszystkim ma niewiele wspólnego.

W gospodarce regulowanej przez rynek każda decyzja wpływająca na wielkości charakterystyczne dla rynku, czyli: ceny, popyt podaż, elastyczności cenowe i dochodowe, wpływa także na zmiany innych wielkości gospodarczych. Na pewne wielkości wpływa bardziej, na inne mniej. Polityk gospodarczy, a takim jest niewątpliwie bankier centralny, musi więc znać potencjalne skutki zarówno swoich decyzji, jak i braku tych decyzji w wymiarze agregatowym. Dlatego dobry bankier centralny będzie korzystał ze wszystkich dostępnych teorii i nie zlekceważy żadnego, nawet przesadnego, ostrzeżenia.

Aby jednak być świadomym skutków swoich decyzji lub ich braku trzeba poznać wszystkie możliwe kanały i mechanizmy, jakie uruchamia konkretna decyzja. Niniejszy rozdział zajmuje się skutkami zmian oficjalnej stopy procentowej, czyli de-

⁷⁴ Rozdział ten powstał na podstawie raportu: *The transmission mechanism of monetary policy*, opracowanego w 1999 roku przez Komitet Polityki Pieniężnej Banku Anglii na wniosek odpowiednich komisji Izby Gmin i Izby Lordów i jest przykładem praktycznego podejścia do mechanizmu transmisji. Pozyskano z: www.bankofengland.co.uk/publications/.../monetary/montrans.pdf (25.04.2016).

czyżi najczęściej podejmowanej we współczesnych bankach centralnych. Niezależnie jednak od opisywanych teorii i powyższych uwag trzeba także pamiętać o pewnych warunkach, które często uważa się za oczywiste i dlatego nie mówi się o nich. Niektórzy jednak zdają się o nich zapominać, dlatego celowym będzie ich krótkie przypomnienie.

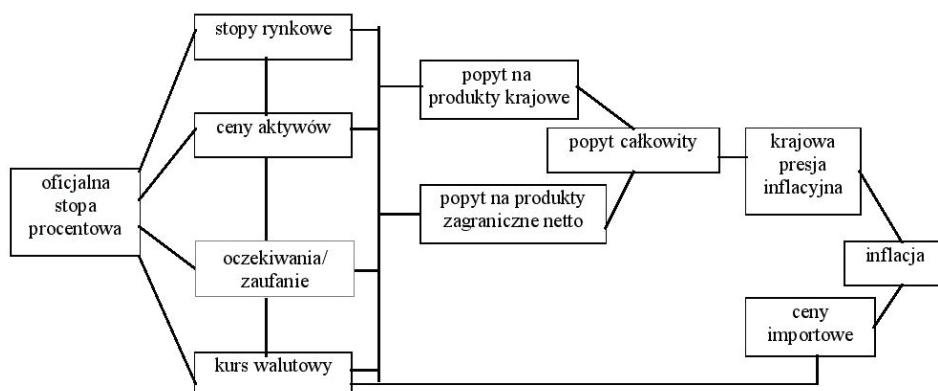
Jeżeli ktokolwiek używa pojęcia stopy procentowej, trywialnym może wydać się przypomnienie, że mówimy o cenie pieniądza. W warunkach rynkowych prawidłowa i odpowiadająca realiom cena może ukształtować się tylko pod wpływem działania sił rynku, popytu na pieniądź i podaży pieniądza. Tak więc wysokość stopy procentowej może być wiarygodna tylko wtedy, kiedy ukształtuje ją rynek. Nie musi to całkowicie dyskwalifikować pewnych strategii, polegających na stosowaniu zaporowych wielkości stóp procentowych jako instrumentu przeciwdziałania inflacji. Jednak przy takim podejściu wspomniane w pierwszej części teorii stają się raczej bezużyteczne, a dalsze rozważania poszukujące kanałów i mechanizmów transmisji decyzji o zmianach stóp procentowych stają się w pewnym sensie zbędne.

Rozważania o mechanizmie transmisji i jego kanałach w warunkach, kiedy mechanizm rynkowy nie funkcjonuje, lub funkcjonuje w sposób ułomny, nie tracą jednak całkowicie sensu. Stają się co prawda abstrakcją, która może mieć bardzo małą szansę praktycznego zastosowania, ale zawierają w sobie także pewien ładunek informacyjny. Jeżeli możemy powiedzieć, że mechanizm transmisji polityki pieniężnej nie działa, bądź działa ułomnie, może to znaczyć, że w danym kraju albo nie funkcjonuje mechanizm rynkowy, albo jego funkcjonowanie jest niedoskonałe. Stawia to więc przed bankiem centralnym pewną diagnozę, że stosowane przezeń instrumenty i operacje są bardzo mało skuteczne. Trzeba po prostu je zmienić i nie zapominać o tym, że powinien zacząć funkcjonować rynek pieniądza.

Warto więc prześledzić, jak funkcjonuje mechanizm transmisji zmian stopy procentowej w krajach, gdzie rynek pieniądza wyznacza stopy procentowe. Nie musi to oznaczać, że bank centralny nie może ustalać krótkoterminowej stopy procentowej, według której dokonuje transakcji na rynkach pieniężnych. Operuje jednak wielkościami stopy procentowej bądź trochę niższymi, bądź trochę wyższymi od rynkowych stóp procentowych. Wtedy dopiero decyzja ustalająca wysokość oficjalnej stopy procentowej może wpływać na działalność gospodarczą i wysokość inflacji poprzez kilka kanałów, określanych jako mechanizm transmisji polityki pieniężnej.

Po pierwsze, decyzje o wysokości oficjalnej stopy procentowej wpływają na rynkowe stopy procentowe (takie jak stopy od kredytów hipotecznych i stawki depozytowe) w różnym stopniu. Jednocześnie wypowiedzi przedstawicieli banku centralnego na temat mających nastąpić posunięć w zakresie polityki pieniężnej, wpływają na oczekiwania dotyczące przyszłych wydarzeń gospodarczych i na zaufanie do tych oczekiwań. Wpływają także na ceny aktywów i kurs walutowy.

Kolejne założenie dotyczy zasady ustalania kursu walutowego. W niniejszej pracy zakładamy także, że mamy do czynienia z kursem płynnym, czyli całkowicie zależnym od mechanizmu rynkowego. Wówczas można mówić o transmisji zmian stopy procentowej na wysokość kursu walutowego. Jakakolwiek interwencja w mechanizm rynkowy płynnego kursu walutowego może powodować sprzężenia zwrotne.



Rysunek 1. Funkcjonowanie mechanizmu transmisji stopy procentowej

Źródło: Report (1999): *The transmission mechanism of monetary policy*, opracowany przez Komitet Polityki Pieniężnej Banku Anglii. Pozyskano z: www.bankofengland.co.uk/publications/.../monetary/montrans.pdf (25.04.2016).

Po drugie, zmiany te w konsekwencji wpływają na wielkość wydatków i oszczędności oraz inwestycji (lokat) poczynionych przez podmioty gospodarcze i osoby fizyczne. Jeżeli inne wielkości nie ulegają zmianie, wyższe stopy procentowe zachęcają raczej do oszczędzania niż wydawania pieniędzy, i tym samym zwiększają wartość krajowego pieniądza na rynkach dewizowych. To z kolei powoduje, że zagraniczne towary tanieją w porównaniu do krajowych. W ten sposób oficjalna stopa procentowa wpływa na popyt na towary i usługi produkowane wewnątrz kraju.

Po trzecie, poziom popytu w stosunku do możliwości podaży, zarówno na rynku pracy, jak i na każdym innym rynku, jest głównym czynnikiem wpływającym na presję inflacyjną. Na przykład, jeśli popyt na siłę roboczą przewyższa jej aktualną podaż następuje presja na wzrost płac, co powoduje wyższe ceny dla konsumenta.

Po czwarte, ruchy kursu walutowego wpływają bezpośrednio, chociaż często z pewnym opóźnieniem, na ceny krajowe dóbr i usług importowanych. Pośrednio wpływają także na ceny tych dóbr i usług krajowych, które z nimi konkurują lub używają surowców importowanych do ich wytwarzania.

Ogniwa łańcucha transmisji

Polityka pieniężna działa przede wszystkim poprzez wpływ na całkowity popyt w gospodarce. Jej wpływ na trend podaży (mocy produkcyjnych) jest raczej znikomy. Można powiedzieć, że polityka pieniężna w dłuższych horyzontach czasowych decyduje o nominalnej lub pieniężnej wartości dóbr i usług, a więc określa ogólny poziom ich cen. Znaczy to, że w dłuższym horyzoncie czasowym polityka pieniężna przede wszystkim określa wartość pieniądza krajowego. A więc zmiany wskaźnika cen informują, jak zmienia się w danym czasie siła nabywcza pieniądza. W tym sensie inflację można określić jako zjawisko monetarne.

Jednak polityka pieniężna ma także wpływ na procesy realne w krótszym okresie. Pomimo jej dominującego wpływu na poziom cen w dłuższym horyzoncie czasowym jest kilka innych czynników wpływających na zmiany cen w krótszych okresach. Można je określić jako ogniwa w łańcuchu przyczynowo-skutkowym, rozpoczynającym się od zmian w polityce pieniężnej, a kończącym się konkretnymi skutkami dla gospodarki.

6.1.1. Wpływ zmian oficjalnej stopy procentowej na rynki finansowe

Zdolność banku centralnego do wpływu na poziom rynkowych stóp procentowych wynika z tego, że jest on monopolistą, jeśli chodzi o dostarczanie dla gospodarki bardzo „wpływowego” rodzaju pieniądza, określanego jako pieniądz bazowy lub rezerwowy⁷⁵. Wielkość ta, niezależnie od pewnych różnic proceduralnych, jest typowa dla wszystkich banków centralnych. Kolejną cechą banku centralnego jest możliwość określania ceny (stopy procentowej), po jakiej dostarcza on pieniądza uczestnikom rynku pieniężnego, czyli podmiotom sektora prywatnego.

Wpływ zmian oficjalnej stopy procentowej banku centralnego na inne stopy procentowe i na rynki finansowe zależy od skali jej antycypowania i od tego, jak wpływa ona na oczekiwania dotyczące przyszłej polityki pieniężnej. Dla większej przejrzystości przyjęte jest założenie, że po określonej zmianie oficjalnej stopy procentowej banku centralnego nie nastąpi zbyt szybko kolejna zmiana w kierunku odwrotnym, jak i nie antycypuje się dalszych zmian w kierunku zainicjowanym (tzn. po obniżce stopy procentowej nie oczekuje się zbyt szybko następnej obniżki). Takie założenie można uznać za racjonalne, chociaż trzeba sobie zdawać sprawę z tego, że oczekiwania powyższe mogą się pojawić nawet wtedy, jeśli oczekiwana zmiana nie nastąpi.

Krótkoterminowe stopy procentowe. Zmiana oficjalnej stopy procentowej w warunkach prawidłowo funkcjonującego rynku pieniężnego jest niemal natychmiast transmitowana na inne krótkoterminowe stopy procentowe. Od razu zostaje zastosowana we wszystkich transakcjach banku centralnego i wywołuje zmiany także innych krótkoterminowych stóp procentowych, takich jak stopy kredytów i depozytów międzybankowych, choć następują one niekoniecznie w takim samym wymiarze, jak stopa oficjalna i z pewnym opóźnieniem. Zmieniają się także stopy kredytowe banków komercyjnych (stawki bazowe lub podstawowe). W konsekwencji zmian stóp kredytowych następują natychmiastowe zmiany w pozostałych stopach procentowych, którymi banki obciążają swoich klientów. Konieczność szybkiej korekty pojawia się także w stosunku do oprocentowania wkładów pieniężnych, w celu zachowania niezbędnej marży, czyli różnicy pomiędzy oprocentowaniem wkładów i kredytów, zapewniającej rentowność banku. Trzeba jednak pamiętać, że marże te kształtują się także pod wpływem konkurencji na rynku wkładów pieniężnych, a zmiany oficjalnej stopy procentowej nie muszą automatycznie powodować zmian w stawkach depozytowych.

⁷⁵ Określany często jako M0, obejmuje emisję pieniądza plus wkłady banków komercyjnych w banku centralnym.

Długoterminowe stopy procentowe. Zmiany krótkoterminowych stóp procentowych (mogą to być zmiany niewielkie i z pewnym opóźnieniem) następują w tym kierunku, w jakim nastąpiła zmiana oficjalnej stopy procentowej. Reakcja długoterminowych stóp procentowych nie musi jednak przybierać tego samego kierunku. Długoterminowe stopy procentowe kształtują się raczej pod wpływem przeciętnych krótkoterminowych stóp procentowych i ich oczekiwanego trendu. Tak więc zarówno niewielki wzrost oficjalnej stopy procentowej może spowodować spadek długoterminowych stóp procentowych, jak i niewielka obniżka oficjalnej stopy procentowej może doprowadzić do wzrostu długoterminowych stóp procentowych. Wynika to ze znaczenia, jakie może mieć obecna zmiana oficjalnej stopy procentowej dla oczekiwań inflacyjnych w przyszłości. Szerzej zostanie to wyjaśnione w dalszej części niniejszego opracowania.

Ceny aktywów. Zmiany oficjalnej stopy procentowej mają także wpływ na ceny rynkowe papierów wartościowych, czyli akcji i obligacji. Zależność pomiędzy kierunkiem zmian oficjalnej stopy procentowej a kształtowaniem się cen obligacji jest odwrotna. Obniżka oficjalnej stopy procentowej powoduje wzrost cen obligacji, a jej podwyżka powoduje spadek cen obligacji. Jeżeli inne okoliczności nie ulegają zmianie (szczególnie oczekiwania inflacyjne) wyższe stopy procentowe powodują spadek cen innych papierów wartościowych, czyli akcji. Dzieje się tak dlatego, że przyszłe dochody są dyskontowane przez większy współczynnik, a więc ich wartość terazniejsza spada. Pozostałe okoliczności nie muszą pozostawać niezmiennie, na przykład zmiana stopy oficjalnej może mieć pośredni wpływ na oczekiwania lub poziom zaufania, co wymaga dalszych wyjaśnień.

Kurs walutowy. Zmiany stóp procentowych mogą także wpływać na poziom kursu walutowego. Kurs walutowy rozumiany jako relatywna cena waluty krajowej do waluty zagranicznej zależy zarówno od krajowej, jak i zagranicznej sytuacji pieniężnej. Dokładny wpływ zmian oficjalnej stopy procentowej na poziom kursu walutowego charakteryzuje duży stopień niepewności, gdyż zależy on zarówno od krajowych, jak i zagranicznych oczekiwań dotyczących kształtowania się stóp procentowych i inflacji. Można jednak przyjąć, że jeśli pozostałe okoliczności nie ulegają zmianie podwyżka oficjalnej stopy procentowej wywoła wzrost kursu waluty krajowej (aprecjację) na zagranicznych rynkach dewizowych. Natomiast obniżka oficjalnej stopy procentowej wywoła spadek kursu waluty krajowej (deprecjację) na zagranicznych rynkach dewizowych. Aprecjacja kursu wynika z tego, że wyższe krajowe stopy procentowe w stosunku do stóp procentowych aktywów zagranicznych czynią krajowe aktywa bardziej atrakcyjnymi dla zagranicznych inwestorów. Kurs walutowy powinien więc osiągnąć taki poziom, przy którym zagraniczni inwestorzy oczekują, że lokaty w aktywa krajowe i zagraniczne będą dla nich równorzędne. Jest to więc taki poziom kursu walutowego, gdy określona różnica w stopach procentowych o danym horyzoncie czasowym wywołuje taką samą zmianę kursu walutowego w tym samym horyzoncie czasowym⁷⁶.

⁷⁶ Zależność ta jest wyjaśniona przez teorię parytetów procentowych.

Zmiany kursu walutowego prowadzą do relatywnych zmian pomiędzy cenami krajowych i zagranicznych towarów i usług. Różnice te trwają nieraz bardzo krótko, choć niektóre z nich utrzymują się czasami dość długo i zachowują wpływ na strukturę wydatków w gospodarce.

Oczekiwania i zaufanie. Zmiany oficjalnej stopy procentowej wpływają na oczekiwania dotyczące stanu przyszłej działalności w sferze realnej gospodarki i zaufanie do tych oczekiwań (włączając w to oczekiwania inflacyjne). Zmiany w ich postrzeganiu wpływają na uczestników rynków finansowych i mogą one dotyczyć także innych sfer gospodarki poprzez na przykład oczekiwane dochody z pracy, bezrobocie, wielkość sprzedaży i zysków. Kierunek ich działania jest jednak trudny do przewidzenia. Zmieniać się może także skala ich oddziaływania. Na przykład, podwyżka oficjalnej stopy procentowej może zostać zinterpretowana przez radę banku centralnego, że wzrost gospodarczy przebiega znacznie szybciej niż wcześniej zakładano i że wzmacnia zarówno oczekiwania przyszłego wzrostu w podobnym tempie, jak i zaufanie do takiego scenariusza. Ale może być także postrzegana jako sygnał świadczący o tym, że rada widzi potrzebę spowolnienia wzrostu gospodarczego (schłodzenia gospodarki), aby osiągnąć założony wcześniej cel inflacyjny, co może znacznie osłabić zarówno oczekiwania dotyczące wzrostu gospodarczego, jak i zaufanie do takiego scenariusza.

Możliwość tak odmiennych skutków decyzji rady powoduje niepewność co do wpływu zmian w polityce pieniężnej i zwraca uwagę na potrzebę większej przejrzystości i wiarygodności polityki pieniężnej.

Podsumowując, decydenci z zakresu polityki pieniężnej mogą kontrolować tylko w pewien specyficzny sposób zmiany krótkoterminowych rynkowych stóp procentowych, cen aktywów i kursu walutowego. Skala tych zmian będzie różna, jeżeli zewnętrzne otoczenie, zasady polityki pieniężnej i nastroje rynkowe nie będą zawsze takie same. Jednak zmiany w polityce pieniężnej wpływają na rynki finansowe, jak zostało wskazane powyżej.

6.1.2. Wpływ rynków finansowych na strukturę wydatków

Należy postawić pytanie, w jakim stopniu decyzje dotyczące wydatków osób fizycznych i przedsiębiorstw odzwierciedlają zmiany stóp procentowych, cen aktywów i kursu walutowego. Omówimy tutaj natychmiastowe skutki zmian w polityce pieniężnej, natomiast te, które są konsekwencją zmian w zsumowanych dochodach, zatrudnieniu i inflacji będą przedstawione w dalszej części niniejszej pracy. Ponieważ skutki zmian w polityce pieniężnej nie są jednoznaczne, trzeba oprzeć się na oczekiwaniach związanych z przewidywalnym scenariuszem sfery realnej oraz na tych dotyczących inflacji, którym towarzyszy określony poziom zaufania. Zakładamy także brak zmian w polityce fiskalnej rządu jako reakcji rządu na zmiany w polityce pieniężnej.

Osoby fizyczne. Na działania osób fizycznych polityka pieniężna wpływa wieloma kanałami. Można zaobserwować trzy rodzaje skutków bezpośrednich. Po pierwsze, mają do czynienia z nowymi stopami procentowymi w stosunku do swoich oszczęd-

ności i zadłużenia. Pomędzy dochodami do dyspozycji oszczędzających i zaciągających długi pojawia się taka różnica, że powoduje ona albo zachętę do oszczędzania (podwyżka stopy), albo zachętę do konsumpcji (obniżka stopy). Po drugie, wartość osobistego majątku (w kategoriach finansowych) zmienia się jako skutek zmiany cen aktywów. Po trzecie, korekta kursu walutowego zmienia relacje cen towarów i usług wyrażonych w walucie krajowej w stosunku do cen wyrażonych w walutach obcych. Najbardziej jednak odczuwany jest skutek zmiany stopy procentowej od kredytów indywidualnych, zwłaszcza hipotecznych i odsetek otrzymywanych od oszczędności. Zaczniemy od podmiotów znacznie zadłużonych, by później powrócić do posiadaczy oszczędności.

Pożyczki gwarantowane hipoteką na nieruchomościach stanowią zwykle dość dużą część kredytów indywidualnych, a większość kredytów hipotecznych ma zmienną stopę oprocentowania. Jakakolwiek podwyżka stawki procentowej od kredytów hipotecznych redukuje dochód pozostający w dyspozycji danego kredytobiorcy, a więc przyczynia się do zmniejszenia jego siły nabywczej na dobra i usługi. Wyższe oprocentowanie kredytów niegwarantowanych ma podobny skutek. Poprzedni poziom wydatków konsumpcyjnych nie może zostać utrzymany bez zaciągnięcia dodatkowych kredytów (lub zmniejszenia oszczędności), tak więc spadek wydatków konsumpcyjnych jest bardzo prawdopodobny. Kredytobiorcy hipoteczni ze stałą stawką kredytową nie odczują zmiany do daty, kiedy trwa ich okres stałego oprocentowania, ale nowi kredytobiorcy już będą zobowiązani płacić nowe podwyższone odsetki.

Efekty majątkowe będą najprawdopodobniej miały podobne skutki. Wyższe stopy procentowe (aktualne i oczekiwane) przyczyniają się do redukcji wartości aktywów, a majątek o mniejszej wartości powoduje mniejsze wydatki. Ceny papierów wartościowych omówiono już wcześniej. Kolejnym ważnym składnikiem majątku są domy i mieszkania. Wyższe stopy procentowe podwyższają w zasadzie koszt finansowania zakupu tych nieruchomości i tym samym przyczyniają się do redukcji popytu na nie. Spadek popytu obniża tempo wzrostu cen nieruchomości i mogą wystąpić przypadki spadku ich cen. Mieszkania i domy są głównym komponentem majątku osób fizycznych. Zmiany wartości majątku, na który składają się nieruchomości, działają na wydatki w tym samym kierunku co zmiany w majątku finansowym. Jednak zakres tych zmian nie musi być jednakowy. Pewien wpływ na jego rozmiar ma także to, że dana osoba może poczuć się biedniejsza, kiedy wartość rynkowa jej nieruchomości spada. Innym czynnikiem podobnie działającym może być powszechna zasada, że nieruchomości najczęściej stanowią zabezpieczenie kredytów, więc spadek ich ceny utrudnia zaciąganie kredytów. Przykładem tego może być znaczny wzrost cen nieruchomości w Europie Zachodniej pod koniec lat osiemdziesiątych dwudziestego wieku, któremu towarzyszył ożywiony wzrost konsumpcji oraz spadek cen nieruchomości na początku lat dziewięćdziesiątych ubiegłego stulecia, któremu przypisywano główny wpływ na ograniczenia wydatków konsumpcyjnych w tym okresie.

Pewna część ludności nie posiada ani nieruchomości, ani nie zaciąga kredytów hipotecznych. Może ona jednak mieć pewne zadłużenie z tytułu pożyczek konsumpcyjnych lub kart kredytowych. Polityka pieniężna wpływa także na poziom tych stawek kredytowych, a wyższe stawki zniechęcają do zaciągania kredytów na konsumpcję.

Nawet dla tych, którzy nie zaciągają kredytów, wyższe stopy procentowe są szansą na większe korzyści z oszczędności i zachęcają ich, aby więcej oszczędzać, a mniej wydawać. Można więc podsumować, że wyższe stopy procentowe (przy danych oczekiwaniach inflacyjnych) skłaniają do przesuwania konsumpcji w czasie i tym samym zwiększania jej wolumenu w przyszłości. Czyli większa konsumpcja przyszła staje się atrakcyjną alternatywą dla mniejszej konsumpcji bieżącej.

Innym czynnikiem wpływającym na wydatki konsumpcyjne są skutki, które wynikają ze zmian oficjalnej stopy procentowej na zaufanie konsumentów i oczekiwań dotyczących poziomu zatrudnienia i dochodów. Skutki te różnią się zależnie od okoliczności w danym momencie, ale gdy oczekuje się, że zmiany w polityce pieniężnej będą pobudzać działalność gospodarczą, wzrost zaufania i oczekiwanie wzrostu zatrudnienia i dochodów są bardzo prawdopodobne. Odwrotny scenariusz nastąpi, gdy wystąpią oczekiwania, że zmiany w polityce pieniężnej będą hamować działalność gospodarczą.

Jak dotychczas wszystkie wspomniane wyżej czynniki działają w podobny sposób. Wyższe stopy procentowe, przy założeniu, że pozostałe wielkości ekonomiczne nie ulegają zmianie, ograniczają wydatki konsumpcyjne, natomiast niższe stopy procentowe pobudzają te wydatki. Nie musi się to jednak odnosić do wszystkich osób fizycznych. Na przykład osoby, które żyją z odsetek otrzymywanych z oszczędności lub ci, którzy zakupują świadczenia rentowe (w ramach określonych ubezpieczeń) otrzymają większy dochód pieniężny, gdy stopy procentowe są wysokie niż wtedy, gdy są niskie. Wyższe dochody dają im możliwość utrzymywania wydatków konsumpcyjnych na wysokim poziomie. Tak więc podwyżki stóp procentowych (obniżki) wywołują efekty redystrybucyjne, kredytobiorcy netto tracą (zyskują), a posiadacze oszczędności netto zyskują (tracą). Można jeszcze bardziej skomplikować sprawę poprzez stwierdzenie, że wydatki określonych grup konsumentów nie jednakowo reagują na określone zmiany ich dochodów.

