

Jan L. Bednarczyk

Politechnika Radomska

CZY RAMY POLITYKI PIENIĘŻNEJ EUROPEJSKIEGO BANKU CENTRALNEGO SĄ OPTYMALNE DLA WZROSTU GOSPODARCZEGO?

Streszczenie: Jednym z najważniejszych osiągnięć Unii Gospodarczej i Walutowej jest utrzymanie od ponad 10 lat w krajach, które przyjęły wspólną walutę, znacznej stabilności cen. Jednocześnie od 1999 r., tj. od momentu wprowadzenia wspólnej waluty, średnioroczne tempo wzrostu realnego PKB w krajach strefy euro mieściło się najczęściej w przedziale 1,0-3,0%, wykazując dość relatywnie dużą niestabilność, typową dla klasycznego modelu rozwoju cyklicznego. Obserwacja zmian wskaźników wzrostu cen oraz wskaźników wzrostu gospodarczego w tych krajach prowadzi do wniosku, że stabilizacja inflacji nawet w długim okresie wcale nie musi oznaczać ograniczenia skali wahań cyklicznych w gospodarce. Przeciwnie, w pewnych sytuacjach może nawet je wzmacniać.

Słowa kluczowe: polityka pieniężna, wzrost gospodarczy, inflacja.

1. Ramy polityki pieniężnej Europejskiego Banku Centralnego (EBC)

Tworzenie zrębów Unii Gospodarczej i Walutowej, a zwłaszcza przyjęcie Traktatu z Maastricht, zbiegło się w czasie z osiągnięciem przez zwolenników głównych nurtów w teorii ekonomii niepisanego porozumienia (konsensusu) w kwestii narzędzi polityki stabilizacyjnej. Konsensus, będący elementem tzw. Nowej Syntezy Neoklasycznej (NSN) [Goodfriend 2007, s. 60-64; Woodford 2009, s. 269], wynikał w znacznym stopniu z przyznania monetarystom i głoszonym przez nich postulatów pod adresem polityki ekonomicznej decydującej roli w przezwyciężeniu tzw. wielkiej inflacji z lat 1970 i 1980. Wskazywał jednocześnie na przydatność i potrzebę uprawiania tego typu polityki w dłuższej perspektywie czasowej.

Podmiotami tej polityki miały stać się banki centralne, które uznano za dysponujące wystarczająco skutecznymi narzędziami, aby w pełni kontrolować ruchy cen. Należy podkreślić, że powierzenie bankom centralnym pieczy nad stabilnością cen miało w tym przypadku dalej idące implikacje, niż to wynikało z tradycyjnie rozumianych zadań, jakie stawiano przed tymi instytucjami. Prowadzonej przez banki centralne polityce antyinflacyjnej podporządkowano zarówno inne cele polityki ekonomicznej (wzrost gospodarczy, zatrudnienie), jak i metody tej polityki (politykę fiskalną, dochodową, inne).

U podstaw tak określonych priorytetów gospodarczych leżało przekonanie, podzielane zwłaszcza przez zwolenników Nowej Ekonomii Klasycznej (NEK)¹, że osiągnięcie pełnej stabilności cen jest nie tylko warunkiem koniecznym, ale i wystarczającym do wejścia przez gospodarke na ścieżkę trwałego wzrostu w długim okresie.

O ile potrzeba stabilizacji cen przestała być przedmiotem zasadniczego sporu, o tyle nadal kontrowersyjne pozostało rozumienie tej stabilności. M. Friedman, formułując teoretyczne podstawy tzw. reguły pieniężnej, wskazywał, że efektem jej konsekwentnego stosowania może być zarówno umiarkowana inflacja, jak i umiarkowana deflacja [Friedman 1968, s. 16]. Dla niego ważny był zatem nie tyle sam kierunek zmian cen, ile ich tempo. Z dzisiejszej perspektywy czasowej (po doświadczeniach gospodarki japońskiej, a ostatnio również amerykańskiej) z poglądem tym trudno byłoby zgodzić się nawet najzagorzalszym zwolennikom NEK. Deflacja przestała być postrzegana jako równorzędna w stosunku do inflacji alternatywa polityki pieniężnej. Jeśli jednak przyjąć, że stabilność cen nie oznacza umiarkowanej deflacji ani nawet inflacji zerowej, to otwarty pozostaje problem, jak wysoka dodatnia inflacja nie narusza postulatu stabilności.

