

*Jan L. Bednarczyk\**

## **HIPOTEZA INFLACJI NEUTRALNEJ A PROBLEMY WZROSTU GOSPODARCZEGO W KRAJACH STREFY EURO**

### **WPROWADZENIE**

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

Istotnie, obserwując wskaźniki inflacji oraz wskaźniki wzrostu gospodarczego w krajach Unii Europejskiej oraz w krajach będących głównymi uczestnikami globalnej gospodarki, nasuwa się spostrzeżenie, że kraje Unii rozwijały się znacznie wolniej niż ich główni konkurenci, notując jednocześnie niskie wskaźniki inflacji. Od 1999 roku, tj. od wprowadzenia wspólnej waluty wskaźnik wzrostu cen konsumpcyjnych w tych krajach bardzo rzadko i raczej na krótko wyłamywał się z przedziału 1.8-2.5, co stawia strefę euro w grupie obszarów o największej stabilności cen w globalnej gospodarce. Równocześnie jednak wysokiej stabilności cen w tych krajach towarzyszyło niskie tempo wzrostu gospodarczego, o wiele niższe niż notowane u ich głównych konkurentów gospodarczych. Średnie tempo wzrostu realnego PKB w krajach strefy euro najczęściej zamykało się w przedziale 1,0-3,0 proc., przy czym wykazywało dość dużą niestabilność, typową dla klasycznego rozwoju

---

\* Dr hab. prof. nadzw. Politechniki Radomskiej, Kierownik Katedry Polityki Ekonomicznej i Bankowości, Wydział Ekonomiczny, Politechnika Radomska.

cyklicznego<sup>1</sup>. Niestabilność ta uległa wyraźnemu pogłębieniu wskutek kryzysu połowy 2007 r. Z obserwacji zmian wskaźnika wzrostu cen oraz wskaźnika wzrostu gospodarczego w tych krajach można wyciągnąć wniosek, że ustabilizowanie inflacji nawet w długim okresie czasu, wcale nie musi oznaczać złagodzenia wahań cyklicznych w gospodarce. Wręcz przeciwnie, w pewnych warunkach może ono nawet te wahania wzmacniać. W tej sytuacji pojawia się pytanie, na ile stosowany w krajach Eurolandu mechanizm przywracania (utrzymywania) równowagi cenowej może być odpowiedzialny za spowolnienie wzrostu.

Celem niniejszego artykułu jest z jednej strony prezentacja teoretycznych i praktycznych aspektów polityki antyinflacyjnej na przykładzie krajów Eurolandu a z drugiej strony przedstawienie alternatywnego modelu określania celu inflacyjnego przez EBC, opartego na koncepcji inflacji neutralnej (inflacji nie spowalniającej wzrostu gospodarczego) (Non-decelerating economic growth rate of inflation, NDEGRI).

#### **ZARYS EWOLUCJI POGLĄDÓW NA INFLACJĘ JAKO CEL POLITYKI GOSPODARCZEJ OD LAT 80.**

Mijający kryzys finansowy był poważnym testem dla polityki pieniężnej państw uprzemysłowionych, opartej na konsensusie osiągniętym w wyniku wieloletnich dyskusji jakie toczyły się pomiędzy przedstawicielami wiodących nurtów ekonomicznych. W latach siedemdziesiątych XX wieku główna linia podziału przebiegała pomiędzy keynesistami i monetarystami, prezentującymi dość odmienne punkty widzenia na mechanizm transmisyjny, rolę oraz sposób aplikacji narzędzi polityki pieniężnej w gospodarce. Po „eksperymentach monetarystycznym” w Stanach Zjednoczonych i w Wielkiej Brytanii a także po analizie skutków wdrażania różnorodnych narzędzi polityki pieniężnej w kolejnych dziesięcioleciach, stanowiska przedstawicieli obydwu nurtów zaczęły się do siebie zbliżać.

