

Jan Borowiec

Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu

POLITYKA PIENIĘŻNA A CYKLE KONIUNKTURALNE W STREFIE EURO

1. Wstęp

Traktat wspólnotowy UE umożliwia wspieranie ogólnej polityki gospodarczej państw członkowskich i Wspólnoty Europejskiej przez Europejski Bank Centralny (EBC), zwłaszcza w odniesieniu do stabilizowania poziomu produkcji. Działania EBC w tej dziedzinie nie mogą jednak prowadzić do naruszenia stabilności cen – głównego celu polityki pieniężnej.

Celem artykułu jest określenie roli polityki pieniężnej w stabilizowaniu gospodarki strefy euro. Zagadnienie oddziaływania tej polityki na łagodzenie cykli koniunkturalnych państw członkowskich nie stanowi przedmiotu badań, ponieważ nie ma pełnej zbieżności cykli koniunkturalnych na obszarze wspólnej waluty europejskiej, co wyklucza ich wyrównywanie za pomocą jednego instrumentu polityki ekonomicznej.

Przedmiotem badań jest ogólna charakterystyka klasycznych cykli koniunkturalnych oraz cykli wzrostu gospodarczego strefy euro, antycykliczny charakter polityki pieniężnej EBC oraz granice stabilizacyjnego jej oddziaływania na gospodarkę. Dotyczą one okresu pierwszych 10 lat funkcjonowania unii gospodarczej i walutowej. Głównym źródłem danych jest *Statistical Data Warehouse* Europejskiego Banku Centralnego.

2. Klasyczne cykle koniunkturalne strefy euro

W teorii rozróżnia się klasyczne cykle koniunkturalne oraz cykle wzrostu gospodarczego¹. Cykle klasyczne wyjaśnia się najczęściej na podstawie kilku zagre-

¹ J.P. Cotis, J. Coppel, *Business cycle dynamics in OECD countries: Evidence, causes and policy implications*, [w:] C. Kent, D. Norman (red.), *The Changing Nature of the Business Cycle*, Reserve Bank of Australia, Sydney, October 2005, s. 11.

gowanych wskaźników absolutnego poziomu aktywności gospodarczej. Na przykład Amerykańskie Biuro Badań Ekonomicznych (National Bureau of Economic Research – NBER) określa datę szczytu i dna cyklu koniunkturalnego oraz okresy trwania recesji i ekspansji gospodarczej na podstawie następujących wskaźników: miesięcznej produkcji przemysłowej, kwartalnego realnego PKB, kwartalnego realnego dochodu krajowego brutto (*gros domestic income* – GDI), miesięcznego dochodu osobistego pomniejszonego o transfery, miesięcznego zatrudnienia poza rolnictwem, miesięcznego cywilnego zatrudnienia oraz miesięcznych płac realnych w przemyśle przetwórczym i handlu².

Inne podejście do datowania cykli stosuje londyńskie Centrum Badań Polityki Gospodarczej (Centre for Economic Policy Research – CEPR), które korzysta z mniejszej liczby wskaźników makroekonomicznych. Należą do nich kwortalne indeksy realnego PKB, inwestycji brutto, zatrudnienia cywilnego i produkcji przemysłowej³.

W tabeli 1 zawarto datowanie klasycznych cykli koniunkturalnych strefy euro w latach 1970–2008. Zawiera ona wyniki badań nad cyklami strefy euro prowadzonych przez działający w ramach CEPR komitet datowania cykli koniunkturalnych, uzupełnione wynikami badań własnych w odniesieniu do okresu 1995–2008. W celu zapewnienia porównywalności rezultatów badań zastosowano metodykę przyjętą przez CEPR.

Tabela 1. Datowanie cykli koniunkturalnych strefy euro w latach 1970–2008

Długość cyklu w kwartałach	Szczyt koniunkturalny	Faza recesji gospodarczej	Dno cyklu koniunkturalnego	Faza ekspansji gospodarczej
17	1974Q3	1974Q4-1975Q1	1975Q1	1975Q2-1980Q1
49	1980Q1	1980Q1-1982Q3	1982Q3	1982Q4-1992Q1
65	1992Q1	1992Q1-1993Q3	1993Q3	1993Q4-2008Q1
	2008Q1	2008Q2-?		