W praktyce Europejskiego Banku Centralnego do maja 2003 r. przyjmowano, że jest to inflacja zamykająca się w przedziale 0-2% rocznie, po czym dopuszczalną granicę stabilności ustalono na poziomie ok. 2%. W Stanach Zjednoczonych dopuszczalny przedział stabilności cen zamykał się w latach 2000 w granicach 1-2% [Bernanke 2011, s. 8]. Z kolei niektórzy teoretycy byli skłonni rozszerzać go nawet do 5% [Wyplosz 2001, s. 30]. Interesująca jest argumentacja EBC przemawiająca za tak sformułowaną koncepcją stabilności cen. Decydujące znaczenie mają w niej mianowicie: 1) stworzenie adekwatnego buforu przed deflacją, którą w opinii EBC byłoby trudniej przezwyciężyć niż inflację ze względu na brak możliwości wykorzystania mechanizmu stóp procentowych do sterowania globalnym popytem (nominalne stopy procentowe nie mogą spaść poniżej zera), 2) możliwość przeszacowywania inflacji mierzonej zharmonizowanym wskaźnikiem cen konsumpcyjnych (HICP), 3) chęć uwzględnienia różnic w stopach inflacji pomiędzy krajami członkowskimi strefy euro, a zwłaszcza uniknięcia sytuacji, w której poszczególne kraje tej strefy mogłyby funkcjonować w warunkach zbyt niskiej inflacji lub nawet deflacji [ECB 2011]. Najważniejszym argumentem przemawiającym za utrzymaniem inflacji w pobliżu 2-procentowej granicy stabilności cen nie są zatem wyniki badań nad historią inflacji w poszczególnych krajach członkowskich, określające jej optymalny poziom, chociażby z punktu widzenia długookresowego wzrostu gospodarczego, lecz dość intuicyjnie pojmowany zamiar niedopuszczenia do rozwinięcia się w strefie euro procesów deflacyjnych. Jest to spory mankament tej koncepcji, rzutujący w rezultacie również na ogólną sprawność realizowanej przez ECB polityki pieniężnej.

Założenia polityki ekonomicznej NSN, do których nawiązywała nowa polityka banków centralnych, różniły się od zasad propagowanych przez „tradycyjnych” monetarystów jeszcze w jednym istotnym względzie. Monetaryści za główne narzędzie

¹ Szkoła ta była określana przez J. Tobina jako „Monetarizm ze znacznikiem II” (Monetarism Mark II).

oddziaływania banku centralnego na mechanizmy rynkowe uznawali regulację podaży pieniądza. Tymczasem w nowym modelu polityki pieniężnej szczególna rola przypadła polityce stóp procentowych. Jest to wyraźne odejście od tradycyjnie negatywnej oceny tego narzędzia przez zwolenników nurtu monetarystycznego [Bednarczyk 1990, s. 52]. Jednak preferowana przez monetarystów regulacja podaży pieniądza okazała się w praktyce trudna do realizacji (innowacje finansowe) i mniej efektywna w zwalczaniu zwłaszcza inflacji niższej, tj. kilkuprocentowej. W warunkach niższej inflacji regulacja krótkoterminowych nominalnych stóp procentowych, uzupełniana otoczką prawie publicznej dyskusji nad jej celami i znaczeniem dla przywracania równowagi makroekonomicznej, zdawała się lepiej przyczyniać nie tylko do tonowania oczekiwań inflacyjnych, ale też do kształtowania poziomu długoterminowych stóp procentowych i w konsekwencji średnioterminowej koniunktury gospodarczej. Istotę polityki pieniężnej zorientowanej antyinflacyjnie bardzo trafnie opisuje slogan: polityka jednego celu i jednego narzędzia (*one target, one tool policy*), uwidoczniając dość uproszczony ogląd rzeczywistości gospodarczej w pełni uzależnionej od efektywności wolnych mechanizmów rynkowych [Bednarczyk 2010a, s. 56].

