

*Janusz Bilski**

**POLITYKA STOPY PROCENTOWEJ
W ŚWIETLE TEORII EKONOMICZNYCH
WNIOSKI DLA STREFY EURO**

WSTĘP

W kanonicznych przykładach, zamieszczonych w „A Theory of Optimum Currency Areas”, R. Mundell¹ uzasadniał konieczność utworzenia wspólnego banku centralnego i prowadzenie jednolitej polityki pieniężnej na obszarze unii walutowej. R. Mundell dowodzi, że tylko superbank centralny może prowadzić bardziej efektywną politykę pieniężną, gwarantującą stabilność cen, ograniczenie bezrobocia i osiąganie równowagi zewnętrznej bez konieczności posługiwania się kursem walutowym jako instrumentem polityki koniunkturalnej.

Wnioski R. Mundella nie były w zasadzie poddawane krytycznej analizie. Zastrzeżenia wobec wspólnej waluty i jednolitej polityki pieniężnej wysuwali zwolennicy doktryny „wolnego pieniądza”, dowodząc, że konkurencja walutowa (pieniężna) jest lepsza od monopolu walutowego (Hayek, Salin)². W innym artykule P. Salin³ akcentował niebezpieczeństwo poszerzania się monopolu produkcji pieniądza na monopol informacji, co jego zdaniem będzie odbywało się kosztem rynku.

Większość ekonomistów podzielała pogląd, że niemożliwe jest, z teoretycznego punktu widzenia, aby w unii walutowej kraje zachowały autonomiczną politykę pieniężną. Te warunki o charakterze ogólnym, w traktacie z Maastricht zinterpretowano jako konieczność utworzenia Europejskiego Banku Centralnego i prowadzenia jednolitej polityki pieniężnej.

Podstawowym instrumentem polityki pieniężnej stała się stopa procentowa, a mówiąc dokładniej kształtowanie krótkoterminowej stopy procentowej EBC. Kontrola podaży pieniądza była pomocniczą metodą polityki monetarnej i dotyczyła obszaru euro jako całości, a nie poszczególnych rynków krajowych.

* Prof. zw. dr hab., Katedra Międzynarodowych Stosunków Gospodarczych UŁ.

¹ R. Mundell, *A Theory of Optimum Areas*, „The American Economic Review”, 1961.

² A. Fourcans, *One Currency for Europe: From Theory To Practice*; D.K. Das, *International Finance*, Contemporary Issues, Routledge, London 1993. F.A. von Hayek, *The Denationalisation of Money*, The Institute of Economic Affairs, London 1976; *Austryjacy o standardzie złota*, red. L. Rockwell, Instytut Ludwiga von Misesa, Warszawa 2011, passim.

³ P. Salin, *Lesson from the European Monetary System*, *In The International Monetary System*, Choices for the Future, red. Michael B. Connolly. New York: Praeger, 1982; s. 195.

Głównym zadaniem polityki monetarnej jest stabilizowanie poziomu cen (bezpośredni cel inflacyjny), a tym samym stwarzanie dogodnych warunków dla pogłębiania konwergencji realnej w strefie euro.

Celem artykułu jest zbadanie, czy przyjęcie powyższych założeń odnośnie do jednolitej polityki pieniężnej było racjonalne z punktu widzenia teorii ekonomii, czy był to error fundamentalis?

Czy ponadnarodowa polityka pieniężna może być efektywna, czy stopa procentowa jest omnipotentnym instrumentem polityki pieniężnej, czy raczej wartością wynikową, która odzwierciedla relacje między różnymi wielkościami ekonomicznymi?⁴

1. STOPY PROCENTOWE, UJĘCIE TEORETYCZNE

Współczesna ekonomia nie stworzyła powszechnie akceptowanej i statycznie weryfikowanej teorii stopy procentowej. Główne nurty ekonomii w różnym stopniu oceniają rolę polityki pieniężnej w kształtowaniu procesów gospodarczych. Odmienne są również opinie na temat czynników wpływających na poziom stóp. Krótka charakterystyka miejsca i znaczenia polityki stopy procentowej w ocenie głównych szkół ekonomicznych pozwoli zdefiniować determinanty określające cenę pieniądza w średnich i długich okresach. Wnioski będą podstawą do oceny, czy w świetle badanych doktryn ekonomicznych możliwe jest prowadzenie jednolitej polityki pieniężnej w tak zdywersyfikowanej strukturze gospodarczej jaką jest strefa euro. Analiza będzie dotyczyła założeń następujących doktryn ekonomicznych:

- klasycznej,
- keynesowskiej z uwzględnieniem neokeynesowskiego modelu Mundella-Fleminga,
- monetarystycznej,
- koncepcji naturalnej stopy procentowej.