Charakter dyskusji toczącej się pomiędzy przedstawicielami Nowej Ekonomii Keynesowskiej (NEK) a przedstawicielami Nowej Syntezy Neoklasycznej (NSN), będącej kontynuacją wcześniejszego sporu pomiędzy keynesistami a monetarystami był o tyle nietypowy, że przeważyły w niej względy pragmatyczne i chęć zrozumienia racji drugiej strony, nie zaś chęć

---

\* Dr hab. prof. nadzw. Politechniki Radomskiej, Kierownik Katedry Polityki Ekonomicznej i Bankowości, Wydział Ekonomiczny, Politechnika Radomska.

<sup>1</sup> J. L. Bednarczyk, *Remarks on Inflation, Economic Growth and European Central Bank Monetary Policy*, Referat wygłoszony na: 67 Conference of the International Atlantic Economic Society, Rome, 11-14 March 2009.

wykazania wyższości głoszonych poglądów. W efekcie zaowocowało to pojawieniem się w latach dziewięćdziesiątych XX wieku wspólnego stanowiska w kwestii użycia polityki pieniężnej jako narzędzia polityki stabilizacyjnej a także w kwestii powiązań pomiędzy polityką pieniężną a innymi narzędziami polityki gospodarczej, w tym zwłaszcza polityką fiskalną.

Podstawą konsensusu było przyjęcie jako podstawy analizy zmian zachodzących w gospodarce zarówno poglądów nawiązujących do klasycznego nurtu w ekonomii (optymalizacja międzyokresowa (*intertemporal optimization*), racjonalność oczekiwań, uzależnienie dynamiki sfery realnej tylko i wyłącznie od oddziaływania czynników realnych), jak i poglądów bliskich tradycji keynesowskiej (konkurencja monopolistyczna, sztywność płac nominalnych, kluczowa rola polityki pieniężnej w stabilizacji gospodarki)<sup>2</sup>. Bezpośrednim następstwem zbliżenia poglądów w tych kluczowych kwestiach było uznanie stabilności cen za warunek konieczny (i właściwie wystarczający) dla utrzymania gospodarki na ścieżce stabilnego wzrostu gospodarczego i uczynienie z banku centralnego głównej instytucji odpowiedzialnej za jej urzeczywistnienie.

Nowe podejście wypracowane na płaszczyźnie teoretycznej i wdrażane równoległe do praktyki<sup>3</sup> znalazło wkrótce wyraz w sformułowaniu nowej doktryny polityki stabilizacyjnej nazwanej z czasem doktryną bezpośredniego celu inflacyjnego (*inflation targeting*). Zgodnie z tą doktryną, stabilizacja cen jest najlepszym sposobem przyczynienia się polityki pieniężnej do stabilizacji sfery realnej a zwłaszcza stabilizacji produkcji i zatrudnienia. Dzieje się tak dlatego, że w warunkach stabilności cen firmy mogą bez zakłóceń planować opłacalność produkcji, mogą też reagować na zmianę warunków produkcji lub warunków konkurencji własnymi dostosowaniami cenowymi, czego efektem w skali makro jest utrzymywanie się rzeczywistej wielkości produkcji w pobliżu poziomu potencjalnego, określonego czynnikami podażowymi, charakterystycznymi dla gospodarki odbiegającej wprawdzie od wzorca doskonałej konkurencji ale funkcjonującej w warunkach giętkości cen.

Zwolennicy polityki bezpośredniego celu inflacyjnego (BCI) idą jeszcze dalej, utrzymując, że ugruntowanie przez bank centralny w podmiotach gospodarczych przekonania co do utrzymania się w przyszłości niskiej inflacji może bezpośrednio przyczynić się do wcześniejszego wyjścia gospodarki z fazy recesji<sup>4</sup>. Staje się tak dlatego, że w tych warunkach możliwe są głębokie cięcia

---

<sup>2</sup> M. Goodfriend, *How the World Achived Consensus on Monetary Policy*, "Journal of Economic Perspectives", nr 4/2007, s. 59.