EBC może być uznany z pewnością za instytucję dość dokładnie nawiązującą w swych działaniach do zarysowanych wyżej założeń konsensusu w polityce makroekonomicznej, z tym że podobieństwa dotyczą bardziej ducha niż litery nowej doktryny. Tylko część elementów nowej doktryny stosowana była *explicite*. Inne stosowane były *implicite*, a inne wynikały ze specyficznych wyborów dokonanych przez sam bank [Stark 2011b, s.1]. Do pierwszej grupy można zaliczyć z pewnością: 1) traktowanie przez bank centralny postulatu stabilności cen jako głównego celu jego polityki pieniężnej, 2) niezależność banku centralnego od wpływów politycznych, której warunki zostały sformułowane w Traktacie z Maastricht, 3) prowadzenie sprawnej polityki informacyjnej z myślą o mocnym zakotwiczeniu długookresowych oczekiwań inflacyjnych.

Z kolei do grupy drugiej można zaliczyć średniookresową orientację polityki EBC, wynikającą z przekonania o istnieniu dość zróżnicowanych co do długości opóźnień czasowych pomiędzy decyzjami władz pieniężnych a ich skutkami w tzw. sferze realnej, które wykluczają użycie jej jako narzędzia krótkoterminowej stabilizacji cen oraz popytu (*fine tuning*). Elementy polityki pieniężnej zaliczone do grupy trzeciej stanowią zasadniczą część pragmatyki działań EBC. Należą do nich np. jasno określone ramy analityczne podejmowanych decyzji (strategia dwóch filarów), które sprawiają, że decyzje EBC mają solidną podbudowę w postaci wiedzy na temat funkcjonowania całej gospodarki i w tym kontekście sektora pieniężnego. Ważną podstawą decyzyjną stała się również zasada oddzielenia ogólnego (średniookresowego) charakteru polityki pieniężnej od polityki zabezpieczenia płynności sektora finansowego (*separation principle*). Chodzi o to, aby rynek nie interpretował podejmowanych doraźnie decyzji (np. w okresie kryzysu finansowego), mających na celu „utrzymanie w ruchu” rynku pieniężnego, jako trwałej zmiany nastawienia banku centralnego do realizacji jego podstawowego celu [Stark 2011b, s. 3].

Narzędzia wyboru EBC zaliczone wyżej do grupy trzeciej, a zwłaszcza traktowanie ilości pieniądza w obiegu oraz wielkości kredytu jako istotnych wartości ana-

litycznych, zbliża nieco ramy polityki pieniężnej EBC do poglądów monetarystycznych w wersji *money matters*, do których nawiązywała polityka pieniężna w głównych krajach uprzemysłowionych w latach 80. Ramy te okazały się szczególnie efektywne dla gospodarki niemieckiej, która od 1983 r. (a zatem od czasu wyjścia z tzw. drugiego kryzysu naftowego) rozpoczęła wieloletni okres dobrej koniunktury, której towarzyszyło wysokie dodatnie saldo bilansu płatniczego, spadająca stopa bezrobocia oraz bardzo niska inflacja (a czasami nawet deflacja) [Bednarczyk 1990, s. 134-140]. Trudno obecnie stwierdzić, na ile pozytywne doświadczenia polityki pieniężnej Deutsche Bundesbank z lat 80. mogły wpływać na kształt polityki pieniężnej EBC w ostatnim dziesięcioleciu. Nie ulega jednak wątpliwości, że ramy tej polityki były bardziej nastawione na tłumienie inflacji, niżby to wynikało z założeń doktryny bezpośredniego celu inflacyjnego (BCI), do której nawiązuje część banków centralnych (w tym również Narodowy Bank Polski), akceptując jako podstawę teoretyczną ich polityki pieniężnej założenia nowego konsensusu.