Doktryna klasyczna wyznaczyła stopie procentowej bardzo ważną rolę, miała ona sprowadzać do równowagi podstawowe wielkości ekonomii klasycznej: inwestycje i oszczędności ($I=S$). Według Hayeka siły rynkowe zmieniały poziom stopy procentowej gwarantując osiągnięcie równowagi.

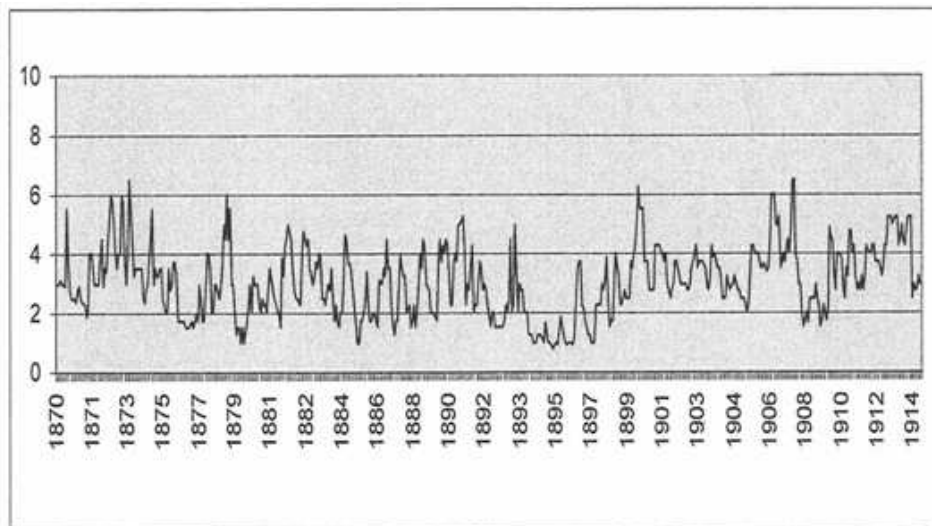
Klasycy nie przewidywali pełnienia przez stopę procentową funkcji aktywnego instrumentu polityki państwa.

Jeżeli spojrzymy na rysunek 1 ilustrujący długoterminowe kształtowanie się stopy procentowej w latach 1870–1914, to zwrócimy uwagę na relatywnie małe wahanie stóp w okresie dominacji ekonomii klasycznej. Okres ten to czas

⁴ Ph. Turner, *Is the long-term interest rate a policy victim, a policy variable or a policy lode-star?*, BIS Working Paper no. 367, 2011.

funkcjonowania systemu waluty złotej, w której elastyczność gospodarek i wysoki poziom integracji międzynarodowego rynku finansowego gwarantowały sprawny przebieg procesów wyrównawczych. System złotej waluty z założenia chronił gospodarki głównych państw przed gwałtownymi wahaniami stóp procentowych i kursów walutowych.

Jak wynika z powyższego ekonomia klasyczna zakłada, że poziom stopy procentowej jest konsekwencją relacji między oszczędnościami i inwestycjami. Wzrost pierwszych powoduje wzrost podaży pieniądza i obniżki stóp, a spadek (przy utrzymującym się popycie inwestycyjnym) wzrost stóp procentowych.



Rysunek 1. Stopy procentowe rynku pieniężnego w Wielkiej Brytanii w latach 1870–1914

Źródło: M. Obstfeld, J. C. Shambaugh; A. M. Taylor, *The Trilemma in Tradeoffs among Exchange Rates, Monetary Policies, and Capital Mobility*. NBER Working Paper No10396/2004, s. 39.