W tej sytuacji rada banku centralnego ustala jedną stopę procentową dla całej gospodarki i może brać tylko pod uwagę wpływ zmian oficjalnej stopy procentowej na pewien agregat wielkości występujących w gospodarce. Z takiego punktu widzenia całkowity wpływ skutków wspomnianych wyżej na konsumentów będzie tak wyglądał, że wyższe stopy procentowe powodują obniżanie całkowitych wydatków konsumpcyjnych, a niższe stopy procentowe powodują ich zwiększanie.

Kurs walutowy też może mieć wpływ na poziom indywidualnych wydatków konsumpcyjnych. To zdarza się, kiedy znaczne zasoby majątkowe (lub długi) są wyrażone w walutach obcych i zmiana kursu powoduje zmiany majątku netto. Nie jest to jednak czynnik zbyt ważny dla większości konsumentów wewnątrz kraju. Będzie on jednak powodował zmiany w strukturze wydatków konsumpcyjnych, nawet jeśli poziom tych wydatków nie ulegnie zmianie. Zwyżka kursu powoduje, że towary i usługi importowane tanieją. To wpływa niekorzystnie na konkurencyjność krajowych producentów na eksport i tych konkurujących z towarami importowanymi. Działa to także na sferę usług, na przykład na turystykę, gdyż wakacje za granicą stają się odpowiednio tańsze. Taka zmiana relacji cen może pobudzić przesunięcia w wydatkach z dóbr i usług krajowych na zagraniczne. Oczywiście zmiany oficjalnej stopy procentowej nie są jedynym powodem zmian kursów walutowych, które często są powodowane w znacznym stopniu innymi czynnikami.

Podsumowując, wzrost oficjalnej stopy procentowej przy założeniu pozostałych wielkości stałych (głównie oczekiwań i zaufania) prowadzi do redukcji całkowitych wydatków konsumpcyjnych i poprzez wzrost kursu walutowego powoduje przesunięcia w tych wydatkach z dóbr i usług produkowanych w kraju na dobra i usługi produkowane za granicą. Redukcja oficjalnej stopy procentowej powoduje skutki przeciwne. Rozmiary, a nawet kierunek tych zmian może jednak zostać zmieniony poprzez zmiany oczekiwań i zaufania, do których może doprowadzić zmiana polityki pieniężnej, a wpływ ten może być różny zależnie od wielu szczególnych okoliczności.

Przedsiębiorstwa. Inną znaczną część sektora prywatnego stanowią przedsiębiorstwa. Ich działanie polega na tworzeniu pewnych kombinacji kapitału, siły roboczej, a także zakupionych towarów i usług w określonym procesie produkcji, aby wytworzyć, a następnie sprzedać towary i usługi z zyskiem. Przedsiębiorstwa odczuwają zmiany w rynkowych stopach procentowych, cenach aktywów i w kursie walutowym, które mogą wynikać ze zmian polityki pieniężnej. Jakkolwiek znaczenie tego wpływu może się różnić w zależności od gałęzi produkcji, wielkości firmy i jej źródeł finansowania. W tym miejscu najpierw rozpatrzmy bezpośrednie skutki zmian w polityce pieniężnej przy założeniu, że pozostałe wielkości są stałe, a skutki pośrednie jako wynik zmian w popycie zagregowanym zostaną omówione później (choć te skutki pośrednie mogą okazać się ważniejsze).

Wzrost oficjalnej stopy procentowej bezpośrednio wpłynie na wszystkie przedsiębiorstwa, które zaciągają różnego rodzaju kredyty związane z krótkoterminowymi rynkowymi stopami procentowymi. Wzrost stóp procentowych powoduje zwiększenie kosztów kredytu (odwrotny skutek powoduje spadek). Wzrost kosztów odsetek zmniejsza zyski takich przedsiębiorstw i zwiększa wymagane stopy rentowności dla nowych projektów inwestycyjnych, co zmniejsza prawdopodobieństwo ich wdrażania. Wyższy koszt odsetek powoduje wyższe koszty zapasów, które często są finansowane kredytami bankowymi. Koszt odsetek ma także wpływ na zatrudnienie, gdyż wzrost wspomnianych kosztów wymusza redukcję zatrudnienia lub zmniejszanie liczby roboczogodzin. Odwrotne skutki następują w przypadku spadku stóp procentowych. Finansowanie inwestycji staje się tańsze, więc bardziej prawdopodobne jest zwiększenie zatrudnienia.

Oczywiście nie wszystkie przedsiębiorstwa odczuwają niekorzystnie podwyżki stóp procentowych. Firmy zasobne w środki kasowe będą otrzymywać większe dochody od lokowanych wkładów w bankach, lub na rynkach pieniężnych, co jeszcze powiększy ich zasoby kasowe. Te z kolei mogą im ułatwić finansowanie inwestycji i powiększanie zatrudnienia. Ale możliwe jest także, że powiększone zasoby kasowe zostaną przesunięte w aktywa finansowe lub powiększą wypłacane akcjonariuszom dywidendy.

Istnieją także takie przedsiębiorstwa, które bezpośrednio odczuwają zmiany krótkoterminowych stóp procentowych w znacznie mniejszym zakresie. Powodem tego może być zarówno niewielki zakres korzystania z kredytów krótkoterminowych, jak i niskie zasoby ich środków płynnych, lub to, że związek pomiędzy ich aktywami i pasywami płynnymi jest raczej luźny. Wówczas zmiany krótkoterminowych stóp procentowych w małym stopniu wpływają na ich obroty i zasoby kasowe. Mogą jednak i takie przedsiębiorstwa odczuć zmiany w polityce pieniężnej poprzez ich wpływ na

długoterminowe stopy procentowe, jeżeli korzystają z rynków kapitałowych dla finansowania swoich inwestycji długoterminowych.

Koszt kapitału należy do najważniejszych czynników wpływających na procesy inwestycyjne w przedsiębiorstwach. Jak wcześniej wspomniano, zmiany w polityce pieniężnej mają jedynie pośredni wpływ na stopy procentowe obligacji długoterminowych. Ich wpływ na koszt kapitału akcyjnego jest także pośredni i w dodatku trudny do przewidzenia. Oznacza to, że związek pomiędzy zmianami oficjalnej stopy procentowej a kosztem kapitału nie jest łatwy do określenia. Ma to szczególne znaczenie dla dużych przedsiębiorstw transnarodowych, które posiadają dostęp do międzynarodowych rynków kapitałowych, a na ich koszty finansowe w bardzo małym stopniu wpływają krajowe zmiany krótkoterminowych stóp procentowych.

Zmiany cen aktywów również wpływają na zachowanie się przedsiębiorstw innymi kanałami transmisji. Kredyty bankowe dla przedsiębiorstw (zwłaszcza dla małych przedsiębiorstw) są często zabezpieczone przez ich aktywa. Spadek cen aktywów powoduje więc pewne trudności w zaciąganiu kredytów, gdyż niższe ceny aktywów obniżają wartość netto ich firm⁷⁷. Określa się to jako efekt tzw. akceleratora finansowego. Kapitał akcyjny w przypadku firm notowanych na giełdzie można łatwiej powiększyć, kiedy stopy procentowe są niskie i wartość aktywów wzrasta. Wówczas bilanse przedsiębiorstw określa się zazwyczaj jako zdrowe.

Zmiany kursu walutowego mają także istotny wpływ na dużą liczbę przedsiębiorstw, chociaż zmiany oficjalnej stopy procentowej tłumaczą tylko bardzo wąski margines zmienności kursu walutowego. Firma produkująca na przykład wewnątrz kraju będzie miała znaczny stały udział kosztów w walucie krajowej (przynajmniej w pewnych okresach), ale może odczuwać konkurencję firm, mających stały udział kosztów dewizowych. Aprecjacja waluty krajowej pogorszy więc pozycję konkurencyjną firm krajowych na pewien okres, poprzez generowanie niższych marż zysku lub obniżanie wpływów ze sprzedaży, lub oba te zjawiska mogą wystąpić łącznie. Ten skutek może być odczuwany bardzo dotkliwie przez znaczną liczbę przedsiębiorstw produkcyjnych, jeśli dążą one do otwarcia się na konkurencję z zagranicą. Zarówno producenci artykułów eksportowych, jak i producenci artykułów konkurujących z importem będą odczuwać takie skutki. Także znaczna część pozostałych sektorów gospodarki odczuje te zmiany kursu walutowego. Należą do nich rolnictwo i pewne dziedziny sektora usług, takie jak: hotele, restauracje, sklepy i teatry związane z turystyką, usługi finansowe, biznesowe i konsultacyjne.

Skutki zmian w polityce pieniężnej w oczekiwaniach przedsiębiorstw dotyczących przyszłej sytuacji gospodarczej i w zaufaniu do tych oczekiwań mają wpływ na decyzje inwestycyjne. Inwestycje w środki trwałe już podjęte są trudne lub nawet niemożliwe do zmiany, więc projekcje przyszłego popytu i ocena ryzyka są niezwykle ważne w ocenie projektów inwestycyjnych. Spadek (wzrost) oczekiwanej ścieżki popytu będzie prowadził do spadku (wzrostu) wydatków inwestycyjnych. Zaufanie, jakie towarzyszy oczeki-

⁷⁷ Wartość netto (*net worth*) określa się jako wartość kapitałów własnych pomniejszonych o wartość akcji preferencyjnych, czyli całkowita wartość aktywów firmy pomniejszona o zobowiązania dłużne i akcje preferencyjne.

waniom jest także dość ważne, ponieważ większa niepewność w stosunku do przyszłości spowoduje prawdopodobnie odłożenie w czasie wydatków inwestycyjnych aż perspektywy się poprawią. Znowo trudno jest przewidzieć wpływ zmiany oficjalnej stopy procentowej na przewidywania i zaufanie w przedsiębiorstwach, a nawet pojawią się pewne wątpliwości czy taki wpływ ma jakies znaczenie dla działalności inwestycyjnej.

W podsumowaniu można zaznaczyć, że dość duża liczba przedsiębiorstw jest uzależniona od kredytów bankowych w walucie krajowej lub od kredytów krótkoterminowych, zatem odczuwają one skutki bezpośrednich zmian stóp procentowych. Wyższe stopy procentowe pogarszają sytuację finansową firm, które są uzależnione od kredytów krótkoterminowych (przy założeniu, że pozostałe wielkości są stałe), a niższe stopy procentowe poprawiają ich sytuację finansową. Zmiany sytuacji finansowej mogą prowadzić do zmiany ich planów dotyczących inwestycji i zatrudnienia. Można przyjąć, że wyższe stopy procentowe poprzez zmianę stóp rentowności sprzyjają odkładaniu w czasie wydatków inwestycyjnych i zmniejszaniu stanu zapasów, podczas gdy niższe stopy procentowe sprzyjają ekspansji działalności produkcyjnej. Zmiany w polityce pieniężnej zmieniają także oczekiwania dotyczące sytuacji gospodarczej i zaufanie do tych oczekiwań, a więc powodują ponadto zmiany w wydatkach inwestycyjnych, wywołując bezpośrednio zmiany stóp procentowych, cen aktywów i kursu walutowego.

6.1.3. Wpływ zmian w wydatkach na zmiany w PKB i inflacji

Wszystkie wyżej wymienione zmiany dotyczące wydatków zarówno konsumpcyjnych, jak i inwestycyjnych, jeśli zostaną zsumowane w ramach całej gospodarki, będą generować zmiany w globalnym agregacie wydatków. Wydatki globalne dla całej gospodarki z definicji równają się sumie wydatków konsumpcyjnych, wydatków budżetowych (rządowych) i wydatków inwestycyjnych. Całkowite wydatki krajowe plus saldo handlu zagranicznego (eksport netto) odzwierciedlają zagregowany popyt krajowy w gospodarce i są równe produktowi krajowemu brutto (PKB).

Efekty wtórne. Wyżej zaprezentowano, jak zmiana oficjalnej stopy procentowej wpływa na wydatki osób fizycznych i przedsiębiorstw. Ich skutek w postaci globalnego agregatu wydatków, następnie będzie miał wpływ na innych przedstawicieli życia gospodarczego, nawet jeśli przedstawiciele ci nie odczuwali bezpośrednich skutków finansowych zmian w polityce pieniężnej. Tak więc firma, która bezpośrednio nie odczuła zmian w stopach procentowych, cenach papierów wartościowych czy kursach walutowych, pomimo tego może odczuć skutki w wydatkach konsumpcyjnych lub przez popyt innych przedsiębiorstw na produkowane podzespoły. Na przykład huta stali może odczuć skutki zmian w popycie na wyroby producenta samochodów. Co więcej to, że skutki pośrednie mogą być także oczekiwane przez innych uczestników życia gospodarczego oznacza, iż pojawi się duży wpływ na oczekiwania i zaufanie do nich. Każdą więc pobudzoną zmianę w zagregowanych wydatkach odczuje najprawdopodobniej znaczna część sektora prywatnego, produkująca na rynek wewnętrzny, a te skutki wpłyną na ich dostawców. To jest naturalną cechą cyklu gospodarczego, że podczas ożywienia wiele

sektorów gospodarki znajduje się w fazie wspólnej ekspansji i można odczuć ogólny wzrost zaufania, który przekłada się na wzrost wydatków. Podczas kryzysów, wielu cierpi z powodu spadku produkcji, a zaufanie generalnie spada, powodując bardziej skrupulatne podejście do wydatków. Może to oznaczać, że osoby fizyczne i przedsiębiorstwa, które bezpośrednio odczuwają skutki zmian oficjalnej stopy procentowej, nie muszą być akurat tymi, którzy odczuwają skutki tych zmian w stopniu największym.

Opóźnienia w czasie. Jakkolwiek zmiana oficjalnej stopy procentowej wymaga czasu, aby jej skutki w pełni wywarły określony wpływ na gospodarkę. Wyżej zaznaczono, że zmiany w polityce pieniężnej bardzo szybko wpływają na stopy procentowe hurtowego rynku pieniężnego i na ceny aktywów wyrażonych w walucie krajowej. Ale ten wpływ na niektóre detaliczne stopy procentowe może być dużo wolniejszy. W niektórych przypadkach może upłynąć nawet kilka miesięcy zanim wywrą wpływ na spłaty dłużników hipotecznych (lub dochody posiadaczy wkładów oszczędnościowych). A jeszcze dłużej może to trwać zanim zmiany w spłatach długów hipotecznych (lub w dochodach z wkładów oszczędnościowych) spowodują zmiany w wydatkach konsumpcyjnych. Zmiany w wydatkach konsumpcyjnych nie w pełni wykorzystane przez przedsiębiorstwa mają wpływ na stan zapasów u detalistów, a to prowadzi do zmian w zamówieniach u dystrybutorów. Zamówienia kierowane do dystrybutorów wpływają na stan zapasów u producentów, a jeżeli są one nadzwyczaj wysokie lub niskie, to wywołują zmiany po stronie produkcji, co w następstwie prowadzi do zmian w zatrudnieniu i dochodach. A one wpływają – po pewnym czasie – na dalsze zmiany w wydatkach konsumpcyjnych.

Dane empiryczne świadczą często o tym, że w gospodarkach uprzemysłowionych zwykle trwa to około jednego roku, kiedy reakcja na zmianę w polityce pieniężnej osiąga maksymalny wpływ na popyt i wielkość produkcji. Wymaga to jednak następnego roku, aby te procesy w pełni zadziały na stopę inflacji. Jakkolwiek zakres zmienności i niepewności w stosunku do powyższego opóźnienia w czasie może być znaczny. W szczególności dokładne skutki mogą być uzależnione od wielu innych czynników, takich jak sytuacja sektora przedsiębiorstw czy zaufanie konsumentów oraz jak dana sytuacja zareaguje na: określoną zmianę w polityce pieniężnej, aktualną fazę cyklu gospodarczego, wydarzenia w gospodarce światowej i oczekiwania przyszłej inflacji. Te wszystkie okoliczności znajdują się poza obrębem kontroli władz monetarnych (banku centralnego), ale wspólne ich oddziaływanie powoduje, że wpływ polityki pieniężnej podlega długim, zmiennym i charakteryzującym się niepewnością opóźnieniom. Takie dość wolne procesy dostosowawcze zawierają zarówno opóźnienia w rzeczywistych decyzjach dotyczących wydatków, jak i opóźnienia w dostosowaniu płac i cen, o których będzie wspomniane więcej w dalszej części pracy.

PKB i inflacja. W dłuższym okresie rzeczywista wielkość PKB wzrasta na skutek czynników podażowych, takich jak: postęp techniczny, akumulacja kapitału oraz wielkość i jakość siły roboczej. Niektóre aspekty polityki rządu mogą wpływać na te czynniki podażowe, jednak polityka pieniężna bezpośredniego wpływu na to nie ma, a przynajmniej nie może wpłynąć na przyspieszenie tempa wzrostu gospodarczego. Istnieje pewien poziom produktu krajowego, który przedsiębiorstwa wytwarzają w ra-

mach swoich normalnych mocy produkcyjnych i na który nie ma presji zmiany wielkości produkcji lub cen o więcej niż według oczekiwanej stopy inflacji. Taką wielkość określa się jako potencjalny poziom PKB. Jeśli obecna wielkość PKB osiągnęła taki potencjalny poziom, wielkości produkcji w poszczególnych przedsiębiorstwach nie przekazują presji w górę czy w dół na ceny rynkowe produkowanych przez siebie towarów. Także zatrudnienie osiąga taki poziom, że nie ma presji w górę na koszt jednostkowy siły roboczej w rezultacie wzrostu płac na rynkach pracy. Taką sytuację można określić jako równowagę popytu i podaży produkcji krajowej.

Różnicę pomiędzy obecnym PKB a potencjalnym PKB określa się jako „lukę produktu krajowego” (*output gap*)⁷⁸. Kiedy luka ta jest dodatnia wysoki poziom zagregowanego popytu wywołuje tendencję wzrostu bieżącego produktu krajowego powyżej jego poziomu stabilizacji i przedsiębiorstwa pracują powyżej swojej normalnej zdolności produkcyjnej. Nadwyżkę popytu może w części odzwierciedlać deficyt bieżącego bilansu płatniczego, ale możliwe jest także zwiększenie krajowej presji inflacyjnej. Dla niektórych przedsiębiorstw jednostkowy koszt zwiększenia produkcji (koszt krańcowy) będzie rósł, ponieważ będą one powiększać produkcję powyżej najbardziej efektywnego poziomu. Niektóre przedsiębiorstwa mogą odczuwać potrzebę zwiększenia zatrudnienia i/albo zwiększenia wymiaru godzin pracy pracowników już zatrudnionych w celu osiągnięcia nadwyżki produkcji. Ta nadwyżka popytu na siłę roboczą i zwiększanie się perspektyw zatrudnienia będą towarzyszyły presji wzwyż na płace i na inflację cenową. Niektóre przedsiębiorstwa mogą również wykorzystać okresy wysokiego popytu, aby zwiększyć marżę zysku i tą drogą podwyższyć ceny w większym stopniu niż wynika to ze zwwyżki kosztów. Kiedy luka ta jest ujemna, wtedy zachodzą tendencje odwrotne. Tak więc ożywienia gospodarcze, które poziom produkcji krajowej kształtują powyżej potencjalnego PKB zwykle w następstwie zwiększają inflację, a recesje, które poziom produkcji krajowej kształtują poniżej potencjalnego PKB zwykle w następstwie zmniejszają presję inflacyjną.

Tej luki produktu krajowego nie da się precyzyjnie zmierzyć. Na przykład zmiany we wzorcu podaży siły roboczej i struktury przemysłu oraz reformy rynku pracy oznaczają, że punkty, w których producenci osiągają swoje moce produkcyjne są niepewne i zmienne. Jest dużo sektorów heterogenicznych w gospodarce i różne gałęzie przemysłu na różnych etapach ożywienia przewyciężają swoje wąskie gardła, a na różnych etapach recesji zwalniają pracowników. Nie ma dwóch identycznych cykli gospodarczych, a jedne gałęzie przemysłu bardziej rozwijają się w danym cyklu niż inne. Stopa wzrostu wydajności pracy może się zmieniać w czasie i jest ona wyjątkowo trudna do zmierzenia, chyba że w długim odstępie czasu. Tak więc koncepcja luki produktu krajowego – nawet jeśli by można ją oszacować precyzyjnie – nie jest tą, która liczbowo odzwierciedla presję inflacyjną. Raczej pomaga wskazać, że aby utrzymać inflację w ryzach powinien istnieć pewien zagregowany poziom działalności, w którym zagregowany popyt i zagregowana podaż są w stanie ogólnej równowagi. Właśnie taki poziom można określić jako poziom potencjalny.

⁷⁸ Określana także jako luka PKB, więcej na ten temat zobacz rozdział 2 punkt 2.8.4. Reguła Taylora niniejszej pracy.

Utrzymywanie realnego PKB na poziomie potencjalnym teoretycznie wystarcza do utrzymania stopy inflacji na poziomie celu inflacyjnego tylko wtedy, kiedy jest ona stopą inflacji oczekiwaną przez uczestników życia gospodarczego. Jeżeli nie będzie luki, jest to równoznaczne z oczekiwaniem stałej stopy inflacji. Tak jest dlatego, że zagregowany popyt na poziomie odpowiadającym potencjalnemu produktowi krajowemu może tylko spowodować stopę inflacji taką, której oczekują uczestnicy życia gospodarczego. Ta stopa inflacji znajduje odzwierciedlenie w ustalaniu płac i cen niektórych produktów. Tak więc utrzymywanie wielkości produktu krajowego na poziomie potencjalnym w teorii może być równoznaczne zarówno z dużą i ustabilizowaną stopą inflacji, jak i z małą i ustabilizowaną stopą inflacji. Wielkość tej ustabilizowanej stopy inflacji jest skutkiem prowadzonej przez bank centralny polityki pieniężnej i wiarygodności jego celu inflacyjnego. W krótszym okresie, kiedy produkt krajowy osiąga wielkość potencjalną, poziom inflacji zależy od oczekiwań inflacyjnych i innych czynników, które powodują inercję stopy inflacji.

Oczekiwania inflacyjne i realne stopy procentowe. Omawiając wpływ zmian w polityce pieniężnej na osoby fizyczne i przedsiębiorstwa przyjeśliśmy, że jedna z najważniejszych zmiennych, którą jest oczekiwana stopa inflacji, jest stała. Oczekiwania inflacyjne oddziałują w dwóch istotnych obszarach. Po pierwsze, wpływają na poziom realnych stóp procentowych i w ten sposób określają wpływ poszczególnych nominalnych stóp procentowych. Po drugie, wpływają na ustalanie płac i cen, i w ten sposób przeobrażają się w bieżącą inflację w następnych okresach. Poniżej omówimy każdy z tych dwóch przypadków.

Realna stopa procentowa jest w przybliżeniu równa nominalnej stopie procentowej minus oczekiwana stopa inflacji. Znaczenie realnej stopy procentowej wynika z tego, że racjonalnie nastawieni uczestnicy życia gospodarczego, którzy nie mają ograniczeń kredytowych, w swoich decyzjach inwestycyjnych lub oszczędnościowych kierują się raczej realną niż nominalną stopą procentową. Wynika to z czynionych przez nich porównań konsumpcji terażniejszej z konsumpcją w przyszłości. Natomiast podmioty mające ograniczenia kredytowe i niemogące sfinansować wszystkich swoich potrzeb kredytem odczuwają także wpływ nominalnych stóp procentowych, które wpływają na ich zasoby kasowe.

Jeżeli ktoś chciałby ocenić, czy dana nominalna stopa procentowa świadczy o restrykcyjnej czy łagodnej polityce pieniężnej, może to zrobić tylko poprzez analizę realnych stóp procentowych. Na przykład, jeżeli oczekiwana inflacja wynosi 10%, to nominalna stopa procentowa, która wynosi 10%, oznacza realną stopę procentową równą zeru; podczas gdy nominalna stopa procentowa równa 10% przy oczekiwanej inflacji 3% oznacza realną stopę procentową równą 7%. Jeżeli oczekiwania inflacyjne są znane i możliwe do oszacowania zmiany w nominalnych i realnych stopach procentowych są jednakowe. Ale jeśli oczekiwania inflacyjne są zmienne rozróżnienie stóp procentowych staje się ważne. Obliczenia te również muszą uwzględniać obciążenia podatkowe, a więc trzeba wziąć pod uwagę wzajemny związek pomiędzy wysokością podatku a inflacją, ale zależność ta nie będzie dalej rozpatrywana.