Należy zauważyć, że ramy polityki pieniężnej EBC są o wiele mocniej zorientowane antyinflacyjnie niż ramy polityki pieniężnej Systemu Rezerwy Federalnej (SRF). SRF nie określa formalnie celu inflacyjnego, nie przyjął nawet strategii BCI jako podstawy swojego działania. Swoją politykę stara się prowadzić od lat w taki sposób, aby osiągnąć odpowiedni kompromis pomiędzy poziomem zatrudnienia i wskaźnikami inflacji. Istotę tej polityki bardzo trafnie oddają słowa B.S. Bernanke'a: „Rezerwa Federalna ma jako statutowy obowiązek dążenie do osiągnięcia przez gospodarkę jak najwyższego zatrudnienia i stabilności cen. Jest oczywiste, że żaden z elementów (...) podwójnego celu nie może być rozpatrywany w izolacji: z jednej strony, bank centralny, który zmierza do osiągnięcia możliwie najwyższego poziomu zatrudnienia w krótkim okresie, nie zważając na nic, może z pewnością doprowadzić do nieakceptowalnego poziomu inflacji, bez żadnych pozytywnych długookresowych skutków w dziedzinie zatrudnienia. Z drugiej strony, proste skupienie się przez bank centralny na stabilności cen, bez zwracania najmniejszej uwagi na inne czynniki, może doprowadzić do częstszych i głębszych spadków aktywności gospodarczej, z niewielkimi korzyściami dla długookresowej stabilności cen” [Bernanke 2011, s. 4].

Używając słów B.S. Bernanke'a, EBC można zaliczyć z pewnością do tych banków centralnych, które skupiają się jednoznacznie na stabilności cen. Czy polityka ta może grozić gospodarce strefy euro i Unii Europejskiej „częstszymi i głębszymi spadkami aktywności gospodarczej”?

2. Elementy teoretycznej analizy wpływu polityki pieniężnej zorientowanej antyinflacyjnie na gospodarkę

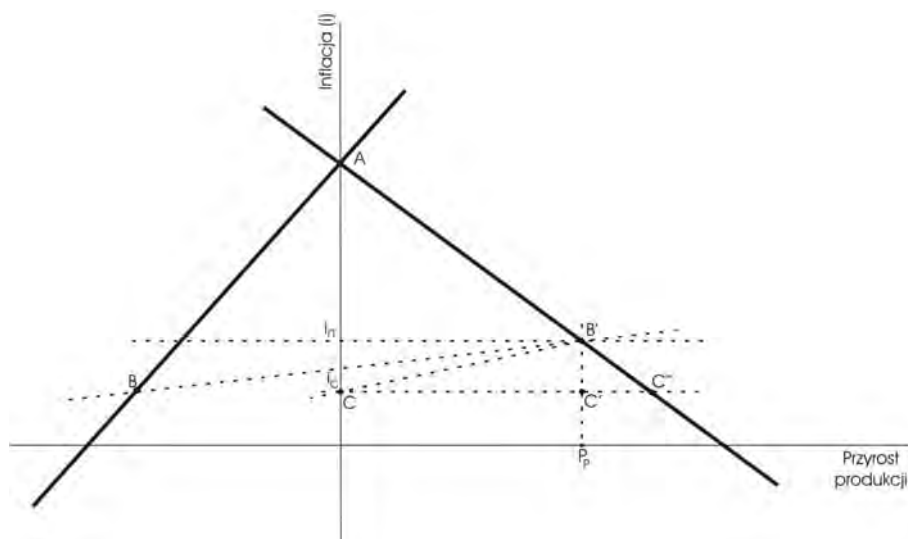
Skutki polityki EBC nakierowanej jednoznacznie na tłumienie inflacji można prześledzić od strony teoretycznej, posiłkując się rys. 1, ilustrującym reakcję na tę politykę systemów gospodarczych charakteryzujących się różną elastycznością cen i płac oraz różną tolerancją zjawisk inflacyjnych, jak to ma miejsce w rzeczywistości