<sup>3</sup> Nie ma pełnej jasności co do kolejności jaką należałoby przyznać teorii i polityce (praktyce bankowości centralnej) w tworzeniu podstaw a następnie dochodzeniu do ostatecznych postulatów doktryny BCI. Tutaj przyjmuje się uprzedniość teorii w tym sensie, że była ona współtworzona przez praktyków zaangażowanych w działalność banków centralnych.

<sup>4</sup> M. Goodfriend, *How the World..., op.cit.*, s. 55.

stóp procentowych (głębsze niż w sytuacji słabo zakotwiczonych oczekiwań inflacyjnych) podtrzymujące wydatki konsumpcyjne oraz inwestycyjne w gospodarce. Aby było to jednak możliwe, bank centralny musi zrezygnować z zachowywania tajemnicy w zakresie formułowania zasad i wdrażania narzędzi polityki pieniężnej i uczynić swoją politykę w pełni transparentną i przewidywalną dla podmiotów gospodarczych. Jedynie wówczas mogą one w pełni ocenić jego wiarygodność, wynikającą z jego determinacji w dążeniu do ustabilizowania cen.

W prezentowanym modelu polityki pieniężnej szczególna rola przypada polityce stóp procentowych. Jest to wyraźne odejście od tradycyjnie negatywnej oceny tego narzędzia przez zwolenników nurtu monetarystycznego<sup>5</sup>. Jednak preferowana przez monetarystów regulacja podaży pieniądza okazała się w praktyce trudna do realizacji (innowacje finansowe) i mniej efektywna w zwalczaniu zwłaszcza niższej inflacji<sup>6</sup>. 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 i do kształtowania poziomu długoterminowych stóp procentowych i w konsekwencji średnioterminowej koniunktury gospodarczej. Istotę polityki pieniężnej zorientowanej anty-inflacyjnie (BCI) bardzo trafnie opisuje slogan: polityka jednego celu i jednego narzędzia (*one target, one tool policy*), uwiadczając dość uproszczony ogląd rzeczywistości gospodarczej w pełni uzależnionej od efektywności wolnych mechanizmów rynkowych.

### MECHANIZM KONTROLI INFLACJI PRZEZ EBC

Jakkolwiek Europejski Bank Centralny, podobnie zresztą jak System Rezerwy Federalnej, nie wskazał oficjalnie na doktrynę BCI jako bazę swojej polityki pieniężnej, to jednak zarówno w Traktacie z Maastricht, jak i w Statucie Eurosystemu (Consolidated Version..., Charter III, Article 9) wskazuje się na utrzymanie stabilności cen jako główny cel działania banku centralnego. Istotnie, w latach 1999–2002 celem EBC było utrzymanie inflacji mierzonej zharmonizowanym indeksem dóbr konsumpcyjnych (*HIPC, Harmonised Index*

---

<sup>5</sup> J. L. Bednarczyk, *Polityka pieniężna przeciw inflacji. Studium gospodarki kapitalistycznej*, PWN, Warszawa 1990, s. 47 i dalej.

<sup>6</sup> Za niższą inflację można uznać np. tempo wzrostu cen zamykające się wartościami jednocyfrowymi, chociaż w krajach notujących tradycyjnie niskie wskaźniki inflacji takich jak: Japonia, Niemcy czy Szwajcaria takie wartości inflacji mogłyby zostać zakwalifikowane jako inflacja galopująca.

of Consumer Prices) na poziomie poniżej 2%. W maju 2003 roku sprecyzowano ten cel, jako utrzymanie stopy inflacji na poziomie poniżej 2%, lecz zbliżonym do tego poziomu.<sup>7</sup>