Należy jeszcze w tym miejscu powtórzyć, że według klasyków władze monetarne nie powinny prowadzić aktywnej polityki pieniężnej. Założenia klasyków wykluczają zatem możliwość prowadzenia jednolitej polityki stopy procentowej w unii walutowej, jeżeli w krajach tworzących obszar występują różne stopy oszczędności i inwestycji.

W keynesowskim modelu gospodarczym stopa procentowa odgrywa raczej pośrednią rolę. Może wpływać na poziom inwestycji, ale nie równoważy I i S. Według J.M. Keynesa długoterminowa stopa procentowa (tylko taka była przedmiotem analizy) jest równa krańcowej produktywności. Przedsiębiorca zakupi dobro kapitałowe jeżeli jego produktywność jest wyższa od stopy procentowej, przy której może zaciągnąć kredyt.

Poziom stóp procentowych determinowały dwa główne czynniki:

- ilość pieniądza,
- preferencje płynności konsumentów.

Keynesiści zapisywali to wzorem $M = (Y, i)$,

M – popyt na pieniądz,

Y – dochód,

i – nominalna stopa procentowa⁵.

Według Keynesa główną determinantą popytu na pieniądz są zmiany dochodu (Y), natomiast stopa procentowa pełni jedynie *ex post* funkcję „dostrajającą”.

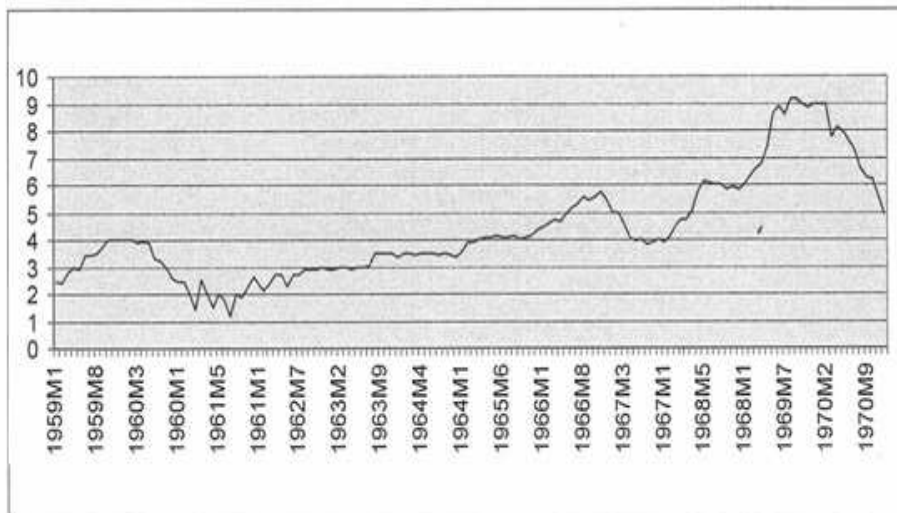
W historii gospodarczej świata dominacja modelu keynesowskiego datowana jest na lata 1930–1980. Podane daty nie są oczywiście precyzyjne, doktryny ekonomiczne i praktyka polityki gospodarczej zmieniały się w sposób ewolucyjny. W latach 20. i 30. ubiegłego wieku pojawił się interwencjonizm państwowy – rządy podjęły aktywną politykę gospodarczą – to był początek keynesizmu. Przełom lat 70. i 80. przyjmuje się jako umowną datę zakładając, że amerykański eksperyment monetarystyczny z lat 1979/1980 to koniec doktryny keynesowskiej w rozwiniętych krajach Zachodu.

Analiza kształtowania się stóp procentowych w latach 1920–1980 pozwala wyodrębnić dwa podokresy. Pierwszy – międzywojenny, gdy amplituda wahań stóp procentowych przekraczała 30%. Drugi to lata 50. i 60. – okres względnego spokoju na światowym rynku finansowym.

Lata międzywojenne to z pewnością zły czas dla gospodarki światowej. Rozpad goldstandardu, wielki kryzys gospodarczy, dezintegracja finansów międzynarodowych i narastanie protekcjonizmu to główne cechy tego okresu.