w różnych krajach Unii Gospodarczej i Walutowej oraz w krajach aspirujących do tego ugrupowania. Przyjmijmy, że bank centralny (np. EBC) ustanawia cel inflacyjny na poziomie i_c , niższym od poziomu inflacji i_n rozumianej jako średni – w ciągu 5-10 lat – wzrost cen, który współlistnieje z najwyższymi wskaźnikami wzrostu gospodarczego oraz wskaźnikami stopnia wykorzystania zdolności produkcyjnych (najwyższymi wskaźnikami sukcesu gospodarczego (WSG) [Bednarczyk 2009, s. 107-110], przy których oczekiwania inflacyjne mają stabilny charakter (tj. inflacja nie wykazuje tendencji do przyspieszania). Jednocześnie przyjmijmy, że istnieje taki poziom wzrostu produkcji (P_p), przy którym zarówno zatrudnienie, jak i inflacja osiągają wielkości optymalne dla danej gospodarki, zbliżone do tych, o których wspomina Bernanke w kontekście celów SRF.

Analizę skutków antyinflacyjnej polityki pieniężnej rozpoczynamy w punkcie A, w którym gospodarka mogła się znaleźć np. wskutek mocnego szoku egzogenicznego, wywołanego np. nieoczekiwanym wzrostem cen surowców, w efekcie którego doszło do wyhamowania wzrostu produkcji z jednoczesnym przyspieszeniem inflacji. Władze gospodarcze zdecydowały się na podjęcie działań stabilizacyjnych, których głównym instrumentem jest doprowadzenie do obniżenia inflacji. Efektywność takiej polityki zależy, jak się wydaje, w podstawowym stopniu od charakterystyki gospodarki, której dotyczy.

W systemach gospodarczych charakteryzujących się wysoką elastycznością cen i płac, gdzie procesy inflacyjne wywołują wysokie koszty społeczne, majątkowe (*welfare costs*), a także koszty w dziedzinie wzrostu produkcji (spowodowane obniżeniem efektywności mechanizmów rynkowych wskutek wypaczenia struktury względnych cen), korzyści z redukcji inflacji mogą być nawet tak duże, że gospodarka zmierzająca od punktu A do punktu B¹ początkowo nie tylko nie wykaże spadku tempa wzrostu produkcji, ale może nawet go zwiększać [Thorton 1996, s. 57 i nast.]. Jednak po przekroczeniu przez produkcję wielkości potencjalnej P_p – w przypadku gdy władze usilnie dążą do osiągnięcia wskaźnika inflacji na poziomie i_c (tj. ustalonego apriorycznie celu inflacyjnego banku centralnego) – wysoce prawdopodobny jest ruch w kierunku punktu C² (wpływ zakotwiczonych oczekiwań inflacyjnych, pozwalających utrzymywać realne stopy procentowe na niskim poziomie). Istnieje jednak ryzyko przesuwania się równowagi do punktu C, co będzie wynikało z wyczerpywania się korzyści, jakie gospodarka mogła odnieść z niższej inflacji². Zmierzenie równowagi do punktu C będzie tym bardziej prawdopodobne, im słabszy będzie wpływ efektu zakotwiczonych oczekiwań inflacyjnych. Co więcej, z czasem władze mogą tu stać się swoistym zakładnikiem polityki utrzymywania zakotwiczonych na poziomie i_c oczekiwań inflacyjnych, która może je zmuszać do przesadnej reakcji na wahania przewidywań cenowych, czego efektem może być utrzymywanie nadmiernie wysokiego poziomu stóp procentowych, niesprzyjającego ożywieniu koniunktury.

² Mało prawdopodobny jest ruch w kierunku punktu C², a więc sytuacja, gdy przekroczeniu potencjalnej wielkości produkcji towarzyszy spadek inflacji.



Rys. 1. Cel inflacyjny banku centralnego a koniunktura gospodarcza

Źródło: [Bednarczyk 2010b, s. 23].