Podwyżki płac wyrażonych w pieniądzu przewyższające stopę wzrostu wydajności pracy odzwierciedlają wspólny kombinowany efekt dodatniej oczekiwanej stopy inflacji

i (dodatni lub ujemny) komponent, wynikający z presji popytu na rynku siły roboczej. Podwyżki płac, które nie przewyższają wzrostu wydajności pracy nie zwiększają jednostkowego kosztu pracy i jest mało prawdopodobne, aby były one przenoszone na ceny wytwarzanych przez przedsiębiorstwo produktów. Jakkolwiek podwyżki płac odzwierciedlające oczekiwania inflacyjne lub presję popytu podwyższają jednostkowy koszt pracy i przedsiębiorstwa mogą próbować przerzucić je na ceny wytwarzanych produktów. Nawet jeśli nie ma nadwyżki popytu na siłę roboczą koszty jednostkowe będą wzrastać zgodnie z oczekiwaną stopą inflacji po prostu dlatego, że pracownicy i przedsiębiorstwa negocjują płace realne. Ten wzrost kosztu jednostkowego w większym lub mniejszym stopniu zostanie przerzucony na ceny wytwarzanych towarów. Dzieje się tak dlatego, że jeśli PKB osiąga swój poziom potencjalny i nie ma znaczącej nadwyżki popytu lub podaży siły roboczej, a aktualny PKB jest równy potencjalnemu PKB, to stopa inflacji osiąga poziom oczekiwany. Będzie to tylko wtedy odpowiadać celowi inflacyjnemu, kiedy cel taki będzie wiarygodny (i dlatego należy oczekiwać jego osiągnięcia).

Inflacja z importu. Dotychczas starano się pokazać jak zmiany oficjalnej stopy procentowej prowadzą do zmian w popycie na produkcję krajową i jak nadwyżka popytu nad potencjalną podażą określa wielkość presji inflacyjnej. W tym celu badano wpływ zmian kursu walutowego na wielkość eksportu netto poprzez skutki zmian pozycji konkurencyjnej firm krajowych w stosunku do firm zagranicznych na odpowiedni popyt na krajowe dobra i usługi. Istnieje także bardziej bezpośredni skutek zmian kursu walutowego na krajową inflację. Powstaje on ponieważ zmiany kursu walutowego wpływają na ceny krajowe dóbr importowanych, które w dużym stopniu decydują o kosztach znacznej liczby przedsiębiorstw, a więc także o cenach detalicznych ich dóbr i usług. Aprecjacja waluty krajowej obniża ceny dóbr importowanych wyrażone w walucie krajowej, a deprecjacja zwiększa je. Te skutki mogą trwać wiele miesięcy, aby w pełni przejść przez cały łańcuch cen. Związek pomiędzy kursem walutowym a cenami krajowymi nie jest jednostronny. Na przykład, zmiana kursu walutowego, która wynika ze zmiany w zagranicznej polityce pieniężnej, doprowadzi do zmian cen krajowych, a zmiany cen krajowych spowodowane na przykład wzrostem popytu krajowego będą miały także implikacje kursowe. Rzeczywiście zarówno kurs walutowy, jak i poziom krajowych cen są wskaźnikami powiązаныmi ze sobą tym samym elementem – wartością pieniądza krajowego. Kurs walutowy jest miarą wartości pieniądza krajowego w innych walutach, a poziom cen jest miarą wartości pieniądza krajowego w kategorii koszyka dóbr i usług.

6.1.4. Rola pieniądza

Dotychczas starano się wykazać, jak zmiany w polityce pieniężnej wpływają na produkt krajowy i inflację nie wspominając o ilości pieniądza. (Dyskusja dotyczyła ceny pożyczania pieniędzy tzn. stopy procentowej.) Może to wyglądać jakby było sprzeczne ze znanym powiedzeniem, że „inflacja jest zawsze i wszędzie zjawiskiem monetarnym”. Różni się to także od wielu ujęć zawartych w podręcznikach, które mechanizm transmisji w polityce pieniężnej wyjaśniają jako wywołane przez politykę pieniężną zmiany w podaży pieniądza, które w następstwie tworzą nadwyżkę popytu

lub podaży pieniądza, a ta z kolei poprzez zmiany w krótkoterminowych stopach procentowych prowadzi do zmian w wydatkach i cenach.

Podaż pieniądza odgrywa bardzo ważną rolę w mechanizmie transmisji, ale nie musi być instrumentem polityki pieniężnej (i w wielu krajach nie jest). Może być jednak celem polityki pieniężnej, chociaż nie musi nim być. Nie jest celem tam, gdzie jest wyznaczany cel inflacyjny, a agregaty pieniężne są tylko wskaźnikami pomocniczymi. Jakkolwiek każdej ścieżce oficjalnej stopy procentowej wyznaczonej przez decyzje banku centralnego odpowiada odpowiednia ścieżka agregatów pieniężnych. A w pewnych okolicznościach agregaty pieniężne mogą być nawet lepszym wskaźnikiem skuteczności polityki pieniężnej niż stopy procentowe. W dłuższym okresie pomiędzy każdym agregatem pieniężnym a generalnym wskaźnikiem cen występuje zależność dodatnia. Ciągłe wzrosty cen nie mogą zdarzać się bez wzrostu agregatów pieniężnych. Na tym polega sedno całego rozumowania, że pieniądź stanowi nominalną kotwicę całego systemu. W obecnym układzie polityki pieniężnej, kiedy oficjalna stopa procentowa jest instrumentem polityki pieniężnej, zarówno o zasobie pieniądza, jak i o inflacji decydują wspólnie inne zmienne.

Dostosowawcze działania monetarne znajdują swoje miejsce w mechanizmie transmisji. Załóżmy, że polityka pieniężna została rozluźniona poprzez obniżenie oficjalnej stopy procentowej. Banki komercyjne odpowiednio obniżają swoje stopy kredytowe. To prawdopodobnie prowadzi do wzrostu popytu na kredyty (aby częściowo sfinansować wspomniane wcześniej ekstra-wydatki), a zwiększenie akcji kredytowej banków prowadzi do powiększenia wkładów pieniężnych, które zostaną wliczone do szerokiego agregatu pieniężnego (M4). Tak więc zmianie wydatków osób fizycznych i przedsiębiorstw, wynikającej ze zmiany polityki pieniężnej, towarzyszą zmiany wielkości akcji kredytowej i depozytowej banków. Nastąpią także zmiany w sprzedaży detalicznej, którym będzie towarzyszył wzrost banknotów i monet w obiegu. Dane dotyczące agregatów pieniężnych – kredytowych, depozytowych i kasowych – są pomocne w formułowaniu polityki pieniężnej, ponieważ dostarczają potwierdzających i często wiodących wskaźników dotyczących wzorca wydatków, a są dostępne dużo wcześniej niż znaczna ilość danych statystycznych na temat gospodarki narodowej.

W dłuższym okresie przedstawiciele życia gospodarczego muszą wykazać dobrą wolę do utrzymywania agregatów pieniężnych i kredytowych na odpowiednio bezpiecznym poziomie. Ponadto, ich stały wzrost, co uzasadnia realny wzrost gospodarki, zwykle prowadzi do tego, że polityka pieniężna staje się sprzeczna z potrzebą utrzymania ustabilizowanej inflacji. Tak więc kontrola inflacji pociąga za sobą konieczność kontrolowania wzrostu ilości pieniądza. Jakkolwiek zależność pomiędzy agregatami pieniężnymi a nominalną wielkością PKB nie musi być wystarczająco stabilna (częściowo z uwagi na innowacje finansowe), aby agregaty te mogły stanowić statystycznie mocny estymator przyszłej inflacji. Jest tak dlatego, że instrumentarium celu inflacyjnego jest ważniejsze od instrumentarium agregatów pieniężnych, jeśli naczelnym zadaniem jest kontrola samej inflacji. Innymi słowy, ilość pieniądza jest ważnym elementem, ale nie na tyle, aby dostarczyć wystarczająco wiarygodnej wskazówki dla polityki pieniężnej w krótkim i średnim okresie.

Innym argumentem uzasadniającym, aby decydenci polityki pieniężnej obserwowali uważnie kształtowanie się agregatów pieniężnych i kredytowych jest okolicz-

ność, że wszelkie szoki dotyczące wydatków mają swoje źródło w systemie bankowym. Czasami zdarzają się pewne zjawiska, które przechodzą z sektora bankowego do wydatków konsumpcyjnych, ale nie są one bezpośrednio spowodowane zmianami w stopach procentowych⁷⁹. Na przykład może nastąpić spadek pożyczek bankowych na skutek strat kapitału w wyniku złych kredytów lub zaostrzenia sfery regulacyjnej. Degresywne szoki tego typu są określane jako *credit crunch*. Ekspansywne szoki (jaki pojawił się w Wielkiej Brytanii na początku lat osiemdziesiątych ubiegłego stulecia na skutek zniesienia „gorsetu” i kontroli kredytów konsumpcyjnych) mogą przeciwnie wywołać boom kredytowy, który będzie miał konsekwencje inflacyjne. Potencjalna obecność szoków, mających źródło w systemie pieniężnym, komplikuje zadania decydentów polityki pieniężnej, gdyż utrudnia znacznie oszacowanie skutków ilościowych polityki pieniężnej w gospodarce w danym okresie. Ale jest to tylko jeden z rodzajów niepewności, który na taką ocenę ma wpływ.

Literatura

Report (1999): *The transmission mechanism of monetary policy*, opracowany przez Komitet Polityki Pieniężnej Banku Anglii. Pozyskano z: www.bankofengland.co.uk/publications/.../monetary/montrans.pdf (25.04.2016).

⁷⁹ Określa się go często jako tzw. bankowy kanał pożyczkowy i nie należy go mylić z kanałem kredytowym, wspomnianym wcześniej jako akcelerator finansowy w kontekście skutków wpływu wartości aktywów przedsiębiorstwa na jego zdolność kredytową; taki akcelerator finansowy jest częścią pieniężnego mechanizmu transmisji, podczas gdy ów bankowy kanał pożyczkowy nim nie jest.

Rozdział 7

P ROBLEMY POLITYKI PIENIĘŻNEJ W POLSCE

W poprzednich rozdziałach starano się wykazać, że ani bank centralny, ani polityka pieniężna nie są wynalazkami ostatnich lat. Pieniądz, bank centralny i polityka pieniężna to tematy, które sięgają bardzo daleko w historię gospodarczą świata nowożytnego i im ta historia jest bliższa teraźniejszości tym większego wymaga szacunku i zastanowienia.

Można więc zadać pytanie: jak poruszone w poprzednich rozdziałach kwestie wyglądają w Polsce. Należy to sprowadzić do następnego pytania: jak w naszym kraju funkcjonuje bank centralny i jakie skutki wywołuje jego polityka pieniężna. Takie oceny powinny być dokonywane zarówno przez specjalistów, jak i uprawnione do tego organy państwowe. Trzeba jednak wyraźnie określić zarówno ramy, jak i sens takich ocen, jeżeli mają one mieć jakąkolwiek wartość praktyczną. Zaczniemy więc od polityki pieniężnej. Czy jej oceny dokonywane np. przez specjalistów⁸⁰ mogą mieć jakiegokolwiek znaczenie dla polityki pieniężnej banku centralnego?

Wychodząc z cytowanej w rozdziale drugim definicji polityki pieniężnej L.V. Chandlera można mieć krytyczne zdanie na temat prowadzonej w danym kraju polityki pieniężnej, a takie krytyczne spojrzenie może być niezwykle cenne⁸¹. Powstaje jednak następne pytanie, dotyczące użyteczności tej krytyki. Jak wiadomo, politykę pieniężną prowadzi bank centralny, który coraz częściej jest niezależny. A więc tylko on może być odbiorcą takiej krytyki i tylko on może taką krytykę praktycznie wykorzystać. Prowadzi to do konkluzji, że aby taka kolej rzeczy wystąpiła bank centralny musi prawidłowo działać. Aby więc odpowiedzieć na pytanie dotyczące użyteczności krytyki polityki pieniężnej trzeba najpierw odpowiedzieć czy w naszym kraju bank centralny prawidłowo funkcjonuje. Odpowiedzi na to pytanie w żadnym przypadku nie należy utożsamiać z przestrzeganiem obowiązujących bank centralny przepisów prawnych, co jest zbyt daleko idącym (i niestety dość często stosowanym w naszym kraju) uproszczeniem, gdyż ocena ta musi dotyczyć także tych przepisów. Można nawet powiedzieć, że ocena przepisów, na podstawie których bank centralny funkcjonuje, stanowi niezwykle ważną część oceny funkcjonowania banku centralnego.

⁸⁰ Chodzi oczywiście o takich specjalistów, którzy dysponują zrozumiałym dorobkiem naukowym w zakresie teorii i polityki pieniężnej.

⁸¹ Najbardziej kompleksową dotychczas krytykę polityki pieniężnej NBP przedstawił Jerzy Żyżyński (2005).

Głównym zarzutem, jaki można postawić polskiemu bankowi centralnego i jego polityce pieniężnej, jest niewłaściwe funkcjonowanie rynku pieniądza, co oznacza brak wiarygodnych rynkowych stóp procentowych. Dalsze wskazywanie problemów polskiej polityki pieniężnej będzie ukazywać przyczyny, dla których ani rynek pieniądza, ani polski bank centralny nie są w stanie działać podobnie, jak w krajach gospodarczo rozwiniętych, co zostało opisane w rozdziale 2.

Jeżeli ktoś chce dokonać przeglądu problemów, jakie stoją przed polską polityką pieniężną powinien zacząć od oceny funkcjonowania polskiego banku centralnego, czyli Narodowego Banku Polskiego, w takim ujęciu, aby uwzględniało ono także przepisy, na podstawie których NBP działa.

7.1. Sprawa niezależności Narodowego Banku Polskiego

Ocenę tę należy zacząć od groźnego mitu, jaki został rozpowszechniony w Polsce po 1989 roku i który nadal niestety obowiązuje. Polega on na przeświadczeniu, że problematykę banku centralnego i prowadzoną przez niego politykę pieniężną można zawrzeć w jednym zdaniu. Bank centralny musi być tylko niezależny, a to rozwiąże wszystkie problemy, jakie się przed nim pojawiają. Jeżeli wystąpią jakiegokolwiek nieprawidłowości, to mogą one wynikać tylko z ograniczania jego niezależności. Gdyby rzeczywiście całość problematyki polityki pieniężnej i banku centralnego sprowadzała się tylko do jego niezależności, to zarządzać nim i prowadzić politykę pieniężną mógłby każdy, kto niezależnie od posiadanej wiedzy i doświadczenia pilnowałby jednej tylko zasady, że bank centralny musi być niezależny i to rzekomo wyczerpuje całość problematyki banku centralnego. Każda wiedza specjalistyczna i doświadczenie schodzą tutaj na drugi plan, ponieważ w myśl zasady priorytetu niezależności banku centralnego ważniejsza jest niezależność niż wiedza i doświadczenie. Takie stawianie sprawy jest błędne, bo niezgodne z rzeczywistością. W latach osiemdziesiątych dwudziestego wieku liczba banków centralnych niezależnych od rządu nie przekraczała pięciu i chociaż te kilka niezależnych od rządu banków centralnych w pewnym sensie należało do wiodących w zakresie skuteczności polityki pieniężnej, nie dawało to żadnych podstaw do dyskwalifikowania znacznej liczby tych banków centralnych, które podlegały ministrowi finansów (skarbu) danego kraju, i których polityki pieniężne nie były mniej skuteczne od tych pierwszych. Można prezentować pogląd, że niezależność banku centralnego ułatwia mu prowadzenie skutecznej polityki pieniężnej, ale posuwanie się do twierdzenia, że to tylko niezależność powoduje politykę pieniężną najskuteczniejszą z możliwych jest przesadą i niezbyt dobrze świadczy o znajomości zasad działania banku centralnego i jego polityki pieniężnej. Naiwność i brak sensu takiego rozumowania są w tym przypadku aż nazbyt widoczne, aby wymagało to dalszego uzasadniania. Jeśli przypomnimy, że ludność danego kraju może oczekiwać od banku centralnego: stabilnej siły nabywczej pieniądza, obsługi funkcjonowania tego pieniądza, zaufania do sektora bankowego, to wtedy działalność banku centralnego powinna sprzyjać stabilnemu wzrostowi gospodarczemu, wysokiemu poziomowi zatrudnienia, stabilnym cenom i równowadze obrotów płatniczych

z zagranicą. Oczywiście, nie zależy to tylko od banku centralnego, ponieważ politykę gospodarczą prowadzi przede wszystkim rząd i to on ponosi główną odpowiedzialność za sytuację gospodarczą kraju. Nie zwalnia to jednak banku centralnego z tej części odpowiedzialności za sytuację gospodarczą, która wynika z niewłaściwego funkcjonowania pieniądza i sektora bankowego. Jeżeli więc bank centralny z uporem wskazuje, że to brak jego niezależności (lub jej naruszenie) jest główną przyczyną szkodliwych zjawisk gospodarczych można z tego wyciągnąć wniosek, że jego kadra zarządzająca nie radzi sobie najlepiej z powierzonymi jej zadaniami i nie umie nawet poprosić polityków o te uprawnienia (poza niezależnością oczywiście), które mogą wypełnianie tych zadań ułatwić. Można więc przypomnieć, że zgodnie z zasadą stosowaną niemal we wszystkich dziedzinach naszej działalności, na niezależność zasługuje tylko ten, kto potrafi wywiązać się właściwie z przypisanych sobie zadań. Ta prosta zasada ma także zastosowanie do banku centralnego.

Jeśli chcemy zacząć od najważniejszego zadania banku centralnego, bez którego trudno mu będzie spełnić swoje cele statutowe, możemy je określić jako właściwe funkcjonowanie rynku pieniężnego. Najbardziej pożądaną cechą rynku pieniężnego będzie godziwa cena zarówno kredytu krótkoterminowego (czyli jego stopa procentowa), jak i cena lokaty krótkoterminowej (czyli odsetki od niej płacone) oraz niewielka między nimi różnica. W takich tylko warunkach rynek pieniężny może właściwie działać i się rozwijać. Nie chodzi tu jednak o nowoczesność na tym rynku, czyli tzw. innowacje finansowe, ale o wysokość stóp procentowych i zależności między nimi. Za przykład można podać rynek pieniężny okresu międzywojennego, który działał prawidłowo bez obecnych innowacji finansowych, nawet w Polsce.

Te i podobne błędy doprowadziły do niekorzystnych rozwiązań w określaniu prawa regulującego bank centralny. Jako gwarancję tak pojmowanej niezależności banku centralnego wymyślono zapisy konstytucyjne i był to eksperyment nigdzie dotychczas nie zastosowany⁸². Nadzieje związane z niezależnością konstytucyjną wynikały z przeświadczenia o trudniejszych do przeprowadzenia zmianach w konstytucji niż w zwykłych ustawach. Manewr ten nie tylko okazał się mało efektywny dla prowadzenia skutecznej i niezależnej polityki pieniężnej, ale w znacznym stopniu skomplikował i utrudnił NBP jej prowadzenie. Utrudnił on ciągłą wymianę kadry zarządzającej polskim bankiem centralnym (szczególnie idzie tu o Radę Polityki Pieniężnej), co ma miejsce w zdecydowanej większości światowych banków centralnych. Utrudnił także przeprowadzenie koniecznych zmian w statucie NBP, ponieważ od czasu wpisania ich do konstytucji każda propozycja zmiany może być uważana za zamach na tzw. konstytucyjną niezależność NBP, jeżeli nie będzie zgodna z dotychczasowymi zapisami konstytucyjnymi, o których można najdelikatniej powiedzieć, że jest im jeszcze bardzo daleko do ideału.

Tak więc w kwestii konstytucyjnych rozwiązań obecność NBP w Konstytucji RP można określić jako anomalię. Konstytucja zgodnie z powszechnie popularyzowanymi definicjami jest ustawą zasadniczą określającą zasady ustroju politycznego i gospodarczego danego państwa, a więc strukturę i kompetencje organów władzy państwo-

⁸² Podobny eksperyment zastosowano także w Czechach i na Węgrzech.

wej – z jednej strony, oraz obowiązki i prawa obywateli – drugiej strony. Ta prosta stosunkowo definicja podaje, że bank centralny, jeżeli ma być w konstytucji musi zostać zaliczony do organów władzy państwowej. A więc obok prezydenta, parlamentu, rządu i Sądu Najwyższego pojawił się w naszym kraju piąty organ władzy, czyli NBP. Nie jest to władza ani ustawodawcza, ani sądownicza, więc może to być tylko władza wykonawcza, a więc musi konkurować i popadać w konflikty z inną władzą wykonawczą w zakresie polityki gospodarczej, czyli z rządem, co niejednokrotnie się już zdarzało. Taki konstytucyjny bank centralny nie musi już dbać o skuteczność polityki pieniężnej, bo i tak chroni go konstytucja.

Ponadto, na temat polityki pieniężnej zaczęli wypowiadać się prawnicy konstytucjonaliści, co przyczynia się także do jej mniejszej skuteczności. Warto wspomnieć, że artykuł 227 Konstytucji RP jest sprzeczny z Traktatem ustanawiającym Wspólnotę Europejską i powinien być usunięty lub zmieniony przed ewentualnym przystąpieniem naszego kraju do strefy euro⁸³. Można więc wykorzystać tę okazję do zmiany Konstytucji RP i usunąć z niej bank centralny całkowicie. Warto też zwrócić uwagę na pewną dwuznaczność stanowiska NBP do końca prezesury Leszka Balcerowicza, który chętnie powoływał się na Konstytucję RP, gdy chodziło o niezależność banku centralnego, natomiast zdawał się nie zauważać obowiązku wynikającego z ust. 1, artykułu 227 Konstytucji RP, według którego odpowiada on za wartość polskiego pieniądza. Można więc zadać pytanie, czy lobbowanie na rzecz wprowadzenia w naszym kraju innej waluty niż tej, za której wartość NBP odpowiada (euro), jest zgodne z Konstytucją RP?

22 września 2006 roku Trybunał Konstytucyjny RP wydał wyrok w sprawie zakresu działania tzw. bankowej komisji śledczej⁸⁴. Jedną z głównych tez tego wyroku było zakwestionowanie możliwości kontroli przez Sejm RP Narodowego Banku Polskiego jako banku centralnego państwa oraz związanego z nim wówczas ściśle organu nadzorującego polski sektor bankowy, zwanego Komisją Nadzoru Bankowego. Pominęto tu kwestię zawitych i często kontrowersyjnych uzasadnień prawnych i zwrócono uwagę na zasadniczy wniosek, jaki wynika z uzasadnienia, że polski Parlament nie jest właściwym organem do kontroli niezależnego od niego polskiego banku centralnego. Można zadać w tym miejscu pytanie, kto może kontrolować polski bank centralny, a odpowiedź może być tylko jedna: nie może tego robić nikt i polski bank centralny staje się instytucją całkowicie niezależną od władz naszego kraju, a tym samym pozbawioną wszelkiej kontroli. Taki stan rzeczy trzeba uznać jako niepokojący, ponieważ powstała instytucja dysponująca bardzo dużymi zasobami pieniężnymi i nikt nie ma uprawnień do jej kontroli. Taka sytuacja nie ma odpowiednika ani w krajach Unii Europejskiej, ani w innych krajach gospodarczo rozwiniętych, takich jak USA, Japonia czy Kanada. Podobny wyrok w każdym z wyżej wymienionych krajów byłby nie tylko niezrozumiały, ale zapewne uznany za wręcz szkodliwy. Zadowolenie z tego wyroku ze strony byłego kierownictwa NBP, jak i sprzyjających mu partii politycznych, może świadczyć

⁸³ Podobne stanowisko jest przedstawione we wspomnianym *Raporcie o Konwergencji EBC* (2004, s. 88).

⁸⁴ Pełna nazwa: Komisja Śledcza do zbadania rozstrzygnięć dotyczących przekształceń kapitałowych i własnościowych w sektorze bankowym oraz działań organów nadzoru bankowego w okresie od 4 czerwca 1989 roku do 19 marca 2006 roku.

o niezbyt dobrej znajomości roli i zadań banku centralnego w gospodarce naszego kraju przy dość jeszcze dużych dysproporcjach pomiędzy NBP a bankami centralnymi krajów gospodarczo rozwiniętych i o ogromie pracy, jaka czeka każde nowe kierownictwo NBP, aby te dysproporcje zmniejszyć. Można także dodać, że wspomniana komisja bankowa nie kwestionowała niezależności NBP w zakresie polityki pieniężnej i nie zamierzała w swoich pracach zajmować się polityką pieniężną. Komisja zamierzała przesłuchać dwoje poprzednich prezesów NBP, czyli Hannę Gronkiewicz-Walz i Leszka Balcerowicza w sprawach nadzoru bankowego i prywatyzacji banków pod kątem nieprawidłowości, jakie miały miejsce w tych dziedzinach. A więc wspomniany wyrok bronił raczej prywatnego interesu obojga wspomnianych prezesów i chronił ich przed koniecznością odpowiedzi na kłopotliwe pytania ze strony komisji.