Lata 1945–1970 to czas odbudowy gospodarki światowej, stopniowa liberalizacja handlu i przepływów kapitałowych. Do początku lat 70. dominowały w gospodarce stałe kursy walutowe; dolar pełnił funkcję waluty senioralnej. Zgodnie z doktryną Keynesa stopa procentowa pełniła w tym czasie funkcje pasywną, zmiany jej poziomów nie były zbyt duże. Łagodny przebieg długoterminowych stóp procentowych wynikał również z niskiego stopnia liberalizacji międzynarodowych transferów kapitałowych. W literaturze ekonomicznej powszechny jest pogląd, że integracja światowego rynku finansowego przyspieszyła na przełomie lat 70. i 80.

⁵ J.R. Hicks, *Wartość i kapitał PWN 1975*, passim; D. Duwendag, K. Ketterer, Pohl, D.B. Simmert, *Teoria pieniądza i polityka pieniężna*, Poltex, Warszawa 1995, s. 118.



Rysunek 2. Stopa Fed w latach 1960–1970

Źródło: Jak do rys. 1.

Kryzys gospodarczy z 1974 r. oraz następująca po nim stagflacja podkopały wiarę w skuteczność zaleceń teorii Keynesa.

Z punktu widzenia doktryny keynesowskiej prowadzenie jednolitej polityki stopy procentowej w strefie euro może być błędem. Różne poziomy produktywności i różne preferencje płynności sprawiają, że jednolita stopa procentowa może przekazywać fałszywe sygnały dla gospodarek poszczególnych państw.

Model Mundella-Fleminga jest rozwinięciem modelu IS-LM, stworzonym przez J.R. Hicksa. Nowością koncepcji J.R. Hicksa w porównaniu do teorii Keynesa było włączenie rynku pieniężnego do badań równowagi oszczędności z inwestycjami. Model IS-LM zakładał wpływ poziomu stopy procentowej na wydatki inwestycyjne a tym samym na popyt globalny. Stopa procentowa pozwala na osiągnięcie równowagi między podażą i popytem na pieniądze.

Model Mundella-Fleminga dotyczy gospodarki otwartej, do analizy włączony zostaje kurs walutowy i oddziaływanie światowej stopy procentowej na przepływy kapitałów.

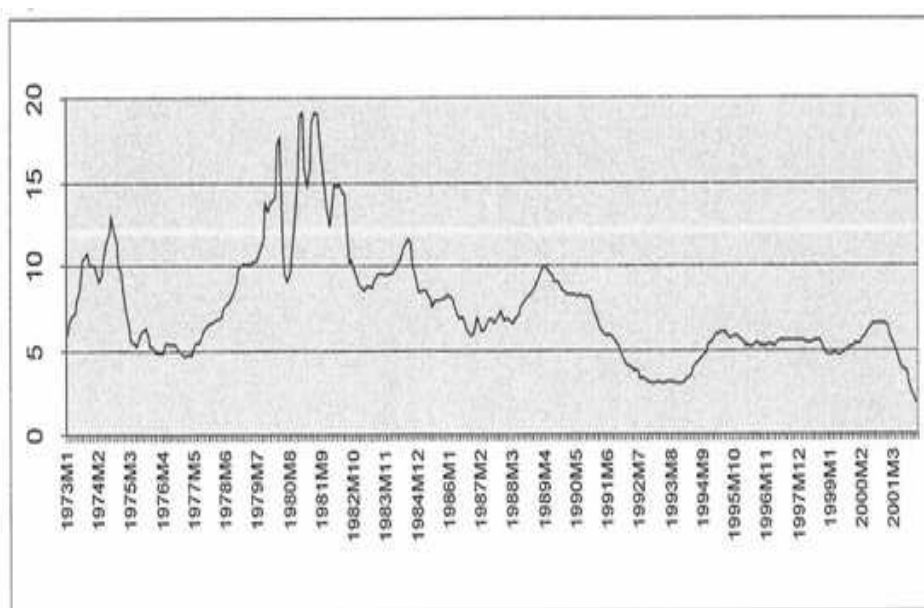
Model osiąga równowagę przy odpowiedniej kombinacji, stopy procentowej, kursu walutowego – wtedy przepływy kapitałów pozwalają na przecięcie się krzywych IS-LM⁶.

W ramach unii walutowej eliminujemy możliwość działania kursu walutowego, pozostaje stopa procentowa jako aktywny instrument polityki pieniężnej.