W gospodarce charakteryzującej się sztywnością cen i płac, gdzie społeczna tolerancja dla umiarkowanej inflacji może być większa, sposobem reakcji na wdrożenie polityki dezinflacyjnej, w celu osiągnięcia stopy inflacji na poziomie i_c , może być ujemny przyrost produkcji i przejściowy wzrost bezrobocia (ruch po krzywej AB w dół na lewo). Skala spadku produkcji jest z reguły różna w zależności od kraju i zależy od nachylenia krzywej AB. Równowagę w punkcie B charakteryzuje wprowadzenie niskiego poziomu inflacji, ale jednocześnie tendencja do wzrostu deficytu budżetowego (jeśli władze nie znajdą skutecznej metody ograniczenia wydatków publicznych). Potrzeba zakotwiczenia oczekiwań inflacyjnych na poziomie i_c będzie wywoływała tendencję do utrzymywania nadmiernie wysokich stóp procentowych, co może spowodować trwałą tendencję stagnacyjną przy niskim poziomie inflacji i niepełnym wykorzystaniu możliwości produkcyjnych. Gospodarka staje się swoistym zakładnikiem dobrze wyglądających statystyk inflacji (pułapka niskiej inflacji). Wyjściem z tej trudnej sytuacji – pod warunkiem, że w międzyczasie nie dojdzie do ukształtowania się trwałych oczekiwań deflacyjnych – jest podjęcie próby przesunięcia równowagi do punktu B', w którym inflacja jest nieco wyższa niż i_c , ale gospodarka wykorzystuje w pełni swoje zdolności produkcyjne. Władze mogą wykorzystać w tym celu zarówno narzędzia polityki pieniężnej (obniżki stóp procentowych), jak i narzędzia polityki fiskalnej (obniżka stóp opodatkowania). Istotnie, w sytuacji znacznych niewykorzystanych zdolności produkcyjnych (linia CB') obniżki stóp opodatkowania nie powinny doprowadzić do dalszego pogłębienia się deficytu budżetowego, gdyż wywołany obniżkami podatków spadek dochodów budżetu zostanie skompensowany wzrostem tych dochodów w wyniku powiększenia się podstawy opodatkowania (w wyniku przesuwania się równowagi z punktu C do punktu B').

Z podjętej analizy wpływu polityki antyinflacyjnej na warunki gospodarowania wynika, że skutkiem nastawienia polityki gospodarczej na bezwzględną walkę z inflacją może być utrwalanie się w gospodarce tendencji stagnacyjnych oraz wzrost bezrobocia [Bofinger, 2003, s. 4 i nast.]. W kontekście procesów integracyjnych w ramach Unii Europejskiej zjawiska te mogą stać się i stają się w istocie zarzewiem konfliktów pomiędzy krajami członkowskimi na tle korzyści osiąganych z uczestnictwa w tych procesach.

3. Ramy polityki pieniężnej EBC a procesy wzrostu gospodarczego w UGiW

W tabeli 1 zestawione zostały wybrane dane makroekonomiczne strefy euro oraz Stanów Zjednoczonych i Japonii za lata 1999-2010 w celu odpowiedzi na pytanie, jak strefa euro wypada na tle porównywalnej co do wielkości gospodarki amerykańskiej oraz gospodarki japońskiej stosującej od lat 80. podobny do europejskiego model polityki pieniężnej [Bednarczyk 1990, s. 138 i nast.]. Z danych zawartych w tab. 1 wynika przede wszystkim istnienie swoistego *trade off* pomiędzy stopą wzrostu gospodarczego i stopą bezrobocia z jednej strony oraz stopą inflacji z drugiej strony, pomiędzy gospodarką strefy euro oraz gospodarką amerykańską. W obydwu wyróżnionych podokresach niższym wskaźnikom inflacji w strefie euro (średnio o 0,5 p. p.) towarzyszyły niższe niż w gospodarce amerykańskiej tempa wzrostu gospodarczego oraz wyższe od notowanych tam wskaźniki bezrobocia. Jednocześnie można zauważyć, że gospodarka amerykańska przeszła znacznie „płytsze” załamanie koniunktury w 2009 r. i zdaje się z niego wychodzić szybciej i pewniej niż gospodarka europejska. Z kolei gospodarka japońska, która w 2009 r. zanotowała najwyższe w tej grupie tempo wzrostu, osiągnęła je po najdłuższej i najgłębszej recesji. Wnioski te potwierdza również porównanie wskaźników sukcesu gospodarczego (WSG). Wskazują one dodatkowo na zdecydowane pogorszenie się klimatu gospodarczego we wszystkich trzech głównych ośrodkach gospodarki światowej w porównaniu z pierwszą połową lat 2000, z tym że w gospodarce japońskiej właściwie przez cały czas wskaźniki te były bardzo niskie (rok 2010 jest tu wyjątkowy), co dobrze charakteryzuje znane problemy tej gospodarki.