Nieco wcześniej, 28 lutego 2006 roku, NBP opublikował oświadczenie, w którym zdystansował się od odpowiedzialności za wzrost gospodarczy kraju. W związku z tym oświadczeniem, dostępnym na jego stronie internetowej, które dotyczy zakresu niezależności NBP i stanowiska ówczesnego kierownictwa tej instytucji, zwrócimy uwagę na następującą sprawę. Zacniemy od przypomnienia, jak w polskim prawodawstwie sformułowany jest cel działalności banku centralnego. Określa go ustęp 1 artykułu 3 ustawy o Narodowym Banku Polskim z 29 sierpnia 1997 roku, który brzmi: „podstawowym celem działalności NBP jest utrzymanie stabilnego poziomu cen, przy jednoczesnym wspieraniu polityki gospodarczej Rządu, o ile nie ogranicza to podstawowego celu NBP”. Różnica pomiędzy zapisem ustawy polskiej, a jej odpowiednikami innych renomowanych banków centralnych polega na tym, że tylko NBP może uznać, że wspieranie polityki gospodarczej rządu może zagrażać osiągnięciu celu stabilności cen i wtedy bank centralny nie jest zobowiązany do wspierania tej polityki. Takiej możliwości nie przewidują ani odpowiednie akty prawne dotyczące zaprezentowanych banków centralnych, ani powyżej wspomniane zapisy traktatów europejskich, określających cele i zadania Europejskiego Systemu Banków Centralnych. Jeżeli ktokolwiek miał wątpliwości do takiego stanu rzeczy, to potwierdziło je wspomniane wyżej oświadczenie NBP z 29 lutego 2006 roku, w którym polski bank centralny całkowicie zdystansował się od odpowiedzialności za wzrost gospodarczy i inne cele.

W tej sytuacji właściwa korekta artykułu 3 ustawy o Narodowym Banku Polskim staje się niezbędna. Jako możliwe rozwiązanie docelowe można wskazać zapisy dotyczące celu działania Banku Francji. Jednak na okres około kilkuletni (bo trzeba przyjąć, że kraj nasz może wejść do strefy euro w drugiej połowie obecnej dekady), bardziej wskazanym byłby na przykład zapis celu działania charakterystyczny dla Banku Anglii. Jest to zapis bezsprzecznie uznany za zgodny z prawem europejskim i niewątpliwie znacznie lepszy od obecnego zapisu polskiego, który zwłaszcza po wspomnianym oświadczeniu NBP można uznać za bardzo kontrowersyjny.

Można mieć także uzasadnione wątpliwości, czy NBP wywiązuje się z tak interpretowanego przez siebie celu działania, czyli stabilności cen. Przypomnieć trzeba, że cel stabilności cen dotyczy również pewnego szczególnego towaru, jakim jest pieniądz, a więc także i jego cen, czyli kursu walutowego i stopy procentowej. W tym zakresie kurs walutowy złotego i jego stopy procentowe są bardzo dalekie od stabilności. Potwierdził to opublikowany przez Europejski Bank Centralny w 2005 roku Raport

o Konwergencji 2004, który na stronie 54 stwierdza, że kurs złotego w stosunku do euro wykazywał wysoką zmienność, która sięgała 10,7%, a liczona była jako miesięczne odchylenie standardowe w ujęciu rocznym, wyrażone jako procent dziennych zmian kursu walutowego złotego do euro, co oznacza bardzo wysoką zmienność polskiego kursu walutowego. Tak wysokie wartości odchyleń przeczą jakiegokolwiek stabilizacji polskiego kursu walutowego.

Można zauważyć, że przesada kolejnych zespołów kadry kierowniczej NBP w dążeniu do niezależności od państwa, w znacznym stopniu utrudnia prawidłowe i skuteczne działanie tej instytucji. Jako symbol tej przesady można wskazać używanie nawet określenia „suwerenność banku centralnego”, zamiast opisywanej wcześniej niezależności banku centralnego w prowadzeniu polityki pieniężnej. Suwerenne może być tylko państwo i jeżeli jakakolwiek instytucja czy grupa w danym państwie staje się suwerenna, to takie państwo traci swoją suwerenność.

Można tu przytoczyć cytowaną w punkcie 2.7 rozdziału 2 wypowiedź Jean-Pierre Patata, który zbyt daleko idącą niezależność banku centralnego określa jako straszną. Niezależność banku centralnego może więc dotyczyć wyłącznie polityki pieniężnej i uzasadnia ją tylko taki stan rzeczy, gdy polityka ta skutecznie służy gospodarce danego kraju. W każdym innym przypadku wszelkie ingerencje w działalność banku centralnego mają swoje uzasadnienie, bo utworzenie skutecznego banku centralnego, służącego gospodarce danego kraju, nie jest aktem jednorazowym, a raczej procesem na tyle długotrwałym, na ile zrozumiałe są powyższe zasady. Ostatnia większa reforma banku centralnego miała miejsce w naszym kraju w 1995 roku i od tego czasu praktycznie nic ważniejszego w jego działaniu nie nastąpiło. Można więc nawet postawić tezę, że owa konstytucyjna niezależność bardziej polskiemu bankowi centralnemu zaszkodziła niż pomogła.

Po wspomnianym wyżej oświadczeniu NBP oraz liście prezesa NBP do Marszałka Sejmu RP można mieć wrażenie, że właśnie tak kształtowała się w ostatnich kilkunastu latach owa „niezależność” NBP, przed którą przestrzegał cytowany w rozdziale 2 Jean-Pierre Patat.

Warto raz jeszcze powtórzyć, że celem działania banku centralnego nie jest wyłącznie walka o niezależność od państwa, w którym on działa, a takie wykorzystanie przywileju emisji pieniądza i prowadzenia polityki pieniężnej, która służy dobrze gospodarce danego kraju⁸⁵. Natomiast niezależność banku centralnego, ograniczona tylko do prowadzenia niezależnej polityki pieniężnej, może niewątpliwie osiągnięciu tych celów sprzyjać, ale nie może prowadzić do samowoli i wstrzymywaniu się od jakiegokolwiek działania. Nie może także oznaczać braku jakiegokolwiek kontroli nad bankiem centralnym ze strony państwa. Dotychczasowa praktyka stosowana w Stanach Zjednoczonych i Europie Zachodniej dowiodła, że najlepiej bankom centralnym i ich niezależnej polityce pieniężnej służy dokładna kontrola parlamentarna.

⁸⁵ Cele, które powinna wspierać polityka pieniężna zostały szerzej opisane w rozdziale 2 niniejszej publikacji.

7.2. Sprawa polityki kursowej

Kolejnym tematem, do którego trzeba się odnieść jest kwestia funkcjonowania NBP na krajowym i międzynarodowym rynku dewizowym, co powodowało i nadal powoduje wiele kontrowersji.

W Polsce od kwietnia 2000 roku obowiązuje system kursu płynnego. Są uzasadnione podstawy aby sądzić, że powodem wprowadzenia systemu kursu płynnego było to, że jest on najdoskonalszym systemem kursowym i nie wymaga żadnych interwencji na rynku dewizowym. Można przypomnieć, że system kursów płynnych został na szerszą skalę zastosowany po załamaniu się systemu kursów stałych z Bretton Woods w połowie lat osiemdziesiątych ubiegłego stulecia.

Wprowadzenie kursu płynnego w 2000 roku poprzedzały ostre kłótnie NBP z rządem na temat polityki kursowej, którą ówczesne kierownictwo NBP uznało za element polityki pieniężnej. Towarzyszyła temu seria kontrowersyjnych decyzji NBP, zmieniających zasady ustalania kursu złotego do walut obcych, które nie zawsze były zgodne z prawem.

We wprowadzonych w połowie lat dziewięćdziesiątych ubiegłego stulecia rozwiązaniach ustawowych i konstytucyjnych sprawę tę uregulowano artykułem 24 ustawy o NBP, który stwierdza w ustępie 2, że zasady ustalania kursu złotego w stosunku do walut obcych ustala Rada Ministrów w porozumieniu z Radą Polityki Pieniężnej. Taki stan rzeczy charakteryzuje jednak bardzo mała skuteczność decyzyjna, a jak widać bardzo wysoka zmienność kursu złotego takiej decyzji wymaga. Można zadać pytanie, kto ma tę decyzję podjąć i za tę decyzję odpowiadać? Przepis ten nie określa jednak, jak takie porozumienie powinno wyglądać. A polityka kursowa, bo o niej traktuje ów przepis, jest jednym z najważniejszych elementów polityki gospodarczej. Jeżeli w naszym kraju pojawi się potrzeba zmiany zasad ustalania kursu złotego, to na podstawie takiego zapisu żadne przedsięwzięcie może się nie udać, ponieważ osiągnięcie porozumienia rządu z Radą Polityki Pieniężnej może okazać się niemożliwe.

29 marca 2006 roku Klub Parlamentarny Samoobrona zorganizował na terenie Sejmu RP konferencję w sprawie poselskiego projektu ustawy o Narodowym Banku Polskim, a Narodowy Bank Polski dostarczył na tę konferencję Opinię do projektu ustawy o NBP z 9 grudnia 2005 roku opatrzoną sygnaturą DP-WLZ/MR-115/05. W opinii tej w punkcie 7 na stronie 19 znalazł się następujący fragment dotyczący ustępu 2 artykułu 24: „Przewidziane w tym przepisie przyporządkowanie kompetencji oraz brak formy rozporządzenia, wiąże się z tym, że RPP, będąca organem banku centralnego, nie ma uprawnień do wydawania aktów powszechnie obowiązujących w rozumieniu artykułu 87 Konstytucji RP, a tym samym nie może działać «w porozumieniu» przy wydawaniu takich aktów”. Można mieć więc poważne wątpliwości, czy przepis taki jest zgodny z Konstytucją RP. Nie powinno być jednak wątpliwości, że tak kontrowersyjny przepis powinien zostać jak najszybciej zmieniony. Jako ewentualną postać owego zapisu można zalecić praktycznie jedyne rozwiązanie stosowane powszechnie niemal na całym świecie, że polityka kursowa jest prowadzona przez rząd, a polityka pieniężna przez bank centralny. Znane są tylko trzy wyjątki od tej reguły. Pierwszym wyjątk-

kiem jest Eurosystem, gdzie zasady polityki kursowej zostały ustalone przez traktat międzynarodowy (traktat z Maastricht). Drugi przypadek zdarzył się w Szwecji, gdzie kurs płynny wprowadził parlament szwedzki. Trzecim przypadkiem jest NBP, który w latach dziewięćdziesiątych ubiegłego stulecia kilkakrotnie zmieniał zasady ustalania kursu złotego bez ustawowego uprawnienia do tego, po czym wprowadził kurs płynny. Standardem jest więc w tym przypadku możliwość zmiany zasad ustalania kursu przez rząd i taką zasadę wskazanym było by wprowadzić w naszym kraju na okres poprzedzający wstąpienie złotego do mechanizmu kursowego ERM II, który poprzedzi przyjęcie przez Polskę wspólnej europejskiej waluty.

W naszym kraju kurs płynny wprowadzono od 11 kwietnia 2000 roku przy średnim kursie NBP 3,9937 zł za euro. Wszystko wskazuje na to, że i wówczas i w pewnym sensie dzisiaj nie były i nie są nadal znane wady systemu kursu płynnego. Że jego funkcjonowanie w fazie znacznego niedorozwoju rynków finansowych, a szczególnie rynku pieniężnego, nie może nic dobrego przynieść. Że jakichkolwiek analiz zasadności wprowadzenia systemu kursu płynnego, a potem ocen jego funkcjonowania praktycznie nie było. Można jednak było spotkać się z satysfakcją polskich władz finansowych z wprowadzenia rzekomo tak „nowoczesnego” rozwiązania⁸⁶. Dzięki dostępności danych na temat kształtowania się kursu złotego do euro można powiedzieć, że był to kurs nie tylko daleki od jakiegokolwiek stabilizacji, która jest bardzo potrzebna gospodarce, ale charakteryzujący się bardzo wysoką zmiennością zarówno krótkookresową, jak i długookresową. Jeżeli przypomnimy najwyższy (4,905 zł/€ z 18 lutego 2004 roku) i najniższy kurs złotego względem euro (3,202 zł/€ z 27 lipca 2008 roku)⁸⁷ w okresie od wprowadzenia systemu kursu płynnego do dzisiaj, to nie da się wskazać ani takiego okresu, w którym złoty wykazywał nawet ograniczone symptomy stabilizacji, ani takiej wielkości rynkowej tego kursu, która byłaby dla naszej gospodarki choć trochę charakterystyczna.

Sprawa interwencji dewizowych to kolejny kontrowersyjny temat stosowanych u nas rozwiązań. Skuteczne przeprowadzanie transakcji interwencyjnych wymaga więc po pierwsze: wysokich umiejętności teoretycznych i praktycznych w zakresie handlu dewizami i po drugie: wysokiego stopnia rozwoju rynku dewizowego. W warunkach polskich ani jedno, ani drugie wymaganie nie jest spełnione. Stąd też nie można jednoznacznie odpowiedzieć na pytanie, czy NBP robił lepiej nie przeprowadzając w swojej historii interwencji dewizowych, a tym samym nie narażając się na utratę rezerw dewizowych, czy wstrzymywanie się od takich interwencji było błędem, który umożliwił nadmiernie wysoką zmienność kursu złotego w ostatnich dziesięciu latach⁸⁸.

Nie bez znaczenia jest więc poziom rozwoju rynku dewizowego i jego poziom zintegrowania z rynkiem pieniężnym. Użyto tu terminów rynek dewizowy, inter-

⁸⁶ Satysfakcja ta została nawet opisana w artykule „Poland cautiously happy with currency float” (Polska umiarkowanie zadowolona z płynnej waluty), zamieszczonym w brytyjskim dzienniku *Financial Times* 18 października 2000 roku.

⁸⁷ Dane pozyskano z: <http://www.bankier.pl> (23 stycznia 2013).

⁸⁸ Nowe stanowisko NBP w tej sprawie przedstawił były prezes NBP Marek Belka na posiedzeniu Sejmu RP 26 lipca 2011 roku, w którym ujawnił, że NBP już raz interweniował 9 kwietnia 2010 roku oraz nie wykluczył takich interwencji w przyszłości.

wencja dewizowa, rezerwy dewizowe, a nie, co jest pewną niepisaną konwencją przyzwoitości w naszym kraju, rynek walutowy, interwencja walutowa czy rezerwy walutowe.

Polska definicja dewiz została wprowadzona po 1945 roku i odbiega trochę od ich definicji w krajach zachodnioeuropejskich. Dewizy definiuje w naszym kraju prawo dewizowe w artykule 2, ust. 1, pkt 12 i są one określone jako papiery wartościowe i inne dokumenty pełniące funkcję środka płatniczego, wystawione w walutach obcych i zgodnie z pkt 9 artykułu 2 ust. 1 uznane są za zagraniczne środki płatnicze. Tymczasem za dewizy powszechnie uznaje się należności krótkoterminowe od podmiotów zagranicznych (często ograniczonych do wiarygodnych banków). Podobna definicja obowiązywała w Polsce do końca II wojny światowej i była zamieszczona w statucie Banku Polskiego (polskiego banku centralnego od 1924 do 1939 roku). Dewizy mogą być wyrażone zarówno w walucie obcej, jak i krajowej (jeżeli ta jest akceptowana za granicą)⁸⁹, a wymianie podlegają tylko wtedy, gdy są wyrażone w walucie obcej. Można jednak takich dewiz używać zarówno jako środków płatniczych, jak i handlować nimi, co znacznie wzbogaca rynek dewizowy w porównaniu do zawężonego do oficjalnych środków płatniczych rynku walutowego⁹⁰.

Brak interwencji dewizowych, i co za tym idzie duża zmienność krajowego kursu walutowego, doprowadziły do co najmniej dwóch bardzo groźnych nieprawidłowości. Pierwsza z nich, określana jako polski kryzys opcji walutowych w 2008 roku, szerzej będzie omówiona w dalszej części dotyczącej nadzoru bankowego. Druga, stała się przedmiotem konfliktu z rządem i w pewnym sensie tłumaczy wyżej przedstawione zastrzeżenia. Dotyczy to rezerwy na pokrycie ryzyka zmian kursu złotego do walut obcych, określonej w artykule 65 ustawy o NBP, która była już przedmiotem wielu kontrowersji i konfliktów z rządem i dlatego wymaga osobnego potraktowania.

7.2.1. Rezerwa na pokrycie ryzyka zmian kursu złotego

Konflikt w sprawie rezerwy na pokrycie ryzyka zmian kursu złotego do walut obcych pojawił się w Polsce już w połowie lat dziewięćdziesiątych ubiegłego wieku. Poprzedzały go zarzuty na temat nieprawidłowości w zarządzaniu zasobami dewizowymi, które NBP jako krajowy bank centralny miał w swojej dyspozycji. Zarzuty te dotyczyły procedur zapisów księgowych rejestrujących obroty dewizami, w wyniku których korzyści finansowe osiągnięte z tych obrotów nie powiększały zysku NBP, a więc zmniejszały znacznie sumę zysku, którą NBP, zgodnie z ustawą prawo budżetowe oraz odpowiednim artykułem ustawy budżetowej, powinien wpłacać do budżetu państwa. Z tym ściśle powiązany był drugi zarzut dotyczący zbyt słabego wykorzystania szybko rosnących rezerw dewizowych na potrzeby gospodarki narodowej. Aby lepiej przedstawić tę sprawę przypomnimy podany w punkcie 2.4.1. rozdziału 2 uproszczony schemat bilansu banku centralnego:

⁸⁹ Taka sytuacja zaistnieje na pewno wtedy, gdy Polska przyjmie euro.

⁹⁰ Niektóre powyżej przytoczone argumenty zostały przedstawione w rozdziale 2 niniejszej publikacji.

AKTYWA

PASYWA

Aktywa krótkoterminowe	Zobowiązania krótkoterminowe
Rezerwy dewizowe	Wkłady banków komercyjnych
Emisja pieniądza	pieniądz rezerwowy

Taki uproszczony bilans pomija inne rodzaje aktywów niż krótkoterminowe i rezerwy dewizowe, gdyż w prawidłowo działającym banku centralnym mają one niewielkie znaczenie. Podobnie w pasywach brak jest funduszy (kapitałów) własnych z tego samego powodu. Załóżmy więc, że kurs krajowego pieniądza w stosunku do walut rezerwowych, czyli tych, które wchodzi w skład rezerw dewizowych⁹¹, spada. Wówczas rośnie wartość aktywów, a zwłaszcza wartość rezerw dewizowych przeliczanych po spadającym kursie na pieniądz krajowy. Aby zrekompensować po stronie pasywów ten wzrost, wartość pasywów musi wzrosnąć. Ale zobowiązania krótkoterminowe i wkłady banków komercyjnych były wyrażone w złotych, więc nie mogły wzrosnąć automatycznie. Jeżeli zatem bank centralny chce utrzymać rezerwy dewizowe wyrażone w walutach obcych na nie zmienionym poziomie⁹², w pasywach powstaje luka i zostaje naruszona zasada równości aktywów i pasywów. Aby tę lukę zlikwidować można zwiększyć emisję pieniądza, ale NBP postawił sobie pewne cele monetarne, w których był także założony niewielki wzrost emisji pieniądza⁹³ i gdyby chciał zrekompensować wzrost wartości rezerw musiałby zwiększyć emisję pieniądza znacznie więcej niż zakładał. Najprostszą metodą byłaby sprzedaż rezerw dewizowych, która zmniejszałaby wielkość rezerw po stronie aktywów, ale zmniejszałaby także wielkość emisji pieniądza po stronie pasywów, a więc wspomniana luka zamiast się zmniejszać, będzie rosła.

Sytuacje takie zdarzają się także w innych bankach centralnych. Pierwszym więc krokiem, jaki stosują jest interwencja dewizowa, która łagodzi opisane wyżej skutki, gdyż zapobiega znacznemu spadkowi kursu waluty krajowej. Jeżeli jednak tendencja deprecjacyjna kursu walutowego jest uzasadniona argumentami ekonomicznymi, bank centralny zwykle musi dostosować się do sytuacji i starać się rozwiązać wynikające z niej problemy. Najprostszym sposobem powiększenia emisji pieniądza byłoby potraktowanie wzrostu wartości rezerw dewizowych jako zysku i wypłacenie zysku podmiotowi zewnętrznemu. Taki przywilej ma budżet państwa, który zarówno w naszym kraju, jak i w zdecydowanej większości innych krajów jest beneficjentem zysku banku centralnego. Takie proste rozwiązanie może mieć jednak niepożądane skutki dla sytuacji pieniężnej kraju. Kierownictwo banku centralnego stawia sobie zwykle

⁹¹ Warto w tym miejscu zwrócić uwagę na podobieństwo pewnych pojęć, takich jak pieniądz rezerwowy i waluta rezerwowa oraz różnicę w ich znaczeniu; pieniądz rezerwowy jest częścią pasywów banku centralnego i oznacza sumę emisji pieniądza i wkładów banków komercyjnych w banku centralnym, natomiast waluta rezerwowa jest walutą międzynarodową o dużym prestiżu i jest wybierana jako składnik krajowych rezerw dewizowych, często figurujących jako aktywa banku centralnego.

⁹² Tendencja deprecjacyjna kursu walutowego powoduje zazwyczaj wzrost popytu na walutę rezerwową, co może powodować spadek rezerw dewizowych.

⁹³ Najczęściej ma to miejsce w postaci założonych wielkości pieniądza rezerwowego.

pewne cele polityki pieniężnej, które związane są zazwyczaj ze stabilizacją cen, czyli osiągnięciem niskiego wskaźnika inflacji. Aby ten cel osiągnąć trzeba kontrolować kształtowanie się pewnych wielkości monetarnych. Emisja pieniądza, niezależnie od tego, czy występuje jako wielkość samodzielna, czy w ramach innej wielkości (najczęściej jako składnik pieniądza rezerwowego), jest bardzo ważną wielkością i jej wzrost ma zwykle skutki inflacyjne, a więc nawet najmniejszego nieuzasadnionego jej wzrostu nie można lekceważyć.

Sprawa postępowania banków centralnych w takich warunkach nie jest czymś nowym. W 1994 roku Międzynarodowy Fundusz Walutowy opracował pewne zalecenia, jak w takiej sytuacji postępować (zob. *Recommended Chart of Accounts for Central Banks*, 1994). Wzrost wartości rezerw dewizowych w aktywach powinien być zrekompensowany częściowym zaliczeniem tej wartości do zysku, a częściowym zaliczeniem jej do specjalnej rezerwy, związanej z ryzykiem kursowym. Wysokość tej rezerwy musi być uzasadniona wielkością ryzyka i niestety to, co nie może być zapisane do niej, trafia do zysku, a w konsekwencji do budżetu państwa, co nieuchronnie zwiększa emisję pieniądza i wywołuje właściwe takiemu powiększeniu skutki. Dlatego prawidłowo działający bank centralny, aby wcześniej zmniejszyć ewentualne skutki takiego rozwoju sytuacji, stara się zapobiec nadmiernym spadkom kursu waluty krajowej w stosunku do walut rezerwowych. Przeprowadza więc interwencję dewizową, która, jeśli nie jest w stanie całkowicie zapobiec deprecjacji kursu, może przynajmniej zmniejszyć jej skutki i w pewnym sensie złagodzić inflacyjne skutki wzrostu emisji pieniądza.

W Narodowym Banku Polskim jednak takich problemów nie było. Każde jego kierownictwo zawsze uważało interwencję dewizową w warunkach kursu płynnego za niepotrzebną, a ewentualność wpisania jakiegokolwiek części tego wzrostu wartości rezerw dewizowych do zysku po prostu to wykluczyło. Aby jednak pasywa zrównały się z aktywami została utworzona rezerwa na pokrycie różnic kursowych, która nie miała żadnych ograniczeń. Rozwiązanie takie było możliwe, ponieważ reguły rachunkowości ustalał wówczas prezes NBP⁹⁴. Rezerwa ta urosła do rozmiaru kilkudziesięciu miliardów złotych, przekroczyła 30% wartości bilansowej NBP, a jej wielkość w czasie każdego roku podlegała dużym (kilkumiliardowym) wahaniom. Powstała więc w pasywach NBP bardzo duża, nieposiadająca właściciela i niepodlegająca żadnej kontroli, pozycja. To także stworzyło pewien komfort dla kierownictwa NBP, gdyż wielkość emisji pieniądza, pomimo spadku jego kursu walutowego, mogła pozostać na ustalonym przez to kierownictwo poziomie.