Problemy powstają gdy w krajach tworzących unię mamy grupę państw, w których utrzymują się w średnich i długich okresach nadwyżki inwestycji nad

⁶ J. Boughton, *One the Origins of the Fleming-Mundell Model*, JMFG Staff Paper no 1/2003.

oszczędnościami (I>S) i kraje o nadwyżce oszczędności(S>I). W takim przypadku jednolity poziom stopy procentowej (rentowność lokat) nie stymuluje przepływów kapitałów wewnątrz unii. Dodatkowo stopa procentowa EURIBOR działa jako „światowa stopa procentowa”, z tego względu nie można liczyć na stabilizujące transfery kapitałowe między krajami unii a reszta świata⁷.



Rysunek 3. Stopa Fed w latach 1973–2001

Źródło: Jak do rys. 1.

Rolę monetaryzmu we współczesnej ekonomii można interpretować jako:

- nurt badań teoretycznych,
- doktrynę budującą konkretne wskazania co do instrumentów polityki gospodarczej.

Co się tyczy pierwszego podejścia to nie ma wątpliwości, że większość rozwiniętych państw świata akceptuje podstawowe wnioski teoretyczne wynikające z doktryny. Ta akceptacja intelektualna w różnym stopniu przekłada się na stosowanie w praktyce zaleceń monetarystów. Postawę dużej części państw można scharakteryzować polskim paradoksalnym określeniem: „wierzący, ale niepraktykujący”. Do praktykujących z pewnością należy zaliczyć USA, Wielką

⁷ P. Disyatat, *Monetary Policy implementation: Misconception and their consagues*, BIS Working Papers No 269/2008, s. 10.

Brytanię i od pewnego czasu strefę euro. Pozostałe kraje z różnym powodzeniem stosują politykę mix z wyraźną jednak przewagą monetarystów.

Doktryna monetarystyczna wg P. Samuelsona opiera się na trzech założeniach⁸:

- ograniczonej interwencji rządu w procesy gospodarcze,
- priorytecie walki z inflacją (polityka stabilizacji pieniądza),
- transparentność polityki gospodarczej (np. Friedman sprzeciwiał się dyskrecjonalnej polityce pieniężnej).

Podstawowym mechanizmem w modelu monetarystycznym jest podaż pieniądza, która determinuje tempo wzrostu PKB. Stabilny poziom cen jest gwarantowany przez skorelowanie podaży pieniądza ze wzrostem gospodarczym.

W literaturze wskaźnik korelacji między podażą pieniądza a wzrostem PKB jest traktowany jako miernik stosowania się przez rządy do zaleceń monetarystów. Świadczą o tym dane zawarte w tabeli 1.

Tabela 1. Wskaźnik monetarny w wybranych krajach świata

Kraj	Relacja
Polska	1,0234
Stany Zjednoczone	0,9632
Strefa euro	1,0385
Szwajcaria	1,0784
Wielka Brytania	1,0159
Korea	1,0096
Japonia	1,1075
Republika Czeska	1,0327
Węgry	1,0111

Źródło: L.J. Jasinski, *Problem obecności monetaryzmu w polskiej polityce pieniężnej*, Bank i kredyt, kwiecień 2005.

W przypadku gdy wskaźniki wyraźnie przekroczą „1” oznacza to, że rząd prowadzi ekspansywną politykę pieniężną nie uwzględniając zaleceń monetarystów. Wskaźnik poniżej „1” świadczy o wyraźnie promonetarystycznym stanowisku rządu. Wśród wymienionych w tabeli państw tylko Japonia, Szwajcaria zdecydowanie odrzucają reguły szkoły monetarystycznej.

W doktrynie monetarystycznej nie ma zgody co do roli stopy procentowej w polityce pieniężnej i czynników które ją kształtują. Tak np. M. Friedman uważa, że stopa procentowa nie powinna odgrywać ważnej roli w polityce

⁸ L.J. Jasiński, *Problem obecności monetaryzmu w polskiej polityce pieniężnej*, Bank i kredyt, kwiecień 2005.

ekonomicznej a jej poziom może nawet przekazywać fałszywe sygnały podmiotom rynkowym. Podwyższenie stopy procentowej nie musi na przykład, oznaczać zacieśnienia polityki monetarnej⁹.