Źródło: opracowano na podstawie: M. Artis i in., *Business Cycle Dating Committee of the Centre for Economic Policy Research*, CEPR, 22 September 2003; European Central Bank, *Statistical Data Warehouse*.

Cykle koniunkturalne strefy euro różniły się długościami cyklu i trwania recesji gospodarczej. Najkrótszy cykl był w latach 70. ubiegłego wieku. Dwa kolejne cykle przebiegały już znacznie dłużej, zwłaszcza ostatni, który trwał ponad 16 lat. W czasie jego przebiegu odnotowano krótkotrwałe obniżenie się niektórych wskaźników, głównie produkcji przemysłowej i inwestycji, ale tylko w 2001 r. recesja mierzona tymi dwoma wskaźnikami trwała co najmniej dwa kwartały. Nie obniżyły się w tym

² Business Cycle Dating Committee, *Determination of the December 2007 Peak in Economic Activity*, NBER, 11 December 2008.

³ M. Artis i in., wyd. cyt., s. 3.

czasie ani realny PKB, który stale zwiększał się w stosunku do okresu poprzedniego, ani poziom zatrudnienia (niewielki jego spadek nastąpił w IV kwartale 2002 r. i I kwartale 2004 r.). Ostatni szczyt cyklu koniunkturalnego był w I kwartale 2008 r. Począwszy od II kwartału tego roku obniżały się główne wskaźniki makroekonomiczne realnej gospodarki. Na przykład zmiany procentowe kwartalnego wzrostu PKB w stosunku do poprzedniego kwartału wynosiły odpowiednio $-0,3$ dla II kwartału, $-0,2$ dla III kwartału oraz $-1,5$ dla IV kwartału, a zmiany wzrostu produkcji przemysłowej odpowiednio $-0,7$, $-1,4$ i $-5,4$ ⁴.

3. Cykle wzrostu gospodarczego

Cykle wzrostu gospodarczego mierzy się luką produktową, tj. odchyleniem aktualnego produktu krajowego brutto od trendu lub wzrostu potencjalnego PKB. Ani trend, ani potencjalny produkt nie są wielkościami realnymi. Nie można ich także bezpośrednio mierzyć. Można je jedynie wyodrębnić z wielkości PKB w szeregu czasowym, ale możliwe jest także wyodrębnienie komponentów cyklicznych z wielu zmiennych. Podejście takie stosuje m.in. Eurostat, który bierze pod uwagę takie wskaźniki, jak: liczba bezrobotnych, wielkość PKB, wielkość konsumpcji prywatnej, indeks cen produkcji przemysłowej, liczba zatrudnionych, wartość importu i eksportu, indeks nowych zamówień na produkty przemysłu przetwórczego, indeks produkcji przemysłowej, indeks produkcji budowlanej, wielkość inwestycji brutto, indeks wskaźnika wrażliwości ekonomicznej, indeks obrotów handlu hurtowego⁵.

Istnieje wiele technik statystycznych pozwalających na oszacowanie luki produktowej⁶. OECD, MFW i Komisja Europejska wykorzystują tzw. podejście oparte na funkcji produkcji. Oszacowana w ten sposób luka produktowa, rozumiana jako odchylenie między rzeczywistym a potencjalnym PKB w % potencjalnego PKB, składa się z trzech komponentów: luki zatrudnienia, tj. odchylenia stopy zatrudnienia od trendu (określanego też mianem potencjalnego zatrudnienia), luki bezrobocia, czyli różnicy między rzeczywistą stopą bezrobocia a stopą bezrobocia strukturalnego (stopą bezrobocia NAWRU – stopą bezrobocia, które nie zwiększa poziomu płac) oraz luki w wydajności czynników produkcji (odchylenie między łączną wydajnością czynników produkcji a długookresowym trendem). Trendy wzrostu zatrudnienia i wydajności czynników produkcji szacuje się za pomocą filtra Hodricka-Prescotta, natomiast stopę bezrobocia NAWRU za pomocą filtra Kalmana.

⁴ Eurostat newsrelease euroindicators 28/2009 – 5 March 2009.

⁵ Zob. *Business Cycle Clock*. <http://epp.eurostat.ec.europa.eu> z 10.04.2009r.