Kurs złotego w stosunku do walut rezerwowych spadał więc wyniku zastosowanej formuły kursowej w latach dziewięćdziesiątych minionego wieku, a po wprowadzeniu kursu płynnego w kwietniu 2000 roku nierównomiernie spadał z wartości 3,9937 zł/€ do 4,905 zł/€ w lutym 2004 roku, by rozpocząć wzrost (aprecjację) kursu złotego do euro do 3,202 zł/€, co nastąpiło pod koniec lipca 2008 roku. Aprecjacja ta, odbywająca się ponownie przy braku interwencji dewizowych bardzo nierównomiernie, trwała do końca lipca 2008 roku, od tego momentu znów zaczęła się deprecjacja, tym razem

⁹⁴ Sytuacja, w której szef instytucji ustala dla niej reguły rachunkowości nie ma odpowiednika nigdzie na świecie, także w bankach centralnych; od 1998 roku uprawnienia te przeszły na Radę Polityki Pieniężnej.

przebiegająca znacznie szybciej niż poprzednio, która już w połowie lutego 2009 roku spowodowała, że kurs złotego do euro spadł do wielkości najniższej w historii euro i wynosił 4,908 zł/€ (16 lutego).

Aprecjacja kursu walutowego w stosunku do walut rezerwowych także tworzy poważne problemy dla polityki pieniężnej. Wówczas wartość rezerw dewizowych w aktywach wyrażona w walucie krajowej spada, a w pasywach pojawia się nadwyżka, którą trzeba zlikwidować. I znów praktycznie jedynym źródłem jej zmniejszenia staje się albo emisja pieniądza, którą trzeba zmniejszyć, albo pozostaje możliwość spisywania owej nadwyżki w straty bieżące jednorazowo, jeśli jest ona niewielka, albo w rozłożeniu na kilka lat, jeśli jest znaczna.

Jak zostało wyżej opisane, NBP doprowadził do powstania bardzo dużej rezerwy na różnice kursowe w pasywach, która po zmianie tendencji kształtowania się kursu złotego do walut rezerwowych z deprecjacyjnej na aprecjacyjną stała się wygodnym źródłem finansowania owych spadków wartości rezerw dewizowych. W ten sposób polski bank centralny wypracował pewien mechanizm, polegający na generowaniu olbrzymich, bo kilkudziesięciomiliardowych sum pieniędzy w wyniku nadmiernej i nieuzasadnionej argumentami ekonomicznymi deprecjacji pieniądza krajowego, a następnie marnotrawienia tych sum w wyniku nieuzasadnionej argumentami ekonomicznymi aprecjacji pieniądza krajowego. Opisana wyżej zbyt daleko idąca niezależność kierownictwa polskiego banku centralnego chroniła je przed jakąkolwiek odpowiedzialnością i kontrolą, a opisane powyżej skutki niepodjęcia interwencji dewizowych dla tendencji deprecjacyjnych i aprecjacyjnych nie stawiają w korzystnym świetle poziomu umiejętności i wiedzy wszystkich dotychczasowych kierownictw NBP.

7.3. Polski sektor bankowy

Nie może być wątpliwości do tego, że podmiotem najbardziej zainteresowanym polityką pieniężną banku centralnego jest sektor bankowy danego kraju. To tylko jego właściwe funkcjonowanie może sprawić, że mechanizm transmisji polityki pieniężnej do gospodarki może działać właściwie i w miarę skutecznie. Wszelkie nieprawidłowości w funkcjonowaniu sektora bankowego mogą spowodować poważny, a nawet całkowity, brak skuteczności polityki pieniężnej. Każdej więc wiarygodnej ocenie skuteczności polityki pieniężnej banku centralnego powinna towarzyszyć ocena funkcjonowania sektora bankowego danego kraju. Jednak kompletne przedstawienie wszystkich problemów i nieprawidłowości w polskim sektorze bankowym wykracza znacznie poza temat banku centralnego i polityki pieniężnej przedstawiony w niniejszym opracowaniu. Dlatego ograniczono się tu do przedstawienia trzech ważniejszych cech polskiego sektora bankowego, które decydują o jego nieprawidłowym funkcjonowaniu. Pierwsza z nich, to podstawa systemowa polskiego sektora bankowego określaną jako bankowy tytuł egzekucyjny (często podawany w skrócie jako BTE), druga, to brak sektora oszczędnościowego w naszym kraju i trzecia, to kwestia braku skuteczności polskiego nadzoru bankowego.

7.3.1. Bankowy tytuł egzekucyjny

Twierdzenie, że bankowy tytuł egzekucyjny jest⁹⁵ systemową podstawą polskiego sektora bankowego może budzić kontrowersje, dlatego konieczne jest przedstawienie genezy tego kontrowersyjnego bardzo instrumentu, ze względu na to, że niezwykle trudno byłoby znaleźć na świecie drugi obok polskiego sektor bankowy posiadający podobne, tak daleko idące, uprawnienia. Sam jednak tytuł egzekucyjny i możliwość jego wystawiania z pominięciem sądu nie jest w działalności bankowej nowością. Warto więc przypomnieć niektóre fakty z nim związane.

Możliwość bezpośredniego wystawiania tytułu egzekucyjnego z pominięciem drogi sądowej pojawiła się w okresie międzywojennym i nadawano ją bankom centralnym, których działalność polegała wówczas na dyskoncie weksli zarówno od banków, jak i od pozostałych podmiotów gospodarczych. Podstawą tego uprawnienia było słuszne przekonanie ustawodawców, że banki centralne, jako instytucje wysoko umiejscowione w strukturze zarządzania państwem, są na tyle wiarygodne, że w zdecydowanej większości przypadków każdy sąd potwierdzi wyciągi z ksiąg banków centralnych i wynikające z nich roszczenia i wyda na ich podstawie tytuł egzekucyjny. Aby więc oszczędzić pracy sądom uproszczono tę procedurę, która prawie zawsze miała wiadomy skutek, którym było nadanie wyciągom z ksiąg banków centralnych, mających charakter roszczeń, mocy tytułów wykonawczych⁹⁶, z pominięciem drogi sądowej. Nie wykluczało to jednak możliwości zaskarżania takich tytułów do sądu, jeżeli występowały w nich wady prawne. Liczba takich zaskarżeń w praktyce okazała się znikoma, co potwierdziło słuszność takiego rozwiązania i oszczędziło wiele zbędnej pracy sądom.

W Polsce uprawnienie do wydawania takich tytułów wykonawczych miał polski bank centralny dwudziestolecia międzywojennego (Bank Polski S.A. w artykule 87 statutu)⁹⁷. Takie uprawnienia posiadały także inne znane europejskie banki centralne. Po II wojnie światowej uprawnienia te zaczęły jednak zniknąć ze statutów banków centralnych w Europie, gdyż pojawiły się w nich uprawnienia do nadzoru bankowego, które były znacznie szersze wobec banków, a ograniczenie dyskonta weksli do redyskonta ich od banków czyniło ten przepis niepotrzebnym, a więc zaczęło to uprawnienie zniknąć za statutów banków centralnych. Nie zniknęło jednak wszędzie, o czym świadczy na przykład artykuł 73 statutu Banku Austrii⁹⁸.

W naszym kraju po II wojnie światowej nastąpiły zasadnicze zmiany w systemie politycznym i gospodarczym. Owocem tych zmian była reforma bankowa z 1948 roku, która zasadniczo zmieniła funkcjonujący nieźle w okresie międzywojennym polski sektor bankowy. Zlikwidowano wówczas spółdzielczy sektor bankowy, a jego akty-

⁹⁵ Ustawa z 25 września 2015 roku zniósła bankowy tytuł egzekucyjny.

⁹⁶ W języku polskim słowa *egzekucyjny* i *wykonawczy* są synonimami, przy czym słowo *egzekucyjny* ma charakter internacjonalizmu zapożyczonego z łaciny.

⁹⁷ Rozporządzenie Prezydenta RP z 20 stycznia 1924 roku w przedmiocie ustanowienia statutu dla banku emisyjnego (Dz.U. RP z 1924 r., nr 8, poz.75).

⁹⁸ Bundesgesetz über Österreichische Nationalbank 1984. Pozyskano z: www.econbiz.de/Record/bundesgesetz-über-die-oesterreichische-nationalbank-nationalbankgesetz-1984-nbg-1-febru-ar-1984/10000419211 (25.04.2016).

wa przekazano nowo utworzonemu Bankowi Rolnemu Gospodarki Żywnościowej. Zlikwidowano także polski sektor oszczędnościowy, a jego aktywa przekazano nowo utworzonej Powszechnej Kasie Oszczędności. Tym jednak co ma zasadnicze znaczenie dla przedmiotowego tematu było wykorzystanie wyżej wspomnianego artykułu 87 statutu Banku Polskiego S.A. i zamieszczenie go w dekreście o reformie bankowej z 1948 roku jako artykuł 13⁹⁹, w którym uprawnienia do wydawania wykonalnych tytułów egzekucyjnych bez potrzeby sądowego potwierdzenia wykonalności rozszerzono na wszystkie funkcjonujące wówczas banki. Tak określony tytuł egzekucyjny został w 1960 roku zamieszczony w polskim prawie bankowym jako artykuł 21 i w kolejnych wersjach prawa bankowego. Funkcjonował jako artykuł 16 w prawie bankowym z 1975 roku, jako artykuł 94 w prawie bankowym z 1982 roku oraz jako artykuł 53 w prawie bankowym z 1989 roku. Przemiany następujące w naszym kraju po 1989 roku wyeliminowały z polskiego prawa bankowego szereg niemających potrzeby i często nawet sensu przepisów. Nie wyeliminowały jednak bankowego tytułu wykonawczego, który w aktualnej wersji prawa bankowego z 1997 roku figurował jako bankowy tytuł egzekucyjny w artykule 96.

Polska reforma bankowa oparta na wyżej wspomnianym dekreście z 1948 roku zniszczyła nieźle funkcjonujący polski sektor bankowy okresu międzywojennego i zastąpiła go nową znacznie gorszą strukturą instytucjonalną, opartą na bardzo kontrowersyjnych, ponieważ nigdzie jeszcze nie zweryfikowanych podstawach. I właśnie wyżej wymieniony tytuł egzekucyjny okazał się najważniejszą zmianą systemową w nowej powojennej polskiej bankowości. Bankowy tytuł wykonawczy zastąpił inny ważny instrument finansowy, którego początki sięgają średniowiecza, i którego wynalazek dał początek współczesnej bankowości. Chodzi tu o weksel i jego szczególny przypadek zwany czekiem¹⁰⁰, których więź z systemami bankowymi krajów wysoko rozwiniętych jest nadal bardzo silna. Znaczenie weksla w prawidłowym funkcjonowaniu systemów bankowych nigdy nie podlegało wątpliwości, a zdecydowana większość współczesnych instrumentów i innowacji finansowych wywodzi się od weksla. Niemal wszystkie instrumenty współczesnego rynku pieniężnego, szczególnie otwartego, wywodzą się od weksla własnego, co zostało opisane w punkcie 2.5.2. rozdziału 2 niniejszej pracy. Większość współczesnych innowacji finansowych dla indywidualnych klientów wywodzi się z czeku. Ich więź z ich źródłami, czyli z wekslem i czekiem, jest na tyle silna, że zbyt dalekie odejście tych innowacji od podstaw powoduje kryzysy, perturbacje i różnego rodzaju trudności.

W Polsce wspomniana reforma bankowa z 1948 roku zastąpiła weksel, jako podstawę funkcjonowania systemu bankowego właśnie owym tytułem wykonawczym, który stał się podstawą funkcjonowania polskiego socjalistycznego systemu bankowego. Wprowadzie weksel i czek funkcjonowały nadal w odniesieniu do klientów indywidualnych, ale przy poważnie zmienionych zasadach na skutek znacznego uproszczenia prawa wekslowego i czekowego. Cena pieniądza, czyli stopa procentowa, była kontrolowana przez państwo i nigdy nie przekraczała pewnych wielkości. Można więc powiedzieć, że w pew-

⁹⁹ Dekret z 25 października 1948 roku o reformie bankowej (Dz.U. z 1951 r., nr 36, poz. 279).

¹⁰⁰ Czek jest przypadkiem weksla ciągniętego na bank i płatnego na żądanie.

nym sensie ów bankowy tytuł wykonawczy, rozszerzony na pozostałe nieliczne i kontrolowane przez władze państwowe banki, usprawniał ich działanie i w znacznym stopniu wspierał pozostałe czynności i przedsięwzięcia bankowe po 1948 roku¹⁰¹.

Trudno jednak zrozumieć, dlaczego tego przepisu dekretu o reformie bankowej z 1948 roku, rozszerzającego możliwość stosowania przez każdy państwowy bank bankowego tytułu wykonawczego bez wyroku sądowego, nie zniesiono po 1989 roku. Przecież zasada ta w znacznym stopniu wypaczyła funkcjonowanie polskiego sektora bankowego. Przy takim uprawnieniu poszukiwanie potencjalnych kredytobiorców reprezentujących zdolność do spłaty kredytu (czyli zdolności kredytowej) straciło sens. Bank posiadający tak daleko idące uprawnienie musiał tylko znaleźć wystarczająco naiwnego klienta, który zechce wziąć kredyt. A jego spłatę, a zwłaszcza egzekucję tej spłaty, zapewniało właśnie owo wyżej wspomniane uprawnienie. Stąd polskie banki były i są nadal przedsiębiorstwami egzekucyjnymi, zatrudniającymi przede wszystkim prawników. Analizy finansowe, oceny zdolności kredytowej czy rentowności przedsięwzięć mają znaczenie raczej drugorzędne i nierzadko dekoracyjne. Przez ponad 20 lat funkcjonowania doszło także do znacznych nieprawidłowości, których pośrednim, a często bezpośrednim, sprawcą jest właśnie ów tytuł wykonawczy¹⁰². Podejmowano także próby zarówno w polskim parlamencie, i jak poza nim, wyeliminowania tego szkodliwego przepisu, ale dotychczas bez skutku.

Najgroźniejszym skutkiem uprawnienia polskich banków do ułatwionego w ten sposób dochodzenia swoich należności od klientów jest wysokość stóp procentowych w naszym kraju, które sięgają 400% w skali rocznej. Panuje przekonanie, że winę za szerzącą się w Polsce lichwę ponoszą przedsiębiorstwa parabankowe, które nie podlegają nadzorowi Komisji Nadzoru Finansowego¹⁰³. Otóż takie przedstawianie sprawy jest niezwykle powierzchowne. Przecież źródłem udzielanych przez owe przedsiębiorstwa lichwiarskich kredytów są właśnie polskie banki, a dzięki tym przedsiębiorstwom parabankowym banki nie tylko nie muszą się martwić o rentowne ulokowanie przyjętych wkładów pieniężnych, ale mogą nawet płacić za nie dość wysokie odsetki. Nasz kraj stał się już dawno niechlubnym przykładem, w którym odsetki oferowane przez banki za lokaty często przewyższają stopy kredytowe banku centralnego. Taki przypadek trudno by znaleźć na świecie i bardzo źle to świadczyło zarówno o polskim banku centralnym, jak i o rządzie, który ma inicjatywę ustawodawczą, a także o Parlamencie, w którym bardzo długo nie podejmowano żadnej skutecznej próby zlikwidowania opisanego wyżej przepisu.

Pytanie, jak ów przepis miał się do konstytucyjnej zasady równości podmiotów w życiu gospodarczym, kiedy jeden podmiot, gdy popełnił błąd lub przestępstwo,

¹⁰¹ Nie zmienia to jednak zdecydowanie krytycznej oceny tzw. bankowości socjalistycznej, funkcjonującej w naszym kraju w latach 1948–1989, która nie sprawdziła się.

¹⁰² Jeden z najbardziej bulwersujących przypadków został opisany 2 grudnia 2010 roku na portalu Onet.pl Biznes w artykule *Spadkobiercy słupów*, kiedy to kredyty zaciągnięte przez zamożnych nieuczciwych przedsiębiorców spłacają biedni renciści; przypadek taki kompromituje polski parlament odpowiedzialny za stan prawa naszego kraju.

¹⁰³ Skalę lichwy w naszym kraju przedstawił poseł Stanisław Sec w interpelacji do ministra finansów 25 listopada 2008 r. Pozyskano z: <http://orka2.sejm.gov.pl/IZ6.nsf/main/4DBA8B43> (02.02.2013).

mógł wystawić prawomocny tytuł egzekucyjny wobec innego konstytucyjnie równoprawnego podmiotu, pojawiało się jednak zarówno w Sejmie RP, jak i w sądach. Ten stan rzeczy został jednak wreszcie zmieniony przez Trybunał Konstytucyjny, który w kwietniu 2015 roku orzekł¹⁰⁴, że przepisy Prawa bankowego, które pozwalają bankom na wystawianie bankowych tytułów egzekucyjnych oraz wszczynanie na ich podstawie postępowania egzekucyjnego naruszają konstytucyjną zasadę równości i muszą stracić moc obowiązującą. W konsekwencji tego orzeczenia Sejm RP 25 września 2015 roku przyjął ustawę znoszącą bankowy tytuł egzekucyjny (wskazaną w dekreście z 25 października 1948 roku o reformie bankowej)¹⁰⁵.

Można w tym miejscu postawić pytanie, jak powyższe rozwiązania prawne wpłyną na funkcjonowanie polskiego systemu bankowego. Nie powinno być wątpliwości, że będzie to wpływ korzystny, jednak pytanie, jak szybko pojawią się korzystne zmiany jest jak najbardziej zasadne. Systemowy charakter powyższego uprawnienia spowodował, że polski system bankowy stał się systemem represyjnym, opartym na sądach i egzekucji, a nie, jak to jest w większości krajów gospodarczo rozwiniętych, na współpracy podmiotów w miarę równouprawnionych. Warto przypomnieć tzw. złotą regułę bankowości, zamieszczoną w najbardziej popularnym podręczniku bankowości na świecie autorstwa Franka Ernesta Perry'ego, że jeżeli bankier nie wie, jak jego klient będzie w stanie spłacić zaciągany przez niego kredyt, nie może go udzielać nawet wtedy, kiedy ma dostępne odpowiednie zabezpieczenie (Perry, 1989, s. 274). Ta tzw. złota reguła, nie tylko nie mogła być w polskim systemie stosowana, ale zasadne jest pytanie, jak jeszcze długo nie będzie mogła być stosowana. Wszystko wskazuje na to, że dotychczasowe przyzwyczajenia banków i braki w prawodawstwie bankowym przeniosą postępowanie egzekucyjne do sądów, co może w znacznym stopniu pracę naszego sądownictwa jeszcze bardziej sparaliżować. Potrzebne więc są dalsze zmiany w polskim systemie finansowym, których zakres przekracza temat niniejszej pracy. Tu można tylko ograniczyć się do wskazania bardzo istotnej potrzeby wprowadzenia ważnej zmiany w polskim systemie finansowym, jaką byłoby pojawienie się sektora oszczędnościowego, który z pewnością wpłynąłby korzystnie na dotychczasowe niepożądane przyzwyczajenia działających w Polsce banków.

7.3.2. Brak sektora oszczędnościowego

Polskie władze finansowe z pewnych problemów, jak dowodzi praktyka, w ogóle nie zdają sobie sprawy. Polska nadal, jako jeden z nielicznych krajów europejskich, nie ma systemu oszczędnościowego. Ponad połowa obywateli, którzy mogliby odłożyć miesięcznie od dziesięciu do kilkudziesięciu złotych, nie odkłada niczego, ponieważ dużym bankom komercyjnym nie opłaca się obsługa drobnych wkładów, ani tzw. drobny kredyt. Nie użytkuje się więc środków o skali dwóch do dziesięciu miliardów złotych rocznie, a brakuje zarazem punktów wyjścia dla budowy instytucji lokalnego obrotu bezgotówkowego, zdolnych tworzyć nieograniczone wprost rezerwy kredytowe.

¹⁰⁴ Wyrok Trybunału Konstytucyjnego nr P45/12 z 14 kwietnia 2015 r. Pozyskano z: <http://trybunal.gov.pl/s/p-4512> (04.04.2016).

¹⁰⁵ Dz.U. z 1951 r., nr 36, poz. 279.

Wielka Brytania ma silnie rozwinięty sektor oszczędnościowy, noszący nazwę *trustee savings banks*, czyli powiernicze banki oszczędności. Francuzi mają swoje *caisses d'épargne*, czyli kasy oszczędności. Obok Polski, w Niemczech działa jeden z najlepszych na świecie system oszczędnościowy *Sparkassen* (kasy oszczędności), gromadzący prawie połowę zasobów kapitałowych kraju, oraz system drobnego kredytu, oparty na zasadach spółdzielczości kredytowej drobnych przedsiębiorców i rolników. Komunalne Kasy Oszczędności emitują około połowę kart kredytowych kraju. Oddzielny sektor oszczędnościowy odgrywa bardzo ważną rolę w Stanach Zjednoczonych Ameryki, którego instytucje działają jako *savings banks* (banki oszczędności) i *savings and loan associations* (stowarzyszenia oszczędnościowo pożyczkowe). W Japonii działa też odrębna instytucja, znana w wersji angielskiej jako *Postal Savings Bank* (pocztowy bank oszczędności), uznawana za największą instytucję finansową na świecie.

W Polsce nie ma ani kas oszczędności, ani systemu drobnego kredytu. Dlaczego ich jeszcze nie ma? Czy to jest zwykłe zaniedbanie, czy świadoma polityka? Zanim postaramy się odpowiedzieć na to pytanie najpierw należy przedstawić niemiecki system oszczędnościowy i przypomnieć polski system oszczędnościowy okresu międzywojennego.

7.3.2.1. Niemiecki sektor oszczędnościowy *Sparkassen*

Ukształtowany jeszcze w dziewiętnastym wieku niemiecki sektor oszczędnościowy zajmuje obecnie niezwykle ważną pozycję zarówno w gromadzeniu oszczędności, jak i kredytowaniu. Rozwija on zarówno skłonność ludności do oszczędzania, jak i zaspokajają zgłaszany ze strony najsłabszych ekonomicznie podmiotów gospodarczych (niezamożna ludność i małe formy przedsiębiorczości) popyt na kredyt. Niemiecki sektor oszczędnościowy zatrudnia około 370 tysięcy pracowników. Udział poszczególnych instytucji bankowych w całości niemieckich aktywów/pasywów jest następujący:

- sektor oszczędnościowy – 39,1%,
- banki komercyjne – 31,7%,
- spółdzielczy sektor bankowy – 18,1%,
- pozostałe instytucje bankowe – 11,1%.

Natomiast udział poszczególnych instytucji bankowych w całości niemieckich kredytów jest następujący:

- sektor oszczędnościowy – 38,4%,
- banki komercyjne – 24,9%,
- spółdzielczy sektor bankowy – 15,0%,
- pozostałe instytucje bankowe – 21,7%¹⁰⁶.

Niemieckie kasy oszczędności działają na podstawie aktu – prawo o kasach oszczędności oraz centrali żyrowej i kasach oszczędności, a także o stowarzyszeniach obrotu bezgotówkowego w wersji opublikowanej 2 lipca 1975 roku (*Gesetz über die*

¹⁰⁶ Sprawozdanie roczne: *Finanzgruppe Deutscher Sparkassen – und Giroverband. Markets 2006*, s. 20. Pozyskano z: ec.europa.eu/internal_market/.../finanzgruppe-dsgv_en.pdf (25.04.2016).

Sparkassen sowie über die Girozentrale und Sparkassen - und Giroverbände in der Fassung der Bekanntmachung vom 2 Juli 1975) z późniejszymi zmianami. Towarzyszą mu zarządzenia wykonawcze lokalnych władz krajów związkowych, miast i powiatów. Regulują one tworzenie, funkcjonowanie i likwidację kas oszczędności, co należy do kompetencji samorządów miast, związków miast i powiatów. Ponadto, decyzje te wymagają zgody ministra gospodarki działającego w porozumieniu z ministrem spraw wewnętrznych. Kasy oszczędności mogą więc działać tylko w ramach wyżej wymienionych przepisów prawnych i w oparciu o statuty nadane im przez władze miejskie lub powiatowe. Statuty te muszą być zgodne ze statutem wzorcowym, opracowanym przez ministra gospodarki w porozumieniu z ministrem spraw wewnętrznych. Odstępstwa od statutu wzorcowego są możliwe, ale wymagają uzasadnienia, a następnie akceptacji premiera danego kraju związkowego. Samorządy miast i powiatów są równocześnie gwarantami wszelkich zobowiązań założonych przez siebie kasy oszczędności i odpowiedzialność ta jest nieograniczona, a roszczenia mogą być dochodzone jedynie w przypadku, gdy nie zostały wcześniej zaspokojone z majątku kasy.