Monetaryści prowadzą ożywioną dyskusję na temat relacji między podażą pieniądza a stopą procentową. Część przytacza argumenty wskazujące na negatywną zależność; działa tu prosty mechanizm: wzrost podaży pieniądza obniża poziom stopy procentowej. Wielu ekonomistów wskazuje jednak, że w licznych przypadkach zależność ma charakter pozytywny: wzrost stopy procentowej jest skorelowany ze wzrostem podaży pieniądza. To potwierdza opinię M. Friedmana zawartą w cytowanym artykule, że: „stopy procentowe są bałamutną wskazówką co do tego, czy polityka pieniężna jest „sztywna”, czy „rozluźniona”¹⁰”.

Okres dominacji monetaryzmu we współczesnej ekonomii (lata 80.; 90.; i początek XXI w.) charakteryzuje się silnymi wahaniami poziomu stóp procentowych w latach 1980–1995 i ich stabilizacją w ostatniej dekadzie. Wnioski, jakie wynikają z badań monetarystów dla wspólnej polityki pieniężnej opartej na stopie procentowej są raczej pesymistyczne. Jednolita stopa procentowa nie ma większego znaczenia jako instrument polityki pieniężnej, jest wartością wynikową – konsekwencją określonych relacji między podstawowymi wielkościami gospodarczymi.

W literaturze ekonomicznej trudno o precyzyjną definicję **naturalnej stopy procentowej**. Autorzy zajmujący się problematyką najczęściej przedstawiają czynniki, które kształtują jej poziom i warunki ekonomiczne, jakie muszą spełnić kraje lub regiony, w których ma być badana.

Koncepcję teoretycznej stopy równowagi stworzył na początku XX w. K. Wicksell¹¹. Stopa ta była wyznaczona przez popyt na kapitał pożyczkowy z jednej strony i podaż oszczędności drugiej. Niestabilności rynku wynikały z różnic między stopą bieżącą a naturalną, która pełniła funkcję benchmarku. Zadaniem banku centralnego było zbliżenie poziomu stóp bieżących do poziomu stopy naturalnej.

Koncepcja Wicksella została rozwinięta w ostatnich latach przez ekonomistów zajmujących się polityką monetarną. Definiują oni naturalną stopę jako realne krótkoterminowe stopy procentowe, które są zgodne z tzw. potencjalnym wzrostem gospodarczym w warunkach niskiej i ustabilizowanej inflacji.

⁹ M. Friedman, *The Role of Monetary Policy*, *American Economic Review*, marzec 1968, s. 1–11, [w:] *Teoria i polityka stabilizacji koniunktury. Wybór tekstów*, red. A. Szeworski, PWE 1975, s. 260.

¹⁰ *Ibidem*, s. 269.

¹¹ R. Hicks, *Wartość i kapitał PWN 1975*, passim; D. Darrendag, K. Ketterer, K. Koster, R. Pohl, D.B. Simmert, *Teoria pieniądza i polityka pieniężna*, Poltex, Warszawa 1995, s.118; tamże, s. 269.

Banki centralne powinny prowadzić politykę pieniężną sprawiającą, że stopy rynkowe oscylują wokół stopy naturalnej. Przedstawiona powyżej definicja upoważnia sformułowania trzech wniosków:

- stopa naturalna nie występuje w „naturze”, definicja zawiera tak wiele trudno mierzalnych elementów (np. potencjalny wzrost gospodarczy), że wyliczenie jej hipotetycznego poziomu jest bardzo trudne,
- naturalna stopa procentowa, najbardziej zbliżona do rynkowej jest w kraju, którym nie ma banku centralnego, a rząd prowadzi ultraliberalną politykę gospodarczą.

W literaturze wymieniane są trzy grupy czynników mogących kształtować naturalną stopę procentową. Są to¹²:

- odnoszące się do preferencji,
- wynikające z przemian technologicznych i demograficznych,
- uwzględniające politykę gospodarczą i aspekty instytucjonalne.