Reasumując, należy stwierdzić, że zaprezentowana powyżej uproszczona analiza danych pozwala na stwierdzenie, że europejskie ramy polityki pieniężnej nastawione na utrzymywanie na niskim poziomie stopy inflacji niekoniecznie muszą tworzyć optymalne warunki dla długookresowego wzrostu gospodarczego. Wydaje się, że funkcję tę lepiej wypełniają ramy polityki pieniężnej SRF. Otwarta pozostaje natomiast odpowiedź na pytanie, na ile istotne znaczenie dla amerykańskich wskaźników wzrostu miało narastanie tam podwójnego deficytu (budżetowego i bilansu płatniczego), i jak z kolei europejskie wskaźniki wzrostu mogą zachowywać się wobec coraz wyraźniej uwidoczniającego się kryzysu sektora finansów publicznych w krajach strefy euro.

Tabela 1. Porównanie wskaźników makroekonomicznych strefy euro, Stanów Zjednoczonych i Japonii w latach 1999-2010

Wyszczególnienie	Lata				
	1999-2005	2006-2010	2008	2009	2010
1. Tempo wzrostu realnego PKB					
Strefa euro	2,0	0,9	0,3	-4,1	1,7
Stany Zjednoczone	2,8	1,3	0,0	-2,6	2,7
Japonia	1,2	0,6	-1,2	-5,2	3,7
2. Tempo wzrostu prywatnej konsumpcji					
Strefa euro	2,0	0,9	0,3	-1,1	0,6
Stany Zjednoczone	3,6	1,5	-0,3	-1,2	1,7
Japonia	1,1	0,8	-0,7	-1,0	2,4
3. Tempo wzrostu inwestycji w majątku trwałym					
Strefa euro	2,3	-0,1	1,0	-11,3	-1,0
Stany Zjednoczone	3,0	-1,8	-4,5	-14,8	3,4
Japonia	-0,8	-2,5	-2,6	-14,0	-0,1
4. Saldo bieżącego bilansu płatniczego jako procent PKB					
Strefa euro	0,4	-0,1	-0,8	-0,4	-0,2
Stany Zjednoczone	-4,3	-4,6	-4,7	-2,7	-3,4
Japonia	2,9	3,7	3,3	2,8	3,4
5. Wskaźnik wzrostu cen detalicznych					
Strefa euro	2,0	1,9	3,3	0,3	1,5
Stany Zjednoczone	2,5	2,4	3,8	-0,3	1,6
Japonia	-0,5	-0,2	1,4	-1,4	-0,9
6. Stopa bezrobocia					
Strefa euro	8,4	8,5	7,4	9,3	9,9
Stany Zjednoczone	5,1	6,5	5,8	9,3	9,7
Japonia	5,0	4,4	4,0	5,1	5,1
7. Deficyt budżetowy jako procent PKB					
Strefa euro	-2,0	-3,2	-2,0	-6,2	-6,3
Stany Zjednoczone	-1,8	-6,1	-6,3	-11,3	-10,5
Japonia	-7,2	-4,6	-2,1	-7,1	-7,7
8. Wskaźnik sukcesu gospodarczego (WSG) ^{a)}					
Strefa euro	2,3	-0,4	0,2	-9,0	-2,4
Stany Zjednoczone	3,3	-0,6	-0,7	-7,2	-0,7
Japonia	-0,6	-0,1	-0,8	-10,5	1,4

^{a)} Wskaźniki sukcesu gospodarczego liczone są jako różnica pomiędzy tempem wzrostu gospodarczego i luką PKB dla poszczególnych lat.