Organami zarządzającymi w poszczególnych kasach oszczędności są rada zarządzająca (*Verwaltungsrat*), dyrekcja i komitet kredytowy. Rada składa się z przewodniczącego, od czterech do dziesięciu specjalistów i od dwóch do pięciu przedstawicieli pracowników kasy (w zależności od wielkości kasy). Przewodniczącego i członków-specjalistów wybierają założyciele, a przedstawiciele pracowników sami pracownicy. Najważniejszym zadaniem rady jest określanie kierunków działalności kasy oraz nadzór nad jej działalnością pod kątem obowiązującego prawa i statutu. Następnym zadaniem rady jest powoływanie dyrekcji, którą może stanowić jeden lub kilku członków i która bezpośrednio kieruje działalnością kasy. Kolejnym organem wybieranym przez radę jest komitet kredytowy, składający się z członków rady, delegowanych przez nią, oraz dyrekcji. Komitet kredytowy kierowany przez wybranego przez radę jego przewodniczącego podejmuje decyzje w sprawie wniosków kredytowych, które wykraczają poza kompetencje dyrekcji. Organem państwowym, nadzorującym niemieckie kasy oszczędności, jest federalny minister gospodarki.

W każdym kraju związkowym działa specjalny bank obsługujący działające na jego terenie kasy oszczędności (jest ich 11, a więc niektóre z nich obsługują więcej niż jeden kraj związkowy). Gwarantami tych banków są regionalne związki kas oszczędności i inne instytucje samorządowe. Głównym przedmiotem ich działalności jest obsługa bezgotówkowa (żyrowa) kas oszczędności danego kraju związkowego, pomoc w zachowaniu płynności poszczególnych kas, obsługa ich obrotu papierami wartościowymi oraz wspieranie działalności międzynarodowej. Obok tego typu działalności, posiadają one uprawnienia podobne jak pozostałe uniwersalne niemieckie banki komercyjne, zarówno w obrocie krajowym, jak i międzynarodowym. Na skutek pewnych udogodnień i wsparć ze strony samorządów lokalnych stanowią one poważną konkurencję dla trzech największych niemieckich banków komercyjnych. Współpracujące z nimi poszczególne kasy mogą więc oferować swoim klientom usługi bankowe na bardzo wysokim poziomie, podobnym do tych oferowanych przez największe banki komercyjne, których to usług kasy oszczędności nigdy by nie były w stanie oferować samodzielnie.

Główną instytucją niemieckiego systemu oszczędnościowego jest *DekaBank Deutsche Girozentrale* z siedzibą we Frankfurcie nad Menem i Berlinie, który powstał w 1999 roku, w wyniku fuzji dotychczasowej centrali niemieckich kas oszczędności *Deutsche Girozentrale - Deutsche Komunalbank* i głównej instytucji grupy finansowej niemieckich kas oszczędności *Dekabank GmbH*. Głównym zadaniem tej instytucji jest obsługa operacji bezgotówkowych (żyrowych) niemieckich kas oszczędności. Całkowite aktywa grupy wynoszą 105 mld euro (według danych na koniec 2006 roku). Obsługuje ona 11 wyżej wspomnianych regionalnych centrali żyrowych, których siedzibami są: Monachium, Brema, Hamburg, Berlin, Frankfurt nad Menem, Moguncja, Saarbrücken, Lipsk, Hanower, Stuttgart i Düsseldorf.

Podstawowymi instytucjami niemieckiego systemu oszczędnościowego są lokalne kasy oszczędności (*Sparkassen*), założone przez lokalne samorzady powiatowe (*Landkreis*) i miejskie (*Stadt*), których obecnie jest 463. Są to odrębne podmioty gospodarcze, dysponujące 16.400 oddziałami o łącznych aktywach 1000,2 mld euro, zatrudniające 265.000 osób. Cała sieć niemieckich kas oszczędności posiada dzisiaj ponad 24.300 bankomatów.

Charakterystyczną cechą niemieckich kas oszczędności jest brak w ich pasywach kapitałów własnych, a posiadanie wyłącznie wkładów klientów w nich oszczędzających. Ma to decydujące znaczenie dla rentowności tych kas i motywu ich działania. Celem ich działalności nigdy nie był zysk, a wyłącznie zasada zwrotu kosztów działalności. Czysty zysk z ich operacji rzadko przekraczał 1% w skali roku. I tak na przykład w 2006 roku, jak podaje wspomniane już sprawozdanie roczne DSGV na stronie 46, niemiecki sektor oszczędnościowy poniósł stratę na prowadzeniu kont oszczędnościowych w wysokości 5,4 mld euro. Strata ta została pokryta zyskami na pozostałych operacjach finansowych, takich jak: lokaty terminowe, które przyniosły zysk 3,6 mld euro, lokaty płatne na żądanie, które przyniosły zysk 2,4 mld euro, własne emisje papierów wartościowych, które przyniosły zysk 7,5 mld euro i handel zagranicznymi papierami wartościowymi, które przyniosły zysk 3,6 mld euro. Dało to w ogólnym rozrachunku zysk 11,7 mld euro, który w porównaniu do zaangażowanych aktywów (1027 mld euro) oznaczał rentowność 1,14%. Jest to niezwykle ważne dla kosztów usług bankowych w Niemczech oraz kredytowych stóp procentowych, które należą do najniższych na świecie, gdyż konkurencja kas oszczędności dyscyplinuje cały niemiecki system bankowy i uniemożliwia funkcjonowanie dość często występujących w innych krajach tzw. karteli stóp procentowych, przejawiających się w nadmiernym ich podwyższaniu. Przedstawiciele niemieckich kas oszczędności często podkreślają, że brak kapitałów własnych jest cechą, z której rezygnacja oznacza także rezygnację z idei uczciwego oszczędzania.

Ma to również decydujące znaczenie dla strategii działania niemieckich kas oszczędności, która w swojej działalności może w dużym stopniu uwzględniać aspekty społeczne. Pozwala na realizację zadań społecznie użytecznych często nawet nierentownych, co znajduje wyraz w przyjmowaniu bardzo małych kwot i prowadzeniu tanich i małych kont, nawet przynoszących straty, ale służących ważnemu społecznemu celowi, czyli rozwijaniu skłonności ludności do oszczędzania. Ponad połowę kont oszczędnościowych stanowią konta o najniższych wkładach (poniżej 150 euro), a konta o najwyższych wkładach (przekraczające 5.000 euro) stanowią zaledwie 2,5% ogólnej sumy wkładów.

Pozwala to na rozwijanie różnorodnych form oszczędzania, z których największą popularność zdobyło tzw. oszczędzanie premiovane oraz otwieranie kont małym instytucjom, takich jak wszelkiego rodzaju związki, kluby i stowarzyszenia, dysponujące często bardzo małymi zasobami finansowymi.

Na szczególną uwagę zasługują zasady stosowane przy określaniu wysokości oprocentowania udzielanych kredytów. Kasy oszczędności udzielają kredytów raczej uboższym i średnio zamożnym grupom społecznym oraz samorządom lokalnym. Stosowana jest więc zasada, że oprocentowanie kredytów ma w nieznacznym stopniu przewyższać bankowe koszty ich generowania. Kredyty te są więc zwykle najniżej oprocentowane i dostępne dla mało zasobnych kieszeni klientów. Obniżają też znacznie koszty wszelkiego rodzaju długów publicznych, a ich tańsza obsługa pozwala władzom centralnym i lokalnym w większym stopniu korzystać ze wsparcia kredytowego niż w innych krajach.

Niemieckie komunalne kasy oszczędności mają także swoją wpływową organizację, która rozwiązuje większość spraw związanych z ich funkcjonowaniem. Ta organizacja to: *Deutscher Sparkassen - und Giroverband* (DSGV), czyli Stowarzyszenie Niemieckich Kas Oszczędności i Obrotu Bezgotówkowego. Jego początki sięgają 1884 roku, kiedy powstało *Deutscher Sparkassenverband* (Stowarzyszenie Niemieckich Kas Oszczędności), czyli poprzednik dzisiejszego DSGV. W 1916 roku powstał *Deutscher Zentral-Giroverband* jako krajowy koordynator regionalnych stowarzyszeń żyrowych (obrotu bezgotówkowego), zakładanych wcześniej przez Johanna Eberle, uważanego za twórcę niemieckiego systemu oszczędnościowego. W 1924 roku obie instytucje zostały połączone i powstał dzisiejszy DSGV. Po dojściu nazistów do władzy w Niemczech w 1933 roku organizacji nie udało się uniknąć ich interwencji w sprawy Stowarzyszenia. W 1935 roku ówczesny przewodniczący DSGV Ernst Kleiner musiał ustąpić miejsca przedstawicielowi nazistów Johannowi Heintze, który pełnił obowiązki przewodniczącego do klęski hitlerowców w maju 1945 roku, kiedy na skutek okupacji aliantów wszelkie organizacje przedwojenne przestały działać na terenie Niemiec. Nastąpił podział Niemiec na Republikę Federalną Niemiec (RFN), Niemiecką Republikę Demokratyczną (NRD) i Berlin Zachodni. W 1953 roku DSGV został reaktywowany na terenie RFN i objął swoją działalnością także Berlin Zachodni. W RFN nastąpił prawdziwy rozkwit systemu oszczędnościowego, który sprzyjał kształtowaniu silnego i krajowego systemu bankowego. Po zjednoczeniu Niemiec DSGV pod przewodnictwem późniejszego prezydenta Niemiec Horsta Köhlera w 1991 roku działalnością objął także byłą NRD.

Osobną inicjatywę w ramach niemieckiego sektora oszczędnościowego stanowią budowlane kasy oszczędności (*Bausparkassen*), których aktywa stanowią 49 mld euro, ich zadaniem jest dostarczanie niskoprocentowanego (około 3%) długoterminowego (często kilkudziesięcioletniego) kredytu budowlanego dla swoich członków.

7.3.2.2. Komunalne kasy oszczędności w Polsce

Idea komunalnych kas oszczędności nie była wyłącznie realizowana na terenie Niemiec. Takim krajem, w którym zdobyła znaczną popularność była także Polska. Pomimo utraty niepodległości na ziemiach polskich zachodziły korzystne procesy gospodarcze z wyraźnie zaznaczoną polską orientacją. Korzystnym procesem było wykorzystywanie dobrych rozwiązań krajów okupacyjnych dla lokalnych społeczności.

Do takich rozwiązań należało właśnie tworzenie sektora oszczędnościowego, a najwcześniej i najbardziej dynamicznie takie kasy oszczędności rozwijały się na ziemiach zaboru pruskiego. Po I wojnie światowej i odzyskaniu niepodległości towarzyszące im procesy inflacyjne trochę tę tendencję osłabiły, ale było to osłabienie przejściowe. Dobre doświadczenia i tradycja zrobiły jednak swoje i polski system oszczędnościowy okresu międzywojennego przewyższał nawet pod pewnymi względami przyjęty w naszym kraju niemiecki wzorzec. Ich obiecujący rozwój przerwała II wojna światowa. Ale nawet ona nie zdołała ich zniszczyć. W 1947 roku polskie kasy oszczędności reaktywowano, lecz kompleksowa socjalistyczna reforma bankowa w 1948 roku definitywnie zakończyła ich działalność tak, że nie zostały one reaktywowane do dzisiaj.

Warto jednak cofnąć się do ich początków w dziewiętnastym wieku. Pierwsza kasa oszczędności na ziemiach polskich powstała w 1827 roku w Poznaniu, czyli w zaborze pruskim, i istniała tylko kilka lat. Nieco później od połowy dziewiętnastego wieku ich liczba wzrastała dość szybko tak, że na przełomie dziewiętnastego i dwudziestego wieku nastąpił ich prawdziwy rozkwit zwłaszcza w zaborze pruskim, gdzie wykorzystywano korzystne dla polskich kas prawo pruskie. Trochę inaczej przebiegał ich rozwój w Królestwie Polskim i na ziemiach zaboru rosyjskiego. Tam też kasy rozwijały się, ale regulacje prawne władz rosyjskich zmieniły ich status w państwowe kasy oszczędności i gminne kasy oszczędnościowo-pożyczkowe. W zaborze austriackim również wykorzystywano ustawodawstwo kraju okupacyjnego, do czego nawet zachęcał dotyczący kas dekret cesarski z 1844 roku. W 1903 roku powstał w Galicji Związek Galicyjskich Kas Oszczędnościowych we Lwowie.

Przed wybuchem I wojny światowej liczba kas oszczędnościowych w Wielkopolsce, czyli na ziemiach, które weszły w skład Państwa Polskiego, przekraczała 150. W Królestwie Polskim i na ziemiach zaboru rosyjskiego funkcjonowało około 820 kas, a w zaborze austriackim, określanym jako Galicja, ponad 50 kas. Zgodnie z danymi podawanymi często w literaturze historycznej, suma ich wkładów w przeliczeniu na złote (według parytetu ustalonego w 1927 roku) wynosiła około 1.215 mln złotych. Nie wszystkie kasy jednak przetrwały wojnę. Te z zaborów pruskiego i austriackiego przetrwały, natomiast w Królestwie Polskim i na ziemiach zaboru rosyjskiego wszystkie kasy zostały zlikwidowane.

Po odzyskaniu niepodległości w 1918 roku kasy na ziemiach byłych zaborów pruskiego i austriackiego funkcjonowały nadal. Natomiast na ziemiach byłego Królestwa Polskiego i byłego zaboru rosyjskiego nowe władze polskie próbowały zachęcać do zakładania takich kas. Taki cel miał między innymi wydany w 1919 roku dekret o samorządzie miejskim i tymczasowej ordynacji powiatowej, który upoważniał samorzady lokalne do zakładania komunalnych kas oszczędności. Na przeszkodzie stanęła jednak hiperinflacja w 1923 roku, którą przetrwały tylko nieliczne kasy, a wszystkie gminne kasy oszczędnościowo-pożyczkowe upadły.

Po reformie walutowej i powołaniu Banku Polskiego kasy oszczędnościowe zaczęły się odradzać. Przyczyniło się do tego rozporządzenie Prezydenta RP z mocą ustawy z 13 kwietnia 1927 roku o komunalnych kasach oszczędności¹⁰⁷. Określało one ko-

¹⁰⁷ Rozporządzenie Prezydenta RP z mocą ustawy z 13 kwietnia 1927 roku o komunalnych kasach oszczędności (Dz.U. RP z 1927 r., nr 38, poz. 339).

munalne kasy oszczędności jako zakłady samorządu terytorialnego, mające na celu rozwijanie w najszerzych masach ludności zmysłu oszczędnościowego, posiadające własną osobowość prawną. Założycielami kas mogły być miasta oraz związki samorządowe powiatowe i wojewódzkie, które stawały się automatycznie poręczycielami za wkłady oszczędnościowe, przyjęte przez założoną przez siebie kasę oszczędności. Rozporządzenie Prezydenta RP zostało rozszerzone i uzupełnione rozporządzeniem Ministra Spraw Wewnętrznych i Ministra Skarbu z 26 marca 1928 roku w sprawie wykonania rozporządzenia Prezydenta RP z 13 kwietnia 1927 roku o komunalnych kasach oszczędności¹⁰⁸.

Rozwiązania prawne, zastosowane przy tworzeniu sektora oszczędnościowego w nowo powstałym Państwie Polskim, były oparte na zasadach obowiązujących kasy funkcjonujące na ziemiach zaboru austriackiego. Nie miało to znaczenia dla kas tworzonych na ziemiach byłego Królestwa Polskiego, ponieważ tam tworzono kasy od początku. Rozwiązania te różniły się jednak od zasad obowiązujących kasy działające na ziemiach byłego zaboru pruskiego, co dla licznych już funkcjonujących kas, przy ich tradycjach i poziomie rozwoju, stwarzało poważne problemy. Główną różnicą rodzącą takie problemy była obecność kapitału zakładowego w rozwiązaniach austriackich, a jak wiadomo takiego wymogu nie było w kasach, opartych na rozwiązaniach niemieckich. I chociaż wiele pozostałych zasad funkcjonowania było bardzo podobnych, odmienność ta miała duże znaczenie dla skuteczności i przyszłości polskich rozwiązań.

Przepisy polskie zostały znowelizowane nowym rozporządzeniem Prezydenta RP z 24 października 1934 roku o komunalnych kasach oszczędności¹⁰⁹. Zmieniło ono w pewnym stopniu zasady funkcjonowania polskich komunalnych kas oszczędności i upodobniono je trochę do rozwiązań niemieckich. Nie zmieniono jednak zasady wymogu kapitałowego, który w nowym rozporządzeniu nie tylko pozostał, lecz zwiększono go nawet dziesięciokrotnie (wymóg minimalnego kapitału zakładowego wzrósł z 5.000 do 50.000 zł).

Nowy akt prawny upodobnił trochę strukturę organizacyjną komunalnych kas oszczędności do rozwiązań niemieckich. Organami zarządzającymi kasą były rada jako organ stanowiący, dyrekcja jako organ zarządzający, i komisja rewizyjna jako organ kontrolujący. Rada mogła liczyć od czterech do czternastu członków, z których połowa pochodziła ze związku założycielskiego, a połowa z zewnątrz, wszyscy jednak byli wybierani przez związek założycielski. Przewodniczącym rady był z urzędu przewodniczący organu wykonawczego związku założycielskiego. Dyrekcję powoływała rada, a dyrektor zarządzający musiał być zatwierdzony przez ministra skarbu w porozumieniu z ministrem spraw wewnętrznych. Kadencja obu tych organów wynosiła trzy lata. Kolejny organ (komisja rewizyjna) był wybierany przez związek założycielski na rok.

Zakres działania komunalnych kas oszczędności stanowiły określone czynności bankowe, z których najbardziej charakterystycznym było przyjmowanie

¹⁰⁸ Rozporządzenie Ministra Spraw Wewnętrznych i Ministra Skarbu z 26 marca 1928 roku w sprawie wykonania rozporządzenia Prezydenta RP z 13 kwietnia 1927 roku o komunalnych kasach oszczędności (Dz.U. RP z 1928 r., nr 44, poz. 424).

¹⁰⁹ Rozporządzenie Prezydenta RP z 24 października 1934 roku o komunalnych kasach oszczędności (Dz.U. RP z 1934 r., nr 95, poz. 860).

wkładów oszczędnościowych na książeczki oszczędnościowe. Górną granicę ich wkładu minister skarbu ustalił na 50.000 zł. Czynności bankowe niewymienione w ich zestawie, kasy też mogły wykonywać, ale wymagało to osobnego zezwolenia ministra skarbu.

Kasy oszczędności cieszyły się szczególnymi uprawnieniami podatkowymi. Były zwolnione z podatku dochodowego i innych podatków państwowych, od podatków kapitałowych i rent, od opłat stemplowych i innych. Poprawiało to znacznie rentowność kas i tworzyło warunki do niskich kosztów operacji finansowych kas i niezbyt wysokich odsetek od udzielanych kredytów. Ich konkurencyjna działalność w stosunku do prywatnych banków komercyjnych uniemożliwiała tym bankom nieuzasadnione podnoszenie opłat i oprocentowania kredytów. Podobne udogodnienia miały także wkłady oszczędnościowe na książeczkach oszczędnościowych, co zwiększało ich atrakcyjność w stosunku do innych typów lokat i często na założenie takiej książeczki wystarczała symboliczna złotówka. Spowodowało to szybki wzrost wkładów oszczędnościowych i popularyzację idei oszczędzania.

Nadzór nad działalnością komunalnych kas oszczędności sprawował minister skarbu, który był także w okresie międzywojennym, organem nadzoru bankowego, w porozumieniu z ministrem spraw wewnętrznych. Utworzony został także Fundusz Gwarancyjny Komunalnych Kas Oszczędności, który powstawał z odpisów 5% czystego zysku kas i był, obok gwarancji założycieli, dodatkową gwarancją zwrotu wkładu oszczędnościowego właścicielowi. Czyniło to kasy wiarygodnymi i godnymi zaufania instytucjami finansowymi i często nawet cieszyły się one większym zaufaniem niż banki prywatne.

Działalność komunalnych kas oszczędności w Polsce nadzorowały także zrzeszające kasy regionalne związki rewizyjne. I tak funkcjonował Związek Komunalnych Kas Oszczędności w Poznaniu, założony w 1892 roku, który zrzeszał pod koniec lat trzydziestych ubiegłego stulecia 115 kas z województwa poznańskiego i pomorskiego. Na terenie Galicji działał Związek Komunalnych Kas Oszczędności we Lwowie, który powstał w 1902 roku i zrzeszał 97 lokalnych kas. Na terenie Mazowsza działał Związek Komunalnych Kas Oszczędności w Warszawie, który powstał w 1927 roku i zrzeszał 135 kas z byłego Królestwa Polskiego. Na polskim Śląsku działał Związek Komunalnych Kas Oszczędności w Katowicach, który powstał w 1929 roku i zrzeszał 18 kas województwa śląskiego.

Wielkopolskie i mazowieckie Komunalne Kasy Oszczędności miały nawet swoje wyodrębnione centrale finansowe w postaci osobnych banków. W Poznaniu był to Komunalny Bank Kredytowy, który wyodrębnił się z poznańskiego związku rewizyjnego; w Warszawie był to Polski Bank Komunalny S.A., który powstał z inicjatywy MSW jako spółka akcyjna, której akcjonariuszami były władze miejskie, powiatowe związki samorządowe i instytucje prawa publicznego.

Przed wybuchem II wojny światowej na terenie Polski działały 353 komunalne kasy oszczędności dysponujące ponadto 115 oddziałami. Według stanu na 31 grudnia 1938 roku aktywa łączne komunalnych kas oszczędności wynosiły 1.091 mln zł, wkłady 851 mln zł, a kredyty 454 mln zł (według danych zawartych w opracowaniu K. Niemskiego z 1946 roku).

Obok komunalnych kas oszczędności, już w 1919 roku została powołana dekretem Naczelnika Państwa Józefa Piłsudskiego Poczta Kasa Oszczędności (znana jako PKO) jako instytucja państwowa, posiadająca odrębną osobowość prawną, której jednym z głównych zadań było przyjmowanie wkładów oszczędnościowych. Atutem ówczesnego PKO było wykorzystywanie do swojej statutowej działalności nie tylko niezbyt licznych oddziałów i ekspozytur, lecz także wszystkich urzędów pocztowych na terenie całego kraju. Obok obsługi oszczędności, PKO rozwijała obrót czekowy i obsługę finansową emigrantów. Różnica pomiędzy PKO a KKO polegała na tym, że w PKO wkłady oszczędnościowe gwarantowało państwo, co czyniło PKO bardziej atrakcyjną instytucją niż KKO. Na koniec 1938 roku suma aktywów PKO przekroczyła sumę aktywów KKO i wyniosła około 1.200 mln zł, chociaż jego wkłady były nieco mniejsze niż wkłady KKO i wyniosły wówczas około 800 mln zł. PKO była także głównym sponsorem wspierającym powstanie w 1929 roku banku Polska Kasa Opieki S.A. (PKO S.A.) dla obsługi finansowej emigrantów polskich.

Obok komunalnych kas oszczędności i PKO funkcjonowały w Polsce w okresie międzywojennym także gminne wiejskie kasy oszczędnościowo-pożyczkowe, których zasady działania były zbliżone do zasad komunalnych kas oszczędności. Określało je odrębne rozporządzenie Prezydenta RP z 30 grudnia 1924 roku o gminnych wiejskich kasach oszczędnościowo-pożyczkowych. Liczba ich była jednak znacznie mniejsza, ze względu na to, że ludność wiejską obsługiwała nieźle działająca w okresie międzywojennym spółdzielczość kredytowa w postaci kas Stefczyka i banków księdza Wawrzyniaka. Gminne wiejskie kasy oszczędnościowo-pożyczkowe były więc tylko uzupełnieniem spółdzielczości kredytowej okresu międzywojennego.