W pierwszej grupie czynników najważniejsze są preferencje konsumentów, a mówiąc dokładniej decyzje gospodarstw domowych odnośnie do przyszłej konsumpcji w porównaniu z obecną. W grupie drugiej decydującą rolę odgrywają zmiany wydajności pracy i wzrost demograficzny w badanym kraju (regionie).

W grupie trzeciej najsilniej na poziom naturalnej stopy procentowej oddziałują przemiany na rynku finansowym (w tym instytucjonalne).

Na podstawie powyższych uwag można z dużą dozą prawdopodobieństwa stwierdzić, że kraje strefy euro charakteryzują się różnym poziomem naturalnej stopy procentowej. Tak więc wspólna polityka pieniężna może przynieść więcej szkody niż pożytku.

2. STOPA PROCENTOWA EBC

Przedstawiona powyżej skrótowa analiza determinant i roli stopy procentowej w różnych doktrynach ekonomicznych upoważnia do sformułowania wniosku, że tylko neokeynesowski model Mundella-Fleminga dopuszcza możliwość prowadzenia jednolitej polityki pieniężnej na obszarze unii walutowej. Ponadto z założeń modelu wynika, że polityka stopy procentowej EBC może być efektywna w równoważeniu oszczędności z inwestycjami dla całego obszaru unii. Niestety jednolita polityka pieniężna EBC dopuszcza możliwość utrzymywania się nierównowag I i S w poszczególnych krajach członkowskich. Ilustruje to tabela 2.

¹² ECB Monthly Biuletyn May 2004.

Tabela 2. Oszczędności i inwestycje w wybranych krajach strefy euro (% PKB)

Lp.		Średnia							
		1990–1997	1998–2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
1	Świat								
	Oszczędności	22.1	21.7	24.0	24.2	24.1	21.9	23.3	24.0
	Inwestycje	23.0	21.9	23.2	23.7	23.8	21.7	22.8	23.5
2	Strefa euro								
	Oszczędności	21.5	22.3	22.9	21.4	19.0	19.8	20.0
	Inwestycje	21.0	21.9	22.6	22.2	19.0	19.3	19.6
3	Niemcy								
	Oszczędności	21.9	20.9	24.4	26.7	25.6	22.5	23.4	23.7
	Inwestycje	22.8	19.6	18.1	19.3	19.4	16.5	17.3	18.0
4	Francja								
	Oszczędności	19.9	20.4	20.3	20.9	20.1	17.5	18.6	18.8
	Inwestycje	19.1	19.1	20.8	21.9	21.8	19.0	19.2	20.1
5	Włochy								
	Oszczędności	20.8	20.8	20.3	20.9	18.7	16.8	16.7	16.4
	Inwestycje	20.6	20.7	21.8	22.1	21.6	18.9	20.2	19.6

Źródło: World Economic Outlook April 2012 IMF, s. 216.

Przedstawione dane pokazują wyraźnie, że względna równowaga między oszczędnościami a inwestycjami w strefie euro jako całość występuje równocześnie z wyraźnymi nierównowagami w poszczególnych krajach.

Pozostałe doktryny ekonomiczne mniej entuzjastycznie oceniają rolę stopy procentowej w sterowaniu procesami gospodarczymi, traktują ją jako wartość wynikową – konsekwencję oddziaływania różnych mechanizmów ekonomicznych, wnioski dotyczą polityki stopy procentowej zarówno na szczeblu narodowym jak i ponadnarodowym.

Jeżeli rację mają klasycy keynesiści, monetaryści i zwolennicy koncepcji naturalnej stopy procentowej, to wspólna polityka pieniężna może być przyczyną kryzysu integracji. Polityka stopy procentowej EBC jest autonomicznym źródłem powstawania szoków asymetrycznych o charakterze monetarnym. Co więcej szoków tych praktycznie nie można absorbować na poziomie krajowych rynków finansowych – oddziałują destrukcyjnie na sferę realną. Jako przykład może posłużyć paradoksalna sytuacja, której kraje o wyższej stopie inflacji mają niższą realną stopę procentową. To jest zachęta do życia ponad stan.

Naturalną konsekwencją tego stanu rzeczy jest zablokowane, w części państw, działanie mechanizmu dostosowawczego, który pozwala osiągać równowagę zewnętrzną.