Źródło: opracowanie własne na podstawie [OECD 2008; OECD 2010].

Literatura

- Bednarczyk J.L., *Polityka pieniężna Europejskiego Banku Centralnego jako narzędzie przezwycięzania kryzysu w strefie Euro*, [w:] *Rynki finansowe i ubezpieczenia. Nowe perspektywy instytucji i instrumentów*, red. W. Przybylska-Kapuścińska, J. Handschke, UE, Poznań 2010a.
- Bednarczyk J. L., *Polityka pieniężna przeciw inflacji. Studium gospodarki kapitalistycznej*, PWN, Warszawa 1990.
- Bednarczyk J.L., *Neutral Inflation and the Costs of Joining and Staying in the Eurozone*, *Folia Oeconomica* nr 239, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2010b.
- Bednarczyk J.L., *Inflacja neutralna a wzrost gospodarczy w krajach Unii Europejskiej*, [w:] *Polityka gospodarcza a rozwój kraju*, red. U. Płowiec, Polskie Towarzystwo Ekonomiczne, Warszawa 2009.
- Bernanke B.S., *Monetary Policy Objectives and Tools in a Low-Inflation Environment*, Speech at the Revisiting Monetary Policy in a Low Inflation Environment Conference, Federal Reserve Bank of Boston, *Boston, Massachusetts, October 15, 2010*, www.federalreserve.gov, 14.01.2011.
- Bofinger P., *The stability and growth pact neglects the policy mix between fiscal and monetary policy*, „*Intereconomics*”, January/February 2003.
- ECB, *The Definition of Price Stability*, ECB 2011, www.ecb.europa.eu, 09.01.2011.
- Friedman M., *The role of monetary policy*, „*The American Economic Review*” 1968 no 1.
- Goodfriend M., *How the world achieved consensus on monetary policy*, „*Journal of Economic Perspectives*” 2007 no 4.
- OECD, *Economic Outlook* nr 84, *Annex Tables*, OECD, November 2008.
- OECD, *Economic Outlook* vol. 2010/2, *Statistical Annex. Preliminary Version*, OECD, November 2010.
- Stark J., *In search of a robust monetary policy framework. Keynote speech by Jurgen Stark, Member of the Executive Board, at the 6th ECB Central Banking Conference “Approaches to monetary policy revisited – lessons from the crisis”*, Frankfurt am Main, 19 November 2010 of the ECB, www.ecb.int, 9.01.2011a.
- Stark J., *The new normal. Intervention by Jurgen Stark, Member of the Executive Board of the ECB, at the 13th Euro Finance Week, Frankfurt, 16 November 2010*, www.ecb.int, 9.01.2011b.
- Thorton D.E., *The cost and benefits of price stability: an assessment of howitt’s rule*, „*Federal Reserve Bank of St.Louis Review*”, March/April 1996.
- Woodford M., *Convergence in macroeconomics: elements of the new synthesis*, „*American Economic Journal: Macroeconomics*” 2009 no 1:1.
- Wyplosz C.H., *Do We Know How Low Should Inflation Be?*, [w:] A.G. Herrero, V. Gaspar, L. Hoogduin, J. Morgan, B. Winkler, *Why Price Stability*, European Central Bank, Frankfurt 2001.

IS EUROPEAN CENTRAL BANK MONETARY POLICY FRAMEWORK OPTIMAL FOR ECONOMIC GROWTH?

Summary: One of the more vital achievements of the Economic and Monetary Union is the fact that for the more than 10 years it has succeeded in maintaining significant price stability in the countries which adopted the single currency. Since 1999, i.e. the moment the single currency was introduced, the rate of average real GDP growth in the countries of the Eurozone was most frequently within the 1.0-3.0% range, but revealed relatively high instability, typical of the classical model of cyclical development. The observation of changes in price growth index and economic growth indicator in these countries led to a conclusion that stabilisation of inflation, even in a long period of time, does not necessarily mean reducing cyclical fluctuations in economy. On the contrary, in some circumstances it may even enhance these fluctuations.