Po II wojnie światowej, w 1946 roku, zarówno komunalne kasy oszczędności, jak i PKO wznowiły działalność, ale nie na długo. Działały one do słynnej socjalistycznej reformy bankowej z 1948 roku, która zmieniła gruntownie polski system bankowy, dostosowując go do potrzeb nowych zasad gospodarowania. Zlikwidowano Bank Polski oraz niemal wszystkie banki prywatne i państwowe okresu międzywojennego. Od likwidacji uchroniły się tylko dwa banki Bank Handlowy w Warszawie S.A. i Bank PKO S.A. (ten, który powstał w 1929 roku), a ściślej mówiąc ich nazwy. Otrzymały one jednak inne zadania. Pierwszy, stał się bankiem obsługującym polski handel zagraniczny, a drugi, obsługiwał transfery walutowe emigrantów polskiego pochodzenia do kraju. Ich powojenna działalność w bardzo małym stopniu nawiązywała do tradycji i działalności okresu międzywojennego. Od likwidacji nie uchroniła się też Poczta Kasa Oszczędności, którą wspomniany już dekret o reformie bankowej z 1948 roku zlikwidował, a na jej miejsce powołał Powszechną Kasę Oszczędności, której powierzono obsługę bankową ludności (osób prywatnych) i przekazano majątek Pocztovej Kasy Oszczędności. Komunalne kasy oszczędności, też na podstawie tego dekretu, postawione zostały w 1948 roku w stan likwidacji, którą zakończono w 1950 roku, a pozostały po nich majątek przekazano Powszechnej Kasie Oszczędności, która tylko w niewielkim stopniu przypominała swoją poprzedniczkę Poczta Kasa Oszczędności. Jedynymi jej pozostałościami były książeczka oszczędnościowa, prowadzona na znacznie zmienionych zasadach, i sam skrót nazwy banku PKO, choć nazwa była już inna. Funkcjonowała do 1975 roku, kiedy włączono ją organizacyjnie do Narodowe-

go Banku Polskiego, który pełnił funkcję całego systemu bankowego na terenie kraju. Dopiero w 1987 roku Rada Ministrów zdecydowała się ponownie wydzielić ją ze struktur NBP i powstała Powszechna Kasa Oszczędności Bank Państwowy (PKO BP), która po 12 latach przerwy znów stała się samodzielną instytucją bankową. Można dodać, że wykorzystywanie przez PKO BP instytucji Pocztovej Kasy Oszczędności jako swojej i podawanie, że funkcjonuje ona od 1919 roku jest poważnym nadużyciem merytorycznym i nie jest zgodne z rzeczywistością. Pocztowa Kasa Oszczędności została zlikwidowana przez wspomniany wyżej dekret o reformie bankowej z 1948 roku i zakończyła działalność z końcem 1949 roku¹¹⁰. Natomiast PKO utworzona przez wspomniany dekret rozpoczęła działalność z dniem 1 stycznia 1950 roku¹¹¹ i tylko ta data może być właściwa dla rozpoczęcia działalności dzisiejszego banku PKO BP S.A.

W 1989 roku rozpoczęto transformację polskiej gospodarki w kierunku gospodarki rynkowej. Mogło się wydawać, że to właśnie system bankowy będzie pełnił rolę wiodącą w tych przekształceniach. Ponad stuletnia praktyka dowiodła, że najlepiej sprzyja rozwojowi systemu bankowego właśnie system oszczędnościowy. Nikt nie słyszał, aby trzeba było do systemu oszczędnościowego dopłacać. To on sam raczej generował znaczny i tani potencjał kredytowy. Nie zdołały go zniszczyć dwie okrutne wojny światowe, a w Polsce zniszczyła go jedna, bardzo kontrowersyjna reforma bankowa z 1948 roku. Ale to stanowi już przeszłość. Otwarta jest jednak nadal możliwość jego stworzenia, ale władze polskie przez ostatnie 20 lat takiej próby nie podjęły. Inicjatywa taka, wspierana przez ośrodki samorządowe, pojawiła się w niektórych polskich gazetach¹¹², ale nie zakończyła się powodzeniem.

Można postawić tezę, że bez systemu oszczędnościowego nie uda się zbudować autentycznego, polskiego systemu bankowego. Pokazał to najlepiej przykład niemiecki i polski, ale ten z okresu międzywojennego stwierdzając, że bez inicjatywy władz systemu oszczędnościowego utworzyć się nie da. Trzeba się więc na tych przykładach oprzeć. Dobrze, że jeszcze nie sprzedano całkowicie banku PKO BP, w oparciu o który można taki system oszczędnościowy zbudować. Argumenty przemawiające za takim rozwiązaniem można mnożyć. Gdyby po 1989 roku w Polsce odbudowano sektor oszczędnościowy, poziom polskiego długu publicznego byłby dziś znacznie mniejszy, ponieważ tak zbierane oszczędności dostarczają państwu i samorządom znacznie niższe oprocentowanego kredytu niż banki komercyjne. Można dodać jeszcze jeden argument. Jest to prawdopodobnie najlepsza ścieżka prywatyzacji PKO BP S.A., najkorzystniejsza dla kraju, jego obywateli i chyba dla samego banku.

Zaprezentowana powyżej historia i znaczenie systemów oszczędnościowych dowodzą, jak ważne jest właściwe ich funkcjonowanie, nie tylko dla systemu bankowego

¹¹⁰ Potwierdza to Rozporządzenie wykonawcze ministra skarbu z 19 grudnia 1949 roku (Dz.U. z 1949 r., nr 63, poz. 508), które z dniem 1 stycznia 1950 roku postawiło Pocztową Kasę Oszczędności w stan likwidacji.

¹¹¹ Potwierdza to Rozporządzenie wykonawcze ministra skarbu z 19 grudnia 1949 roku (Dz.U. z 1949 r., nr 63, poz. 507).

¹¹² Treść tych artykułów została zaprezentowana w sejmowym wydawnictwie: Komunalne kasy oszczędności (wybór materiałów prasowych) (1993). *Materiały i Dokumenty*, (82). Warszawa: Biuro Studiów i Ekspertyz Kancelarii Sejmu RP.

danego kraju. System oszczędnościowy tworzy bowiem zdrowe zasady w obrocie finansowym oraz dodatkowe, często dobrze płatne, miejsca pracy. Można zaryzykować twierdzenie, że mogły to być miejsca pracy dla około 200.000 osób, co znacznie poprawiłoby obecne wskaźniki bezrobocia. Ten szacunek nie uwzględnia jednak wpływu taniego kredytu i niskich kosztów obsługi finansowej na rozwój drobnej przedsiębiorczości, która w znacznym stopniu łagodzi problemy związane z bezrobociem. Jeżeli dodamy do tego korzystny wpływ sektora oszczędnościowego na koszt obsługi długu publicznego (sektory oszczędnościowe najczęściej lokują swoje zasoby w obligacje państwowe i samorządowe), to można wnioskować, że sytuacja gospodarcza i finansowa naszego kraju kształtowałaby się o wiele korzystniej niż obecnie, ponieważ bez sektora oszczędnościowego koszty kredytów i obsługi bankowej należą do najwyższych na świecie. Co zatem przeszkadza w stworzeniu takiego sektora oszczędnościowego w naszym kraju? Powód jest podobny, jak w przypadku poprzednim. Utrzymywanie regulacji, wprowadzonej przez socjalistyczną reformę bankową wprowadzoną wspomnianym dekretem z 1948 roku.

Uzasadnieniem dla istnienia odrębnego sektora oszczędnościowego w krajach Europy Zachodniej i Stanach Zjednoczonych było i nadal jest duże rozwarstwienie dochodów ludności tych krajów. Osobny sektor oszczędnościowy zawsze był ofertą dla mniej zamożnych warstw ludności, a z czasem, w miarę rozszerzania swoich usług, także dla średniozamożnych warstw ludności. Oferował on tanią (często bezpłatną) obsługę kont oszczędnościowych, korzystne lokaty oszczędnościowe i niżej oprocentowane niewielkie kredyty. Ale miał także i ma nadal swoje ograniczenia. Ograniczeniem tym jest wysokość wkładu oszczędnościowego, której oszczędzający nie może przekroczyć. Wprowadzona w Polsce po II wojnie światowej doktryna socjalizmu przewidywała likwidację takiego zróżnicowania dochodowego i w takich warunkach funkcjonowanie systemu bankowego dla osób zamożnych i systemu oszczędnościowego dla osób mniej zamożnych straciło wspomniane wyżej uzasadnienie. Dlatego socjalistyczna reforma bankowa, wprowadzona dekretem z października 1948 roku, zlikwidowała zarówno przedwojenny sektor bankowy, jak i oszczędnościowy, a na ich miejsce utworzyła Narodowy Bank Polski, który miał prowadzić obsługę bankową państwowej gospodarki i Powszechną Kasę Oszczędności, która jako centralna instytucja oszczędnościowa miała obsługiwać wkłady oszczędnościowe całego społeczeństwa polskiego, czyli każdy wkład osoby fizycznej był wkładem oszczędnościowym, choć wówczas nie było to dosłownie tak określone. Nie została także określona górna granica wkładu oszczędnościowego, ponieważ po nacjonalizacji gospodarki i wywłaszczeniu większej własności rolnej bogaci przestali istnieć i nie przewidywano wówczas pojawienia się ich w przyszłości. Stąd też koncepcja oszczędzania musiała być w państwie, które zamierzało budować socjalizm, inna niż w państwach o ustroju kapitalistycznym, jakimi pozostały kraje Europy Zachodniej oraz Stany Zjednoczone Ameryki i Japonia.

Główną cechą nowego systemu bankowego w Polsce było więc zaraz po II wojnie światowej uznanie wkładów oszczędnościowych jako jego integralnej części i określanie ich w kolejnych wersjach uregulowań prawnych (określanych od 1960 roku prawem bankowym), jako wkładów osób fizycznych. Zatem już w podstawowym akcie, czyli dekreście o reformie bankowej z 25 października 1948 roku, sporo miejsca poświęco-

no zarówno nowej instytucji, czyli Powszechnej Kasie Oszczędności (artykuł 5, punkt 4a), jak i wkładom, zwanym oszczędnościowymi wkładami ludności (rozbudowany artykuł 24). Dekret ten był podstawowym aktem regulującym polską socjalistyczną bankowość przez blisko dwanaście lat do pojawienia się pierwszej ustawy prawo bankowe w 1960 roku, która już w artykule 1, punkt 1 zaliczyła gromadzenie oszczędności pieniężnych ludności do zakresu czynności bankowych, a szerzej potraktowała je w artykułach 37–42. W kolejnej wersji prawa bankowego z 1975 roku¹¹³ gromadzenie oszczędności pieniężnych ludności też zostało zaliczone do czynności bankowych (artykuł 3, ustęp 2, punkt 1) i szerzej opisane w artykułach 37–40. W kolejnej wersji prawa bankowego z 1982 roku gromadzenie oszczędności pieniężnych ludności zniknęło z zestawu czynności bankowych (określonych przez artykuł 13) i pojawiło się w części poświęconej wkładom oszczędnościowym (artykuły 32–40) w artykule 32, gdzie już dosłownie określono oszczędności pieniężne ludności jako wkłady oszczędnościowe. Prawo bankowe z 1989 roku (z 31 stycznia 1989 roku) utrzymało zapisy poprzedniej ustawy w kwestii wkładów oszczędnościowych i przywróciło gromadzenie oszczędności pieniężnych do czynności bankowych (artykuł 11, punkt 2) i w takim stanie socjalistyczny sektor oszczędnościowy, budowany przez blisko 40 lat, był w czasie czerwcowych wyborów parlamentarnych w 1989 roku, które dały początek przemianom politycznym i gospodarczym trwającym do dzisiaj.

Można mieć bardzo krytyczne zdanie na temat tzw. bankowości socjalistycznej, ponieważ okazała się nieudanym eksperymentem we wszystkich niemal krajach, które po II wojnie światowej ją wprowadzały. Socjalistyczny sektor oszczędnościowy był jej integralną częścią, a więc musiał otrzymać właściwą socjalistycznej bankowości ocenę. Trzeba jednak obiektywnie przyznać, że władze państwowe, działające w naszym kraju w okresie 1945–1989, wiele zrobiły, aby taki korzystny dla obywateli system oszczędnościowy stworzyć. Służyły temu liczne wykonawcze regulacje prawne, które miały na celu obniżanie kosztów obsługi kont, operacji finansowych oraz rozwijanie niedrogich kredytów, co było także celem sektorów oszczędnościowych okresu międzywojennego. Tym jednak, co różniło te sektory oszczędnościowe był ich adresat, czyli klient. W państwie kapitalistycznym niezamożny lub średnio zamożny obywatel, w państwie socjalistycznym każdy, bo takie państwo nie przewidywało zbyt dużych różnic w dochodach ludności. Ta prosta i zrozumiała na pozór różnica, doprowadziła do znacznych różnic w ich funkcjonowaniu, które okazały się na tyle istotne, że przekształcenie polskiego systemu oszczędnościowego okresu międzywojennego okazało się niemożliwe, a ówczesne władze zdecydowały się go zlikwidować i utworzyć na jego miejsce coś nowego, jak się później okazało niekoniecznie lepszego.

Do kapitalistycznych zasad działania powrócił także i nasz kraj po przemianach zapoczątkowanych w 1989 roku. Można się było spodziewać, że taki sam powrót nastąpi w sektorze bankowym. Tymczasem w aktualnie obowiązującej wersji prawa bankowego¹¹⁴ nie ma już definicji wkładu oszczędnościowego, natomiast artykuł 49

¹¹³ Ustawa ta włączyła Powszechną Kasę Oszczędności w strukturę NBP.

¹¹⁴ Ustawa z 29 sierpnia 1997 roku prawo bankowe (Dz.U. z 1997 r., nr 140, poz. 939, z późn. zm.).

w ustępie 3 definiuje rachunek oszczędnościowy jako rachunek osoby fizycznej¹¹⁵, co wyraża bardzo ścisłą więź obecnie obowiązującej wersji prawa bankowego¹¹⁶ z artykułem 5, punkt 4a i artykułem 24 wspomnianego wyżej dekretu o reformie bankowej z 1948 roku. Dopóki taki zapis istnieje w polskim prawie likwidacja systemu oszczędnościowego z okresu międzywojennego jest nadal uzasadniona i jej odbudowa, a tym samym stworzenie autentycznego sektora oszczędnościowego jest niemożliwe. Natomiast pozostałość tych przepisów, a także funkcjonujący obecnie PKO BP, nie tylko w niczym nie przypomina Pocztovej Kasy Oszczędności z okresu międzywojennego, ale traci także prawo do porównywania się ze swoją autentyczną poprzedniczką, czyli Powszechną Kasą Oszczędności z lat 1950–1975. PKO była, co prawda, socjalistyczną, ale nikt nie zaprzeczy, że była instytucją oszczędnościową. Natomiast PKO BP powstała w 1987 roku, to jeden z najdroższych banków komercyjnych na świecie, niemający już prawie nic wspólnego z ideą oszczędzania, także socjalistycznego. Można dodać, że gdyby podobne zapisy znalazły się w prawodawstwach bankowych krajów Europy Zachodniej, USA czy Japonii nie mogłyby funkcjonować w nich wspomniane i opisane powyżej systemy oszczędnościowe.

7.4. Kwestia nadzoru bankowego

Kolejną istotną sprawą, która ma wpływ na skuteczność polskiej polityki pieniężnej i jej znaczenie dla gospodarki, jest zakres i efektywność nadzoru bankowego. Istota nadzoru bankowego polega na znacznie większym zakresie kontroli sektora bankowego niż pozostałych rodzajów działalności gospodarczej, co może dziwić niejednego zwolennika demokracji, walczącego o słuszną dla działalności gospodarczej zasadę „co nie jest zakazane jest dozwolone” oraz jak najmniejszą liczbę zakazów ograniczoną do niezbędnego minimum. Zasada ta jednak już niejednokrotnie okazała się wyjątkowo szkodliwa dla sektora bankowego. Dysponujący olbrzymimi zasobami finansowymi (to należy do jego podstawowych zadań) sektor bankowy nie tylko potrafi je wykorzystać dla ominięcia najmniejszych zakazów, ale mogą go opanować takie zjawiska, które są zdecydowanie niekorzystne zarówno dla niego samego, jak i dla gospodarki, której powinien on służyć¹¹⁷. Ponadto, jak twierdzi Derrick Ware (1998), autor opracowania dotyczącego nadzoru bankowego zalecanego przez Bank Anglii, współczesny sektor bankowy charakteryzuje się cechami, które same w sobie przyczyniają się do braku jego stabilności. Znacznie niższe niż w innych przedsiębiorstwach kapitały własne, daleko idące uzależnienie wypłacalności banku od zaufania publicznego, dużo mniejsza

¹¹⁵ Tzw. prowadzenie rachunku bankowego występuje jako czynność bankowa najprawdopodobniej tylko w polskim prawie bankowym.

¹¹⁶ Potwierdza to także nadal obowiązujący status rozporządzenia Rady Ministrów z 7 września 1987 roku w sprawie wydzielenia powszechnych kas oszczędności z NBP i utworzeniu PKO BP (Dz.U. z 1987 r., nr 29, poz. 159), w którym (socjalistyczny) wkład oszczędnościowy jest przedmiotem §3, pkt 1 i §5, pkt 4.

¹¹⁷ Do najbardziej znanych tego typu zjawisk należy szeroko pojęta korupcja.

wiarygodność publikowanych przez banki ich sprawozdań finansowych, powodowana znacznie większymi i szybszymi zmianami ich sytuacji finansowej oraz wiele innych cech, powodują, że banki są narażone na znacznie większe ryzyko perturbacji finansowych niż przedsiębiorstwa należące do innych sektorów. Informuje o tym burzliwa i bogata już historia kryzysów finansowych, która po analizie niemal zawsze wskazuje, że główną ich przyczyną był brak właściwego nadzoru lub błędy popełniane w jego stosowaniu.

Warto przypomnieć, że sektor bankowy dzięki przyjmowanym wkładom pieniężnym od ludności staje się kreatorem pieniądza bezgotówkowego, który w zależności od stopnia rozwoju obrotów płatniczych staje się równorzędny z pieniądzem gotówkowym, pochodzącym z emisji pieniądza banku centralnego. Prawidłowe funkcjonowanie sektora bankowego ma więc kapitalne znaczenie dla rozwoju gospodarczego kraju i dla poziomu cen w danym kraju. A więc właściwie funkcjonujący sektor bankowy przyczynia się także do skuteczności polityki pieniężnej banku centralnego. Wszelkie nieprawidłowości w tym zakresie mogą skutki polityki pieniężnej znacznie zniekształcić.

Skuteczność, a więc możliwość zapobiegania szkodliwym zjawiskom w sektorze bankowym, jak i podstawowy cel nadzoru bankowego, polegający na ochronie przyjętych wkładów pieniężnych ludności przed defraudacją, wymagają nadania mu szczególnych uprawnień, często niezgodnych z duchem demokracji, ponieważ znacznie wykraczających poza te, które przewiduje dla działalności gospodarczej kodeks handlowy. Polega to na utworzeniu odrębnego i ustawowo wyposażonego w dodatkowe, nawet daleko idące, uprawnienia do ingerencji w działalność przedsiębiorstw bankowych organu, którego zadaniem będzie zapobiegać szkodliwym zjawiskom w sektorze bankowym. Takie szczególne uprawnienia powinny przede wszystkim polegać na koncesjonowaniu jasno i zrozumiale zdefiniowanej działalności bankowej, wpływie na możliwość wyboru kadry kierowniczej i wydawaniu niemożliwych do zaskarżenia sprzeciwów i dyspozycji dla koncesjonowanych już przedsiębiorstw bankowych. Może ktoś powiedzieć, że jest to w pewnym sensie odejście od demokracji, ale musi ten ktoś uznać dwa podstawowe fakty. Po pierwsze, właśnie na takich zasadach polega nadzór bankowy w krajach wysoko rozwiniętych, takich jak Stany Zjednoczone Ameryki, Europa Zachodnia oraz w wiele innych wzorujących się na nich krajach. A po drugie, tak rozumiany nadzór bankowy nie tylko demokracji nie zagraża, ale ją umacnia i często jej nadużywaniu i deformowaniu zapobiega.

Nadzwyczajnych uprawnień organu nadzoru bankowego nie należy mylić z działalnością organów ścigania i sprawiedliwości. Nadzór bankowy w żadnym wypadku nie powinien wchodzić w ich kompetencje i zastępować ich w stosunkach z bankami. Powinien natomiast z tymi organami ściśle współpracować. Podobnie, organy ścigania i sprawiedliwości nie powinny mieć uprawnień do podważania merytorycznych decyzji organu nadzoru bankowego. Nie oznacza to jednak braku kontroli tych organów nad organem nadzoru bankowego. Cechą takiej kontroli powinno być typowe dla demokracji postępowanie odwoławcze nadzorowane właśnie przez organy sprawiedliwości, a ich kontrola powinna być ograniczona wyłącznie do oceny zgodności z prawem stosowanych przez organ nadzoru bankowego procedur, a także sprawdzania, czy jego decyzje zostały podjęte na podstawie faktów zgodnych z rzeczywistością. Me-

rytoryczne podważanie decyzji nadzoru bankowego przez sąd oznacza zastępowanie organu nadzoru i twierdzenie, że to sąd, a nie organ nadzoru bankowego, jest lepiej zorientowany, jak zapewnić bezpieczeństwo wkładów pieniężnych w bankach.

W Polsce organ nadzoru bankowego pojawił się po 1989 roku i został umieszczony w banku centralnym, czyli w NBP. Jest to najbardziej właściwe miejsce dla organu nadzoru, niezależnie od tego, że każda początkowa faza działalności jest związana z popełnianiem błędów. Można więc przypomnieć argumentację przemawiającą za wyborem profesjonalnie przygotowanego kierownictwa banku centralnego. Ono też zapewne popełni błędy w dziedzinie nadzoru, ale dobry profesjonalista charakteryzuje się zawsze tym, że do błędu się przyzna, i poprawi jego skutki i więcej go nie popełni. Natomiast ktoś, mający niewielkie doświadczenie i wiedzę nie tylko nie przyzna się do błędu, ale będzie szukał wsparcia często wspomaganym przez bank centralny finansowo mediów¹¹⁸ i, co gorsze, propagował swoje błędy jako pasmo niepowtarzalnych sukcesów, co niejednokrotnie już miało miejsce.

Prawdziwy i skuteczny nadzór bankowy może się tylko ukształtować w dobrze funkcjonującym banku centralnym, bo tam jest jego miejsce, niezależnie od rozwiązań ustawowych. Można usytuować koordynację nadzoru w organie innym niż bank centralny, takim jak na przykład Komisja Nadzoru Finansowego, ale wyprowadzanie nadzoru poza bank centralny jest poważnym błędem. I ten błąd popełniono w naszym kraju w ostatnich kilku latach. To prawda, że kolejne kierownictwa NBP popełniały poważne błędy w zakresie nadzoru bankowego, ale jedyną drogą naprawy tych błędów mogło być zatroszczenie się o to, by do kierownictwa NBP trafiali ludzie profesjonalnie przygotowani, a nie odbieranie uprawnień ludziom, którzy bez wystarczającej wiedzy, na skutek błędów polityków, do kierownictwa NBP trafili.

Aby nadzór bankowy mógł osiągać cele, które się przed nim stawia, konieczne jest zwolnienie pracowników nadzoru od odpowiedzialności materialnej za skutki podejmowanych przez nich w ramach przysługujących im uprawnień decyzji. Zasada ta jest stosowana w większości krajów Europy Zachodniej i USA.

Do sprawowania skutecznego nadzoru bankowego niezbędne są także wystarczające uprawnienia ustawowe. Polski nadzór bankowy nigdy wystarczających uprawnień nie miał. Jeżeli dodamy do tego niedostatek wiedzy poszczególnych prezesów NBP oraz dość często popełniane błędy w tym zakresie, trudno się dziwić, że politycy zdecydowali się przenieść nadzór bankowy z NBP do nowo utworzonej Komisji Nadzoru Finansowego. Był to ewidentny błąd, który już zaowocował wydarzeniami źle świadczącymi o funkcjonowaniu nadzoru bankowego.

Do spektakularnych przykładów nieskuteczności polskiego nadzoru bankowego należał incydent związany z opcjami w 2008 roku. W każdym niemal zachodnioeuropejskim kraju w takie transakcje wkroczyłyby natychmiast nadzór bankowy, a konsekwencją tego byłyby liczne pozbawienia stanowisk kadry kierowniczej banków, odpowiedzialnej za narzucanie takich umów. Ale do tego potrzebne są odpowiednie uprawnienia ustawowe dla organu nadzoru bankowego, których polski organ nie ma.

¹¹⁸ Wspomaganie finansowe mediów (telewizja, radio, prasa) przez banki centralne w USA i krajach zachodnioeuropejskich nie zdarza się.

Żaden szanujący się nadzór finansowy nie pozwoliłby na to, aby przedsiębiorstwa niefinansowe oferowały takie produkty finansowe jak opcje, których skutków nie potrafiły przewidzieć i nie dysponowały wystarczającymi zasobami finansowymi, aby się z nich wywiązać. Obok ewidentnych błędów i nadużyć ze strony banków w tym zakresie, kryzysowi temu sprzyjało wspomniane wyżej przeniesienie nadzoru bankowego z NBP do Komisji Nadzoru Bankowego, a także brak zapobiegania przez NBP nadmiernej i nieuzasadnionej ekonomicznie zmienności kursu walutowego.

Przykładów świadczących o wadliwym funkcjonowaniu nadzoru bankowego w naszym kraju można podać więcej. Ważniejsze jest jednak rozpoczęcie kroków zaradczych, naprawiających ten bardzo niepożądaną stan. Zacząć je można i trzeba od dokładnych analiz nadzoru bankowego, powinien on powrócić w struktury organizacyjne NBP, a konieczne uprawnienia i regulacje ustawowe powinny znaleźć swój finał w odrębnej ustawie o nadzorze bankowym.