⁶ Zob. R. Barrell, *Cyclicité et évolutions financières internationales*, [w:] *Politique monétaire, cycle économique et dynamique financière*, Banque de France, Paris, mars 2003, s. 43-44; Narodowy Bank Polski, *Raport na temat pełnego uczestnictwa Rzeczypospolitej Polskiej w trzecim etapie unii gospodarczej i walutowej*, Warszawa 2009, s. 73-76.

Inne podejście polega na zastosowaniu technik statystycznych do wyodrębnienia czynnika cyklicznego z długookresowego trendu PKB lub innej zmiennej realnej. Należą do nich np. filtr Hodricka-Prescotta, filtr Baxtera-Kinga oraz filtr Christiana-Fitzgeralda.

W badaniach luka produktowa została oszacowana za pomocą filtra Hodricka-Prescotta. Źródłem danych jest *Statistical Data Warehouse* EBC. Zawiera ona różne wskaźniki ekonomiczne dla celów analizy cykli koniunkturalnych, w tym dane kwartalne o wielkości PKB w strefie euro od 1995 r. (w cenach rynkowych z 2000 r., skorygowane o czynnik sezonowości i częściowo o liczbę dni roboczych). Badania dotyczą okresu od I kwartału 1995 r. do III kwartału 2008 r. Z wyjątkiem lat 1992-1994, okres ten pokrywa się z okresem trwania ostatniego klasycznego cyklu koniunkturalnego strefy euro.

4. Antycykliczny charakter polityki pieniężnej EBC

W analizie polityki pieniężnej w kontekście zmian cyklu koniunkturalnego zastosowano metodologię przyjętą przez OECD, MFW i Komisję Europejską, określającą charakter tej polityki na podstawie dwóch wskaźników: poziomu luki produktowej oraz zmian realnej krótkoterminowej stopy procentowej. Wzrost realnej stopy procentowej wskazuje na restrykcyjne nastawienie polityki pieniężnej, spadek – na jej łagodzenie. Łącząc nastawienie polityki pieniężnej z dodatnim lub ujemnym poziomem luki produktowej, określić można anty- bądź procykliczny jej charakter (zob. tab. 2).

Tabela 2. Główne kombinacje polityki pieniężnej

Luki produktowe	Wzrost realnej krótkoterminowej stopy procentowej	Spadek realnej krótkoterminowej stopy procentowej
Dodatnia luka PKB	Polityka restrykcyjna antycykliczna	Polityka ekspansywna procykliczna
Ujemna luka PKB	Polityka restrykcyjna procykliczna	Polityka ekspansywna antycykliczna

Źródło: opracowanie własne.

Ocena roli polityki pieniężnej w łagodzeniu cykli koniunkturalnych nie może być oparta wyłącznie na podstawie luki produktowej i zmian realnej krótkoterminowej stopy procentowej. Należy również uwzględnić inne czynniki, w tym stopę wzrostu gospodarczego, stopę inflacji i poziom podstawowej stopy procentowej banku centralnego. Zmiany wzrostu realnego PKB uczynią bardziej zrozumiałą charakterystykę cykli koniunkturalnych określonych na podstawie pojęcia abstrakcyjnego, jakim jest luka produktowa. Uwzględnienie poziomu stóp procentowych zrelatywizuje znaczenie ich zmian. Branie pod uwagę stopy inflacji pozwoli na określenie ograniczeń antycyklicznej polityki pieniężnej związanych z wymogiem utrzymania stabilności cen w strefie euro. Z kolei dane dotyczące poziomu podstawowej stopy procentowej bliżej określą rolę EBC w stabilizowaniu działalności gospodarczej.

Tabele 3 i 4 przedstawiają odpowiednio okresy prowadzenia anty- i procyklicznej polityki pieniężnej w strefie euro, zawierając jednocześnie podstawowe wskaźniki makroekonomiczne charakteryzujące zmiany cykliczne w gospodarce oraz politykę pieniężną EBC.