Tabela 3 przedstawia salda na rachunku obrotów bieżących, wybranych państw strefy euro. W analizowanym okresie 2004–2011 to jest ośmiu lat, skumulowane saldo ujemne Grecji wyniosło 84,3% PKB, Portugalii – 79,3%. Niemcy zaś mieli dodatnie saldo w łącznej wysokości – 47,4% PKB.

Tabela 3. Saldo rachunku obrotów bieżących wybranych państw strefy euro

Kraje	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Strefa euro	1.2	0.5	0.5	0.4	-0.7	0.0	0.3	0.3
Niemcy	4.7	5.1	6.3	7.4	6.2	5.9	6.1	5.7
Francja	0.5	-0.5	-0.6	-1.0	-1.7	-1.5	-1.7	-2.2
Włochy	-0.3	-0.8	-1.5	-1.2	-2.9	-2.1	-3.5	-3.2
Hiszpania	-5.2	-7.4	-9.0	-10.0	-9.6	-5.2	-4.6	-3.7
Holandia	7.6	7.4	9.3	6.7	4.3	4.2	6.6	7.5
Grecja	-5.9	-7.4	-11.2	-14.4	-14.7	-11.0	-10.0	-9.7
Portugalia	-8.3	-10.3	-10.7	-10.1	-12.6	-10.9	-10.0	-6.4

Źródło: International Monetary Fund April 2012.

Tak duże nierównowagi zewnętrzne wymagają transferów finansowych, co w przypadku krajów deficytowych oznacza narastanie długu publicznego i prywatnego. Rzecznicy wspólnej polityki pieniężnej EBC do niedawna bagatelizowali nierównowagi na rachunku obrotów bieżących, tłumacząc, że istotna jest równowaga zewnętrzna strefy euro jako całości, nie poszczególnych państw. Kryzys zweryfikował te opinie.

Jestem przekonany, że kryzys finansowy ostatnich lat ukazał bardzo niską efektywność polityki pieniężnej Europejskiego Banku Centralnego. W opinii wielu ekonomistów mechanizm transmisji impulsów monetarnych w wielu przypadkach przekazuje gospodarkom fałszywe sygnały. Potwierdza to wnioski wynikające z artykułu na temat roli polityki pieniężnej ze szczególnym uwzględnieniem polityki stopy procentowej w głównych doktrynach ekonomicznych.

BIBLIOGRAFIA

- Boughton J., *One the Origins of the Fleming-Mundell Model*, JMFG Staff Paper, No 1, 2003.
 Dysyatat Monetary policy implementation: Misconception and their consequences, BIS Working Papers, No 269, 2008.
 Duwendag D., Ketterer K., Pohl, Simmert D.B., *Teoria pieniądza i polityka pieniężna*, Poltex Warszawa 1995.

- ECB Monthly Biuletyn May 2004.
- Fourcans A., *One Currency for Europe: From Theory To Practice; Austrijscy o standardzie złota*, red. L. Rockwell, Instytut Ludwiga von Misesa Warszawa 2011.
- Friedman M., *The Role of Monetary Policy*, American Economic Review, marzec 1968, [w:] *Teoria i polityka stabilizacji koniunktury. Wybór tekstów*, red. A. Szeworski, PWE 1975.
- Hicks J.R., *Wartość i kapitał*, PWN 1975.
- Jasiński L.J., *Problem obecności monetaryzmu w polskiej polityce pieniężnej*, Bank i kredyt, kwiecień 2005.
- Mundell R., *A Theory of Optimum Areas*, „The American Economic Review”, 1961.
- Salin P., *Lesson from the European Monetary System In The International Monetary System: Choices for the Future*, red. Michael B. Connolly. New York: Praeger, 1982.
- Turner Ph., *Is the long-term interest rate a policy victim, a policy variable or a policy lodestar?*, BIS Working Paper, No 367, 2011.

Janusz Bilski

**INTEREST RATE POLICY IN LIGHT OF ECONOMIC THEORY
CONCLUSIONS FOR THE EURO AREA**

The aim of the paper is to present the role of the interest rate in the main economic theories. In the paper Author analyses the basic determinants affecting the level of interest rates. The research allows to answer the question whether according to the economic theory the common interest rate policy is appropriate for all the countries of the euro zone.