* * * * *

Obecny stan rzeczy w świetle przedstawionych powyżej okoliczności nie świadczy dobrze o polskim banku centralnym i skuteczności prowadzonej przez niego polityki pieniężnej. Przesada w dążeniu do niezależności, błędy popełniane w polityce kursowej, silny związek obecnych uregulowań prawnych z dekretem wprowadzającym socjalistyczną reformę bankową z 1948 roku oraz brak jakiegokolwiek kontroli nad polskim bankiem centralnym upoważniają do stwierdzenia, że NBP i jego polityka pieniężna mają raczej charakter dekoracyjny, jeżeli polskie banki komercyjne oferują za lokaty oprocentowanie wyższe od oficjalnych stóp procentowych NBP. Świadczy to także o tym, że obecna sytuacja sektora bankowego jest bardzo bliska sytuacji opisanej we wspomnianej wyżej interpelacji posła Stanisława Steca, której nikt nie zakwestionował, a która uświadamia skalę rozwijającej się bez żadnych przeszkód lichwy w naszym kraju. NBP i jego Rada Polityki Pieniężnej niewiele dotychczas zrobiły, aby tym szkodliwym zjawiskom zapobiec. Dzisiejszy status NBP bardzo dobrze wyraża popularny w polskim języku związek frazeologiczny, określający osobę lub instytucję uważającą się za niepodlegającą krytyce, niezależnie od podejmowanych lub niepodejmowanych przez nią działań, jako „święta krowa”. Sprzyjały temu wszystkie nominacje na prezesa NBP, gdyż była to albo osoba kompletnie nieprzygotowana do tej funkcji, albo był to wychodzący już z obiegu polityk (były premier lub wicepremier). Takie błędy w obsadzie stanowiska prezesa banku centralnego w krajach Europy Zachodniej lub USA nie zdarzyły się dotychczas.

Przedstawione powyżej nieprawidłowości nie wyczerpują ogromu zagadnień wymagających zmian, aby polski bank centralny upodobnił się trochę do dobrych przykładów bankowości centralnej w Europie i na świecie. Obarczanie jednak winą za obecny stan rzeczy wyłącznie NBP i jego dotychczasowego kierownictwa także nie jest właściwe. Odpowiadają za to również wszystkie rządy i Parlamenti funkcjonujące w Polsce po przemianach w 1989 roku. Jednak waga tych spraw jest tak duża, że wymaga szybkiego działania.

Literatura

Bundesgesetz über Österreichische Nationalbank (1984). Pozyskano z: www.econbiz.de/Record/bundesgesetz-über-die-oesterreichische-nationalbank-nationalbankgesetz-1984-nbg-1-februar-1984/10000419211 (25.04.2016).

Dekret z 25 października 1948 roku o reformie bankowej (Dz.U. z 1951 r., nr 36, poz. 279).

Interpelacja posła Stanisława Steca do ministra finansów 25 listopada 2008 roku. Pozyskano z: <http://orka2.sejm.gov.pl/IZ6.nsf/main/4DBA8B43> (02.02.2013).

Komunalne Kasy Oszczędności (wybór materiałów prasowych) (1993). *Materiały i Dokumenty*, (82). Warszawa: Biuro Studiów i Ekspertyz Kancelarii Sejmu RP.

Niemski, K. (1946). *Gospodarka finansowa samorządu terytorialnego i kredyt komunalny w Polsce*. Łódź: Nakładem Spółdzielczej Książnicy Samorządów.

Perry, F.E. (1989). *The Elements of Banking*. London: Routledge with Chartered Institute of Bankers.

Poland cautiously happy with currency float (2000). *Financial Times* z 18 października.

Raport o Konwergencji EBC (2004). Pozyskano z: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/conrep/cr2004pl.pdf?> (25.04.2016).

Recommended Chart of Accounts for Central Banks (1994). *International Monetary Fund* z lipca.

Rozporządzenie Prezydenta RP z mocą ustawy z 13 kwietnia 1927 roku o komunalnych kasach oszczędności (Dz.U. RP z 1927 r., nr 38, poz. 339).

Rozporządzenie Ministra Spraw Wewnętrznych i Ministra Skarbu z 26 marca 1928 roku w sprawie wykonania rozporządzenia Prezydenta RP z 13 kwietnia 1927 roku o komunalnych kasach oszczędności (Dz.U. RP z 1928 r., nr 44, poz. 424).

Rozporządzenie Prezydenta RP z 20 stycznia 1924 roku w przedmiocie ustanowienia statutu dla banku emisyjnego (Dz.U. RP z 1924 r., nr 8, poz.75).

Rozporządzenie Prezydenta RP z 24 października 1934 roku o komunalnych kasach oszczędności (Dz.U. RP z 1934 r., nr 95, poz. 860).

Rozporządzenie Rady Ministrów z 7 września 1987 roku w sprawie wydzielenia powszechnych kas oszczędności z NBP i utworzeniu PKO BP (Dz.U. z 1987 r., nr 29, poz. 159).

Rozporządzenie wykonawcze ministra skarbu z 19 grudnia 1949 roku (Dz.U. z 1949 r., nr 63, poz. 508).

Rozporządzenie wykonawcze ministra skarbu z 19 grudnia 1949 roku (Dz.U. z 1949 r., nr 63, poz. 507).

Sprawozdanie roczne DSGV (2006). *Finanzgruppe Deutscher Sparkassen – und Giroverband. Markets 2006*. Pozyskano z: ec.europa.eu/internal_market/.../finanzgruppe-dsgv_en.pdf (25.04.2016).

Ustawa z 29 sierpnia 1997 roku prawo bankowe (Dz.U. z 1997 r., nr 140, poz. 939 z późn. zm.).

Ware, D. (1996). Basic Principles of Banking Supervision. *Handbooks in Central Banking*, (7). Centre of Central Banking Studies Bank of England.

Wyrok Trybunału Konstytucyjnego nr P45/12 z 14 kwietnia 2015 roku. Pozyskano z: <http://trybunal.gov.pl/s/p-4512> (04.04.2016).

Żyżyński, J. (2005). *Problemy polityki pieniężnej*. Working Paper nr 05-002. Warszawa: Wydawnictwo Naukowe Wydziału Zarządzania Uniwersytetu Warszawskiego.

Załącznik

MODEL IS-LM HICKSA-HANSENA

Wykresy przedstawione przez Johna R. Hicksa po raz pierwszy w 1937 roku jako krzywe SI-LL, a następnie spopularyzowane przez Alvina H. Hansena są dziś znane jako model IS-LM, który stanowi podstawowe ujęcie keynesowskiego mechanizmu transmisji.

Według Hicksa (1937, s. 147–159; 1980, s. 138–154) i Hansena (1949) podstawową cechą ich ujęcia jest współzależność pomiędzy rynkiem pieniężnym a rynkiem realnym (rynkiem dóbr i usług). Rynek realny tworzy dochód (Y), a rynek pieniężny tworzy stopę procentową (r) i zmienne te wpływają na rynki przeciwne (dochód wpływa na rynek pieniężny, a stopa procentowa wpływa na rynek realny). W najprostszej wersji takiego ujęcia, dochód wpływa na popyt na pieniądź, a stopa procentowa wpływa na wielkość inwestycji. Ten rodzaj interakcji zrywa z tzw. klasyczną dychotomią, zakładającą neutralność pieniądza w odniesieniu do rynku realnego i jest podstawą modelu IS-LM, z którego wypływa najważniejszy wniosek Hicksa dla polityki gospodarczej, że problemy rynku pieniężnego i rynku realnego można skutecznie rozwiązywać tylko jednocześnie na obu rynkach.

Krzywa *IS* powstała na podstawie mechanizmu mnożnika Keynesa a krzywa *LM* powstała na podstawie teorii preferencji płynności Keynesa.

Krzywa *IS*¹¹⁹ Hicksa stanowi zbiór punktów równowagi wyrażających stosunek pomiędzy stopą procentową a poziomem produkcji. Jeżeli stopa procentowa rośnie poziom równowagi produkcji Y^* spada. Jak widać to na rysunku 1 krzywa *IS* ma charakter malejący, wysoka stopa procentowa r oznacza niski poziom produkcji równowagi Y^* , niska r oznacza wysoki poziom Y^* . Warto podkreślić, że krzywa *IS* nie jest funkcją, a zbiorem punktów równowagi, dla których globalny popyt jest równy globalnej podaży. Punkty leżące poza krzywą *IS* można określić jako punkty nierównowagi. Dla każdej danej stopy procentowej r możemy więc zgodnie z przebiegiem krzywej *IS* wyznaczyć punkt równowagi produkcji Y^* . Jeżeli jednak aktualna wielkość globalnej podaży Y przewyższa punkt równowagi produkcji Y^* ($Y > Y^*$) uruchomiony zostaje mechanizm mnożnika i Y spadnie do poziomu Y^* , czyli do zbioru punktów równowagi. Jeżeli $Y < Y^*$ mechanizm mnożnika zadziała w kierunku odwrotnym i Y wzrośnie do poziomu Y^* . Można więc powiedzieć, że dla punktów leżących po lewej stronie krzywej *IS* wystąpi nadwyżka popytu towarów, a dla punktów leżących po prawej stro-

¹¹⁹ *I* pochodzi od angielskiego terminu *investments*, a *S* od terminu *savings*.

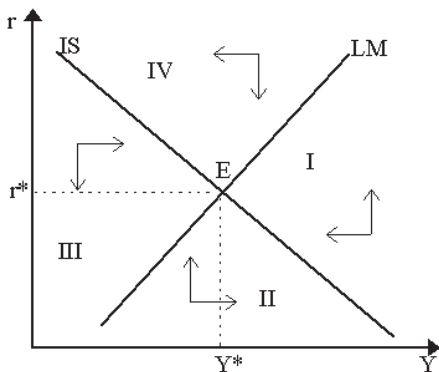
nie krzywej IS wystąpi nadwyżka podaży towarów. Kierunek działania mechanizmu mnożnika pokazują poziome strzałki na rysunku 1.

Im niższa jest wrażliwość wydatków (niższa krańcowa skłonność do konsumpcji i wyższa stawka podatku dochodowego, czyli wysoki mnożnik) i im niższa jest wrażliwość inwestycji na wysokość stopy procentowej, tym jest większe nachylenie krzywej. Odwrotne tendencje, czyli niski mnożnik i wysoka wrażliwość inwestycji na wysokość stopy procentowej, powodują bardziej płaskie nachylenie krzywej IS .

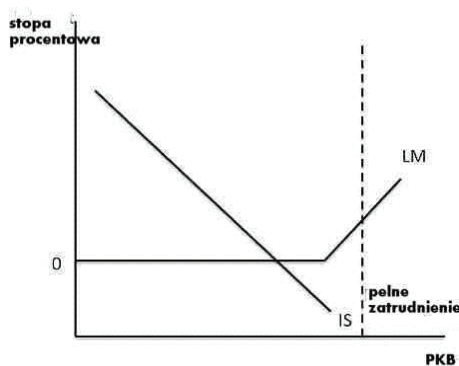
Podobnie jak J.R. Hicks możemy wyznaczyć krzywą LM ¹²⁰, jako zbiór punktów równowagi poziomów produkcji i poziomów stopy procentowej. Jak widać na rysunku 1 jest to zależność dodatnia, czyli krzywa LM ma charakter rosnący. Jeśli więc krzywa LM przedstawia zbiór punktów równowagi rynku pieniężnego to każdy punkt, który leży poza tą krzywą reprezentuje brak równowagi rynku pieniężnego. Jeśli przy danym poziomie produkcji stopa procentowa jest za wysoka pojawia się nadwyżka podaży pieniądza i r spada. Jeśli stopa procentowa jest za niska pojawia się nadwyżka popytu na pieniądź i r rośnie. Tak więc wszystkie punkty leżące ponad krzywą LM reprezentują nadwyżkę podaży pieniądza, a wszystkie punkty leżące pod krzywą LM reprezentują nadwyżkę popytu na pieniądź. Strzałki pionowe na rysunku 1 oznaczają więc kierunek działania sił rynkowych na rynku finansowym.

Krzywa LM może przesuwać się w wyniku zmiany wielu parametrów. Wzrost podaży nominalnej pieniądza, spadek wskaźnika cen p , spadek podaży obligacji B^s , spadek popytu na pieniądź M^d czy wzrost popytu na obligacje B^d powodują przesunięcie krzywej LM w prawo. Przeciwnie tendencje przesuwają krzywą LM w lewo.

Na rysunku 1 naniesione zostały krzywe IS i LM . Widać na nim wyraźnie, że jedynym punktem, w którym rynki towarowe i pieniężne są w równowadze jest punkt E , gdzie $r = r^*$ i $Y = Y^*$. Można go określić jako punkt równowagi produkcji i stopy procentowej, który równoważy rynek towarowy z rynkiem pieniądza.



Rysunek 1. Model IS-LM Hicksa-Hansena
Źródło: opracowanie własne
na podstawie literatury.



Rysunek 2. Model IS=LM z pułapką płynności
Źródło: Krugman, 2011.

¹²⁰ L pochodzi od angielskiego słowa *liquidity*, a M od słowa *money*.

Rysunek 1 zwany potocznie kopertą dzieli przestrzeń na cztery pola, które oznaczają odpowiednie rodzaje nierównowagi na rynku towarów i rynku pieniądza. Pole I oznacza nadwyżkę podaży towarów i nadwyżkę popytu na pieniądź. Pole II oznacza nadwyżkę popytu na towary i nadwyżkę popytu na pieniądź. Pole III oznacza nadwyżkę popytu na towary i nadwyżkę podaży pieniądza. Pole IV oznacza nadwyżkę podaży towarów i nadwyżkę podaży pieniądza. Można na podstawie tego wykresu wyciągać dalsze wnioski. Na przykład, gdy stopa procentowa jest wyższa od stopy równowagi r^* wystąpi zjawisko charakterystyczne dla pola IV, czyli nadwyżka podaży towarów z nadwyżką podaży pieniądza. Nadwyżka popytu na towary też może wystąpić przy nadwyżce podaży pieniądza (górną połową pola III), a nadwyżka popytu na pieniądź może wystąpić przy nadwyżce podaży towarów (górną połową pola I). Natomiast nie wystąpi zjawisko charakterystyczne dla pola II, czyli nadwyżka popytu na towary z nadwyżką popytu na pieniądź. Podobnie można wnioskować dla stopy procentowej niższej od stopy równowagi r^* i twierdzić, że nie wystąpi zjawisko charakterystyczne dla pola IV, czyli nadwyżka podaży towarów z nadwyżką podaży pieniądza.

Jednak nawet sami jego autorzy twierdzili, że model powyższy ma wiele braków, powoduje sporo trudności i daleki jest od ideału. Pozwala jednak zaobserwować pewne reakcje jednych wielkości ekonomicznych na inne. Wzrost pewnych zmiennych autonomicznych (C_o , TX_o , TR_o , I_o , G_o itp.) powoduje przesuwanie się krzywej IS w prawo i w konsekwencji prowadzi do powstania nowego punktu równowagi, który oznacza wyższy poziom produkcji i wyższą stopę procentową. Wzrost podaży pieniądza, spadek poziomu cen, spadek popytu na pieniądź itd. powodują przesuwanie się krzywej LM w prawo, co w konsekwencji prowadzi do nowego punktu równowagi, który oznacza wyższy poziom produkcji i niższą stopę procentową. Można zauważyć, że skuteczność polityki fiskalnej (mającej wpływ na położenie krzywej IS) i polityki pieniężnej (mającej wpływ na położenie krzywej LM) w dużym stopniu zależy od nachylenia obu krzywych. Bardziej stroma krzywa LM przy bardziej płaskiej krzywej IS powodują większą skuteczność polityki pieniężnej (większe efekty zmian stopy procentowej). Bardziej płaska LM przy bardziej stromej IS powoduje większą skuteczność polityki fiskalnej (większe efekty zmian wielkości autonomicznych).

Braki te nie zniechęciły jednego z laureatów nagrody Nobla z dziedziny ekonomii Paula Krugmana, który uznał ten model za szczególnie przydatny do wyjaśnienia obecnych warunków ekstremalnych, w których popyt konsumpcyjny pozostaje na tak niskim poziomie, że gospodarka znajduje się w fazie kryzysu pomimo zerowych stóp procentowych. Wówczas model IS-LM wygląda następująco:

Jak widać na rysunku 2 krzywa LM staje się płaska na poziomie zerowym. Dzieje się tak dlatego, że gdy stopa procentowa spadnie poniżej zera ludzie wolą trzymać pieniądze niż lokować je w papierach wartościowych. Poza granicą zera pieniądź staje się znacznie lepszym środkiem tezauryzacji niż papiery wartościowe, które nie przynoszą dochodu, a zmiany podaży pieniądza nie przynoszą żadnych efektów. Taka sytuacja jest określana w teorii ekonomii jako pułapka płynności.

Jeśli wykorzystamy tu model IS-LM będziemy mogli sporządzić pewne prognozy. Deficyt budżetowy przesunie krzywą IS w prawo. W przypadku pułapki płynności nie

ma to jednak wpływu na stopę procentową, która niezależnie od skali przesunięcia pozostanie na poziomie zerowym. Ilość pieniądza w obiegu może być więc dowolnie zwiększana i nie przyniesie to praktycznie żadnych skutków.

Dlatego wszystkie obawy przewidujące niekontrolowany wzrost stóp procentowych i galopującą inflację, które w 2009 roku pojawiły się w związku z akcją banków centralnych, określanych jako *quantitative easing*, były zdaniem Paula Krugmana przesadne. Wszyscy, którzy chociaż trochę rozumieli model IS-LM, przewidywali, że w ówczesnych warunkach można nawet potroić bazy monetarne banków centralnych i nie spowoduje to żadnych skutków inflacyjnych. Była więc to swego rodzaju rehabilitacja modelu IS-LM i porażka tych, którzy niemal panicznie reagowali na tzw. dodrukowanie pieniądza przez bank centralny (Krugman, 2011).

Literatura

Hansen, A.H. (1949). *IS-LM and Modern Macroeconomics*. Red. W. Young, B.Z. Zilberfarb (reprodukcja z 2000 r., New York: Springer Science & Business Media).

Hicks, J.R. (1937). Mr. Keynes and the "Classics"; A Suggested Interpretation. *Econometrica*, 5(2).

Hicks, J.R. (1980). „IS-LM”: An Explanation. *Journal of Post Keynesian Economics*, 3(2).

Krugman, P. (2011). IS-LMentary. *The New York Times* z 9 października.



BIBLIOGRAFIA

Bernanke, B., Reinhart, V. i Sack, B. (2004). Monetary Policy Alternatives at the Zero Bound: An Empirical Assessment. *Finance and Economics Discussions Series*, (48). Washington D.C.: Federal Reserve Board.

Bronfenbrenner, M., Holzman, F.D. (1963). Survey of Inflation Theory. *American Economic Review*, 53, s. 593–661.

Cagan, P. (1956). The Monetary Dynamics of Hyperinflation. W: M. Friedman (red.). *Studies in the Quantity Theory of Money*. Chicago: University of Chicago Press.

Carpenter, S., Ihrig, J. i Klee, E., Quinn, D., Boote, A. (2012). *The Federal Reserve's Balance Sheet. A Primer and Projections*. Washington D.C.: Federal Reserve Board.

Chandler, L.V. (1948). Monetary Policy, Ch. 20. W: S.E. Harris (red.). *Saving American Capitalism*. New York: Published A.A. Knopf.

Convergence Report 2004, European Central Bank, 2004. Pozyskano z: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/conrep/cr2004en.pdf> (25.04.2016).

Convergence Report May 2006, European Central Bank, 2006. Pozyskano z: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/conrep/cr2006en.pdf> (25.04.2016).

Die Währungsunion mit der Deutschen Demokratischen Republik (1990). *Monatsbericht der Deutschen Bundesbank* z lipca.

Friedman, M. (1956). *The Quantity Theory of Money – A Restatement*. W: M. Friedman (red.). *Studies in the Quantity Theory of Money*. Chicago: University of Chicago Press, s. 5–21.

Friedman, M., Meiselman, D. (1964). The Relative Stability of Monetary Velocity and the Investment Multiplier in the United States 1897–1958. W: *Stabilization Policies: A Series of Research Studies Prepared for the Commission on Money and Credit*. Englewood Cliffs, N.J.: Prentice Hall Inc., s. 165–268.

- Harberger, A.C. (1963). The Dynamics of Inflation in Chile. W: C.F. Christ (red.). *Measurement in Economics: Studies in Mathematical Economics and Econometrics in Memory of Yehuda Grunfeld*. Stanford: Stanford University Press, s. 219–250.
- Hart, A.G., Kenen, P.B. (1961). *Money, Debt, and Economic Activity*. Englewood Cliffs N.J.: Prentice-Hall Inc.
- Holzman, F.D. (1964). *Escalation and its Use to Mitigate the Inequities of Inflation, w: Inflation, Growth and Unemployment*. Englewood Cliffs, N.J.: Prentice-Hall Inc., s. 177–229.
- IMF Annual Report, 2007*.
- Johnson, H.G. (1962). Monetary Theory and Policy. *American Economic Review*, 52, s. 335–384.
- Kazimierczak, A. (2000). *Polityka pieniężna w gospodarce rynkowej*. Warszawa: Wydawnictwo Naukowe PWN.
- Keynes, J.M. (1985). *Ogólna teoria zatrudnienia procentu i pieniądza*. Warszawa: PWN.
- Klyuev, V., de Imus, P. i Srinivasan, K. (2009). *Unconventional Choices for Unconventional Times: Credit and Quantitative Easing in Advanced Economies*. IMF Staff Position Note z 4 listopada.
- Latter, T. (1996). The Choice of Exchange Rate Regime. *Handbooks in Central Banking Studies* (2). Bank of England.
- Lerner, A.P. (1951). Full Employment and Inflation. W: *Economics of Employment*. New York: McGraw-Hill, s. 191–241.
- Means, G.C. (1962). *Pricing Power and the Public Interest*. New York: Harper.
- Perry, F.E. (1989). *The Elements of Banking*. London: Routledge in association with the Chartered Institute of Bankers.
- Phelps, E.S. (1961). A Test for the Presence of Cost Inflation in the United States: 1955–1957. *Yale Economic Essays*, (1), s. 28–69.
- Philips, A.W. (1958). The Relation between Unemployment and the Rate of Change of Money Wage Rates in the United Kingdom: 1861–1957. *Economica*. New Series (25), s. 283–299.
- Prawo Wspólnot Europejskich – Dokumenty* (1996). Warszawa: Wydawnictwo Naukowe „Scholar”.

- Reder, M. (1948). The Theoretical Problems of a National Wage-Price Policy. *Canadian Journal of Economic and Political Science* (14), s. 46–61.
- Rothbard, M. (1962). The Case for a 100 Percent Gold Dollar. W: B. Yeager (red.). *In Search of Monetary Constitution*. Cambridge, Mass.: Harvard University Press, s. 94–136.
- Schulze, L. (1959). *Recent Inflation in the United States*. U.S. Congress, Joint Economic Committee, Study Paper No. 1, Washington.
- Selden, R.T. (1959). Cost-push Versus Demand-pull Inflation: 1955–1957. *Journal of Political Economy*, 67, s. 1–20.
- Spencer, R.W. (1975). Inflation, Unemployment and Hayek. *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, maj, s. 6–10.
- Status banku centralnego. Doświadczenia i perspektywy*. Materiały z konferencji zorganizowanej 29 listopada 1994 roku przez Komisję Polityki Gospodarczej Budżetu i Finansów Sejmu RP oraz Biuro Studiów i Ekspertyz.
- Sulmicki, P. (1977). *Międzynarodowa wymiana gospodarcza*. Warszawa: PWE.
- The European Union Encyclopedia and Directory 1996, 2nd ed.*
- Tobin, J. (1961). Money, Capital and Other Stores of Value. *American Economic Review*, 51(2), s. 26–37.
- Turvey, R. (1949). Period Analysis and Inflation. *Economica*. New Series (16), s. 218–227.
- Wallich, H.C., *Exchange Rates, Inflation and the Dollar*, w: “Economic Impact” 1980, nr 2, s. 38–41.
- Warburton, C. (1951). The Misplaced Emphasis in Contemporary Business-fluctuation Theory. W: *Readings in Monetary Theory*, American Economic Association. Homewood III Philadelphia: Irwin, s. 284–318.
- Woodford, M. (2012). *Methods of Policy Accommodation at the Interest-Rate Lower Bound*, referat zaprezentowany na Jackson Hole Symposium 31 sierpnia 2012 roku.
- Żyżyński, J. (2005). *Problemy polityki pieniężnej*. Working paper nr 05-002, maj. Warszawa: Wydawnictwo Naukowe Wydziału Zarządzania Uniwersytetu Warszawskiego.
- Żyżyński, J. (1996). *Pieniądz a transformacja gospodarki*. Warszawa: Wydawnictwa Uniwersytetu Warszawskiego.