Tabela 3. Wybrane kwartalne wskaźniki makroekonomiczne strefy euro w okresach prowadzenia antycyklicznej polityki pieniężnej

Okres	Stopa wzrostu PKB	Luka PKB w % trendu	Wskaźnik wzrostu HICP	Stopa procentowa EBC stosowana w operacjach refinansowania	Krótkoterminowa realna stopa procentowa	Zmiany w krótkoterminowej realnej stopie procentowej
Polityka ekspansywna						
1999Q1	2,09	-0,69	1,6	3,00	1,67	-0,24
1999Q2	2,30	-0,71	1,6	2,50	1,62	-0,05
1999Q3	2,98	-0,13	1,5	3,00	1,58	-0,04
Polityka restrykcyjna						
1999Q4	4,02	0,41	1,5	3,00	2,41	0,83
2000Q1	4,26	0,98	2,0	3,50	2,51	0,10
2000Q2	4,61	1,35	2,1	4,25	3,43	0,92
2000Q4	3,39	1,46	2,7	4,75	3,37	0,18
2001Q3	2,95	0,83	2,4	3,75	2,22	0,20
2002Q1	0,49	0,28	2,6	3,25	0,95	0,40
2002Q2	0,92	0,31	2,1	3,25	1,31	0,36
Polityka ekspansywna						
2002Q4	1,15	-0,11	2,3	3,75	0,82	-0,46
2003Q1	0,94	-0,51	2,3	2,50	0,38	-0,44
2003Q3	0,64	-0,81	2,0	2,00	0,10	-0,34
2003Q4	1,15	-0,64	2,0	2,00	0,08	-0,02
2004Q2	2,18	-0,48	2,2	2,00	-0,21	-0,55
2004Q4	1,75	-0,73	2,3	2,00	-0,13	-0,01
2005Q2	1,68	-0,72	2,0	2,00	0,08	-0,02
2005Q3	1,96	-0,61	2,3	2,00	-0,20	-0,26
Polityka restrykcyjna						
2006Q2	3,02	0,20	2,5	2,75	0,42	0,12
2006Q3	2,93	0,20	2,1	3,00	1,07	0,65
2006Q4	3,32	0,49	1,8	3,50	1,81	0,78
2007Q1	3,20	0,69	1,9	3,75	1,95	0,14
2007Q2	2,56	0,64	1,9	4,00	2,18	0,23
2007Q3	2,63	0,67	1,9	4,00	2,62	0,44
Polityka ekspansywna						
2008Q3	0,63	-0,74	3,8	4,25	1,14	-0,09

Uwagi: Q – kwartał, HICP – zharmonizowany indeks cen konsumpcyjnych.

Źródło: opracowano na podstawie: European Central Bank, „Monthly Bulletin”, różne lata; European Central Bank, *Statistical Data Warehouse*; European Central Bank, *Statistics Pocket Book*, różne lata.

Tabela 4. Wybrane wskaźniki makroekonomiczne strefy euro w okresach prowadzenia procyklicznej polityki pieniężnej

Okres	Stopa wzrostu PKB	Luka PKB w % trendu	Wskaźnik wzrostu HICP	Stopa procentowa EBC stosowania w operacjach refinansowania	Krótkoterminowa realna stopa procentowa	Zmiany w krótkoterminowej realnej stopie procentowej
Polityka ekspansywna						
2000Q3	3,85	1,27	2,5	4,50	3,19	-0,24
2001Q1	3,85	1,69	2,5	4,75	2,59	-0,78
2001Q2	3,39	1,24	3,1	4,50	2,02	-0,57
2001Q4	2,01	0,49	2,1	3,25	0,55	-1,67
2002Q3	1,19	0,23	2,1	3,25	1,28	-0,03
Polityka restrykcyjna						
2003Q2	0,49	-0,90	1,9	2,50	0,44	0,06
2004Q1	1,71	-0,52	1,7	2,00	0,34	0,26
2004Q3	2,02	-0,59	2,2	2,00	0,12	0,09
2005Q1	1,43	-0,95	2,0	2,00	0,10	0,23
2005Q4	2,08	-0,66	2,3	2,25	0,00	0,20
2006Q1	2,66	-0,36	2,3	2,50	0,30	0,30
Polityka ekspansywna						
2007Q4	2,12	0,50	2,9	4,00	1,83	-0,79
2008Q1	2,08	0,64	3,4	4,00	1,12	-0,71
Polityka restrykcyjna						
2008Q2	1,43	-0,04	3,6	4,00	1,23	0,11
2008Q4	-1,30	...	2,3	2,50	1,93	0,79

Uwagi: Q – kwartał, HICP – zharmonizowany indeks cen konsumpcyjnych.

Źródło: opracowano na podstawie: European Central Bank, „Monthly Bulletin”, różne lata; European Central Bank, *Statistical Data Warehouse*; European Central Bank, *Statistics Pocket Book*, różne lata.

W pierwszych 10 latach funkcjonowania unii gospodarczej i walutowej istniała dość duża zgodność kierunków jednolitej polityki pieniężnej z cyklem koniunkturalnym strefy euro. Podczas całego tego okresu dostrzega się 25 przypadków prowadzenia polityki antycyklicznej oraz 15 przypadków prowadzenia polityki procyklicznej. Uwzględnienie poziomu podstawowej stopy procentowej EBC oraz poziomu realnej krótkoterminowej stopy procentowej znacznie ograniczy liczbę przypadków prowadzenia procyklicznej polityki pieniężnej. Odnosi to się przede wszystkim do lat

2003-2005, gdy poziom tych stóp był bardzo niski. Niewielki na ogół wzrost realnej krótkookresowej stopy procentowej w niektórych kwartałach tego okresu nie mógł istotnie zmienić warunków pieniężnych w gospodarce strefy euro i ekspansywnego w istocie charakteru polityki pieniężnej.

Antycykliczna polityka pieniężna miała charakter ekspansywny w dwóch podokresach: w pierwszych trzech kwartałach 1999 r. oraz w okresie od IV kwartału 2002 r. do I kwartału 2006 r. W pierwszym podokresie podstawowa stopa procentowa EBC kształtowała się na poziomie od 2,5 do 3,0%, a realna krótkoterminowa stopa procentowa wynosiła średnio 1,62%. Podczas drugiego podokresu, w czasie którego stopa wzrostu gospodarczego była bardzo niska, podstawowa stopa procentowa EBC przez okres prawie trzech lat wynosiła 2%, a średnia realna krótkookresowa stopa procentowa – 0,16%. W obu tych podokresach luka PKB była ujemna.

W okresach występowania dodatniej luki produktowej nastawienie polityki pieniężnej było na ogół restrykcyjne. Restrykcyjność tej polityki była najsilniejsza w 2000 r., gdy stopa wzrostu realnego PKB znacznie przewyższała długookresowy trend. Jej restrykcyjność w okresie przyspieszenia wzrostu gospodarczego w latach 2006-2007 była już słabsza ze względu na niższą dodatnią lukę produktową i wyższą inflację, obniżającą realne stopy procentowe.

5. Granice stabilizacyjnej roli polityki pieniężnej

Rzeczywiste możliwości wygładzania cykli koniunkturalnych za pomocą zmian stóp procentowych są ograniczone. Przede wszystkim EBC jest związany postanowieniami traktatu wspólnotowego UE dotyczącymi celów polityki pieniężnej, który uzależnia stabilizowanie działalności gospodarczej od utrzymania stabilności cen. Z tego powodu jego możliwości stabilizującego oddziaływania na gospodarkę są mniejsze niż innych banków centralnych, zwłaszcza Rezerwy Federalnej, która może wspierać trzy równoważne cele finalne: pełne zatrudnienie, stabilność cen oraz umiarkowany poziom długookresowych stóp procentowych⁷. Utrzymanie stabilności cen dotyczy jednak średnich okresów. Krótkookresowe fluktuacje ogólnego poziomu cen nie w każdym wypadku będą wymagały odpowiedniej reakcji polityki pieniężnej, co może nieco ułatwić wykonanie zadania stabilizacji gospodarki. W dodatku niektóre źródła wahań cyklicznych powodują, że stabilność cen i stabilizacja działalności gospodarczej wzajemnie się wzmacniają⁸. W końcu EBC, tak jak każdy bank centralny, musi dbać o swoją wiarygodność. Jest ona pochodną skuteczności jego działań także w odniesieniu do stabilizowania poziomu produkcji i zatrudnienia, tym bardziej że polityka pieniężna, ze względu na mniejsze opóźnienia towa-

⁷ J. Borowiec, M. Kowalska, *Polityka pieniężna – doświadczenia Stanów Zjednoczonych, strefy euro oraz Zjednoczonego Królestwa Wielkiej Brytanii i Irlandii Północnej*, [w:] M. Klamut (red.), *Polityka ekonomiczna. Współczesne wyzwania*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2007, s. 50.

⁸ F.S. Mishkin, *Does stabilizing inflation contribute to stabilizing economic activity?*, „NBER Working Paper” 2008, nr 13970.

rzyszące jej działaniom, może reagować na zmiany cykliczne szybciej niż polityka budżetowa.

Na przebieg cyklu koniunkturalnego wpływają nieprzewidywalne z natury rzeczy szoki podażowe, zwłaszcza szoki naftowe, uniemożliwiające prowadzenie polityki pieniężnej zmierzającej zarówno do utrzymania stabilności cen, jak i do stabilizacji poziomu PKB. W latach 1999-2008 strefa euro została trzykrotnie narażona na negatywne szoki naftowe: w 2000 r., od połowy 2005 r. do III kwartału 2006 r. oraz w pierwszych trzech kwartałach 2008 r. Pierwszy szok dotyczył okresu, w którym luka produktowa była najwyższa. Istniały więc dwa główne źródła zagrożeń dla stabilności cen: jednym był silny wzrost cen surowców energetycznych, drugim – warunki cykliczne. Systematycznemu podwyższaniu stóp procentowych EBC towarzyszyła coraz większa inflacja, której najważniejsze źródło – szokowy wzrost cen ropy naftowej – było poza jego antyinflacyjnym oddziaływaniem. EBC mógł reagować wyłącznie na zagrożenia inflacyjne związane z cyklem koniunkturalnym. Drugi szok nastąpił w całkowicie odmiennych warunkach cyklicznych. Realny wzrost PKB w tym okresie był znacznie niższy od wzrostu potencjalnego, co sprzyjało utrzymywaniu stóp procentowych na stosunkowo niskim poziomie. Trzeci szok pojawił się, gdy warunki cykliczne na obszarze wspólnej waluty pogarszały się stale i szybko. Przez cały okres trwania szoku stopy procentowe EBC pozostawały na nie zmienionym, relatywnie wysokim poziomie. Dopiero globalny kryzys finansowy oraz recesja w gospodarce światowej doprowadziły do zmiany nastawienia polityki pieniężnej, która stała się łagodniejsza⁹.

EBC nie kontroluje wszystkich warunków pieniężnych gospodarki. Poza jego oddziaływaniem są warunki związane ze zmianami realnego efektywnego kursu walutowego. W stosunku do 1999 r. indeksy tego wskaźnika kształtowały się następująco: 2000 – 89,7, 2001 – 91,54, 2002 – 94,1, 2003 – 103,8, 2004 – 105,7, 2005 – 103,8, 2006 – 103,7, 2007 – 106,2, 2008 – 111 (w pierwszych trzech kwartałach)¹⁰. Zmiany tego wskaźnika niekoniecznie muszą być zgodne ze zmianami realnej krótkoterminowej stopy procentowej. Największą niezgodność kierunków zmian tych dwóch elementów warunków pieniężnych gospodarki dostrzega się w pierwszych dwóch latach funkcjonowania europejskiej unii walutowej. Podwyżce realnej krótkoterminowej stopy procentowej towarzyszyła deprecjacja realnego efektywnego kursu wspólnej waluty. Deprecjacja ta osłabiała restrykcyjne oddziaływanie stóp procentowych EBC na stabilność cen i stabilizowanie działalności gospodarczej. Natomiast postępująca od początku 2003 r. aprecjacja realnego efektywnego kursu

⁹ W okresie od 15.10.2008 r. do 8.04.2009 r. EBC sześciokrotnie obniżał swoją główną stopę procentową (stosowaną w podstawowych operacjach refinansujących). W sumie obniżyła się ona o 3 punkty procentowe. Po ostatniej jej obniżce wynosiła ona 1,25%. European Central Bank, *Key ECB interest rates*, www.ecb.eu/stats/monetary/rates/html/index.en.html.

¹⁰ European Commission, *Quarterly data on price and cost competitiveness of the European Union and its Member States. Part 2. Tables and charts by country*, Third Quarter 2008.

waluty europejskiej osłabiała antycykliczne oddziaływanie niskich stóp procentowych na gospodarkę.

Prowadzenie polityki pieniężnej przystosowanej do cyklu koniunkturalnego wymaga trafnych prognoz ekonomicznych. Pomimo postępu w metodologii prognozowania dostrzega się dość dużą niepewność prognoz ekonomicznych, czego dowodzą m.in. dane zawarte w tab. 5.

Tabela 5. Przewidywana i rzeczywista stopa wzrostu PKB i stopa inflacji w strefie euro

	Stopa wzrostu PKB				Inflacja HICP			
	2005	2006	2007	2008	2005	2006	2007	2008
Prognoza EBC	1,4-2,4	1,4-3,4	1,7-2,7	1,5-2,5	1,5-2,5	1,6-2,6	1,5-2,5	2,0-3,0
Stan faktyczny	1,5	2,9	2,6	0,8	2,2	2,2	2,1	3,3

Źródło: European Central Bank, *ECB Staff macroeconomic projections for the euro area*, December 2004, 2005, 2006, 2007, 2008; March 2009.

Wreszcie warunkiem skutecznego stabilizującego oddziaływania polityki pieniężnej na gospodarkę jest wystarczająca elastyczności płac¹¹. Tabela 6 zawiera dane kwartalne dotyczące zmian realnego PKB i płacy realnej w strefie euro w latach 1999-2008.

Tabela 6. Kwartalna stopa wzrostu realnego PKB i płacy realnej w stosunku do tego samego kwartału z poprzedniego roku (ceny z 2000 r.)

Okres	Y	w	Okres	Y	w	Okres	Y	w	Okres	Y	w
1999/1	2,09	1,67	2001/3	1,63	2,59	2004/1	1,71	2,48	2006/3	2,96	2,78
1999/2	2,30	2,07	2001/4	1,02	2,84	2004/2	2,17	2,42	2006/4	3,37	1,97
1999/3	2,98	2,10	2002/1	0,48	2,55	2004/3	2,02	1,55	2007/1	3,22	2,45
1999/4	4,03	2,03	2002/2	0,92	2,63	2004/4	1,76	2,03	2007/2	2,57	2,30
2000/1	4,26	2,89	2002/3	1,18	2,65	2005/1	1,44	1,69	2007/3	2,62	2,27
2000/2	4,61	2,30	2002/4	1,15	2,51	2005/2	1,70	1,80	2007/4	2,14	2,88
2000/3	3,85	2,60	2003/1	0,94	2,40	2005/3	1,98	1,94	2008/1	2,14	3,03
2000/4	3,39	2,40	2003/2	0,49	2,26	2005/4	2,11	2,33	2008/2	1,43	3,41
2001/1	2,95	2,40	2003/3	0,65	2,63	2006/1	2,69	2,08	2008/3	0,58	3,47
2001/2	2,02	2,61	2003/4	1,16	2,00	2006/2	3,05	2,37	2008/4	-1,23	...

Uwaga: Y – wzrost realnego PKB, w – wzrost płacy realnej.

Źródło: opracowano na podstawie: ECB, *Statistical Data Warehouse*.

¹¹ Elastyczność rynków pracy obniża koszty dostosowania zatrudnienia i cen do zmian cyklicznych oraz zwiększa skuteczność oddziaływania polityki pieniężnej na realny PKB i inflację. Por. A. Mourougane, L. Vogel, *Speed adjustment to selected labour market and tax reforms*, „Economic Department Working Paper” 2008, nr 647, s. 20.

Z kierunków i skali zmian tych dwóch wskaźników wynikają dwa wnioski: po pierwsze, fluktuacje realnego PKB były znacznie większe niż płac nominalnych; po drugie, zmiany płac z opóźnieniem reagowały na zmiany warunków cyklicznych. Największe ich nieprzystosowanie do cyklu było w fazie spowolnienia wzrostu gospodarczego, gdy obniżaniu się jego dynamiki nie towarzyszyła obniżka tempa wzrostu płac. Płace realne w strefie euro nie dostosowują się więc do zmian cyklu koniunkturalnego. Główną tego przyczyną są mało elastyczne regulacje rynków pracy, zwłaszcza w odniesieniu do mechanizmów kształtowania płac. Z różnych raportów organizacji międzynarodowych oraz instytutów badawczych wynika, że w Stanach Zjednoczonych i Wielkiej Brytanii mechanizmy te są elastyczniejsze niż wewnątrz strefy euro¹². Sztywność płac w strefie euro powoduje, że przedsiębiorstwa i konsumenci reagują z opóźnieniem na zmiany stóp procentowych EBC.

6. Podsumowanie

Prowadząc politykę pieniężną, EBC wspierał ogólną politykę gospodarczą w odniesieniu do stabilizowania działalności gospodarczej. Zmiany jego stóp procentowych były na ogół przystosowane do zmieniających się warunków cyklicznych gospodarki strefy euro. Skuteczność ograniczania fluktuacji produkcji zależy nie tylko od poziomu stóp procentowych. Zmiany realnego kursu walutowego, na które EBC ma niewielki wpływ, osłabiały bądź wzmacniały ich oddziaływanie na gospodarkę. Działania stabilizacyjne utrudniały także szoki naftowe oraz sztywność płac w państwach członkowskich. Ponadto polityka pieniężna EBC była narażona na ryzyko niespójności czasowej związane z niepewnością prognozowania cykli koniunkturalnych oraz mechanizmami transmisyjnymi polityki pieniężnej.

Literatura

- Artis M. i in., *Business Cycle Dating Committee of the Centre for Economic Policy Research*, CEPR, 22 September 2003.
- Barrell R., *Cyclicité et évolutions financières internationales*, [w:] *Politique monétaire, cycle économique et dynamique financière*, Banque de France, Paris, mars 2003.
- Borowiec J., Kowalska M., *Polityka pieniężna – doświadczenia Stanów Zjednoczonych, strefy euro oraz Zjednoczonego Królestwa Wielkiej Brytanii i Irlandii Północnej*, [w:] M. Klamut (red.), *Polityka ekonomiczna. Współczesne wyzwania*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2007.
- Business Cycle Dating Committee, *Determination of the December 2007 Peak in Economic Activity*, NBER, 11 December 2008.
- Cotis J.P., Coppel J., *Business cycle dynamics in OECD countries: Evidence, causes and policy implications*, [w:] Kent C., Norman D. (red.), *The Changing Nature of the Business Cycle*, Reserve Bank of Australia, Sydney, October 2005.

¹² *Doing Business 2009*, World Bank, Washington 2008; M.E. Porter, K. Schwab, *The Global Competitiveness Report 2008-2009*, World Economic Forum, Geneva 2008; J. Gwartney, R. Lawson, *Economic Freedom of the World: 2008 Annual Report*, Fraser Institute, Vancouver 2008.

- Doing Business 2009*, World Bank, Washington 2008.
- European Central Bank, „Monthly Bulletin” [różne lata].
- European Central Bank, *ECB Staff macroeconomic projections for the euro area*, December 2004, 2005, 2006, 2007, 2008; March 2009.
- European Central Bank, *Key ECB interest rates*, www.ecb.eu/stats/monetary/rates/html/index.en.html.
- European Central Bank, *Statistical Data Warehouse*.
- European Central Bank, *Statistics Pocket Book* [różne lata].
- European Commission, *Quarterly data on price and cost competitiveness of the European Union and its Member States. Part 2. Tables and charts by country*, Third Quarter 2008.
- Eurostat Newsrelease Euroindicators 28/2009 – 5 March 2009.
- Gwartney J., Lawson R., *Economic Freedom of the World: 2008 Annual Report*, Fraser Institute, Vancouver 2008.
- Mishkin F.S., *Does stabilizing inflation contribute to stabilizing economic activity?*, „NBER Working Paper” 2008, nr 13970.
- Mourougane A., Vogel L., *Speed adjustment to selected labour market and tax reforms*, „Economic Department Working Paper” 2008, nr 647.
- Narodowy Bank Polski, *Raport na temat pełnego uczestnictwa Rzeczypospolitej Polskiej w trzecim etapie unii gospodarczej i walutowej*, Warszawa 2009.
- OECD Economic Outlook No 84*, OECD, Paris 2008.
- Porter M.E., Schwab K., *The Global Competitiveness Report 2008-2009*, World Economic Forum, Geneva 2008.

MONETARY POLICY AND EURO AREA BUSINESS CYCLES

Summary

The aim of the article is to define the ECB role in stabilization of the euro area economy. While conducting its monetary policy, the ECB supported general economic policy in terms of economic activity stabilization. The ECB interest rates changed usually in alignment with the euro area business cycle fluctuations. The effectiveness of production fluctuations reduction depends not only on the interest rates movements. Changes in real effective exchange rates, on which the ECB has only a small influence, have weakened or enhanced its effects. Stabilization actions were also hampered by oil shocks. Wage rigidity in member countries became an obstacle in output stabilization by interest rates moves as well. Furthermore, ECB monetary policy was exposed to time inconsistency risk due to uncertainty of business cycle forecasting as well as the monetary policy transmission mechanisms.