Uznając dążenie do utrzymania stabilności cen za naturalną rolę polityki pieniężnej, władze Eurosystemu dążą do realizowania jej w taki sposób, aby w jej wyniku nie dochodziło do nadmiernych wahań produkcji i zatrudnienia. Wahania te mogłyby mieć miejsce np. wtedy, gdyby w obawie przed wzrostem inflacji podjęto zbyt restrykcyjne działania wywołujące, np. gwałtowny spadek popytu (wówczas dałby o sobie znać krótkotrwały negatywny wpływ polityki pieniężnej na produkcję i zatrudnienie). Podobny mechanizm, aczkolwiek działający w przeciwnym kierunku mógłby pojawić się, gdyby – w obawie przed pogłębieniem się recesji gospodarczej – EBC podjął zbyt ekspansywną politykę, która doprowadziłaby wprawdzie do (krótkookresowego) wzrostu globalnego popytu i zatrudnienia, ale kosztem podsycenia oczekiwań a następnie procesów inflacyjnych.

Rodzajem tarczy chroniącej politykę pieniężną EBC zarówno przed podjęciem zbyt ekspansywnych jak i zbyt restrykcyjnych działań, stanowi przyjęta w tej instytucji definicja stabilności cen. Dążenie do utrzymania stopy inflacji na poziomie zbliżonym (lecz poniżej) 2 proc. zapewnia polityce EBC pewną elastyczność w odniesieniu do realizacji innych niż ograniczenie inflacji, celów polityki gospodarczej. Powstaje jednak pytanie, czy margines elastyczności jest wystarczający, aby w pełni wyzwolić potencjał rozwojowy krajów Eurolandu i Unii Europejskiej. Otóż wydaje się, że nie, o czym świadczą wspomniane wyżej dane dotyczące porównań wskaźników wzrostu gospodarczego.

Głównym narzędziem realizacji polityki anty-inflacyjnej przez EBC jest, zgodnie z założeniami doktryny BCI, regulacja trzech oficjalnych krótkoterminowych stóp procentowych, z których jedna pełni rolę wiodącą.<sup>8</sup> EBC wykorzystuje w swojej polityce również regulację podaży pieniądza a także inne narzędzia kształtowania warunków gospodarowania w strefie euro. Część z tych narzędzi wykorzystywana jest w sposób incydentalny, inne zaś stosowane były jako środki nadzwyczajne („*non-standard*” measures)<sup>9</sup> w celu

<sup>7</sup> EBC. Price Stability: *Why is it important for you*, 2009, s. 8.

<sup>8</sup> Od 15 października 2008 rolę podstawowej stopy procentowej EBC pełni stała stopa przetargowa (*fixed rate*). Górny pułap oprocentowania pożyczek dla banków określa stopa marginalna (*marginal lending facility*), zaś wysokość oprocentowania depozytów banków komercyjnych w EBC – stopa depozytowa (*deposit rate*). Wysokość stałej stopy przetargowej równa jest dokładnie średniej arytmetycznej stopy marginalnej i stopy depozytowej, zaś korytarz otaczający tę stopę waha się w przedziale od 100 do 200 p.b.

<sup>9</sup> J-C. Trichet, *Key lessons from the crisis. Speech by Jean-Clude Trichet*, President of the European Central Bank at the Annual Conference organised by the Association de Mercados Financieros, Madrid, 23 nov. 2009, [www.ecb.int](http://www.ecb.int) (31.01.2010).

złagodzenia skutków kryzysu finansowego. Mechanizm ten działa w taki sposób, że władze Eurosystemu oceniają na podstawie spodziewanych odchyłeń publikowanych prognoz inflacji od przyjętego celu inflacyjnego EBC, perspektywy utrzymania stabilności cen. Jeśli uznają, że przewidywania inflacji wskazują na możliwość jej przyspieszenia, podejmują kroki polegające głównie na podwyższaniu kluczowych stóp procentowych, aby doprowadzić do sprowadzenia rzeczywistej inflacji do poziomu zbliżonego do celu inflacyjnego EBC.

### CEL INFLACYJNY EBC A EFEKTYWNOŚĆ PROCESÓW DEZINFLACYJNYCH

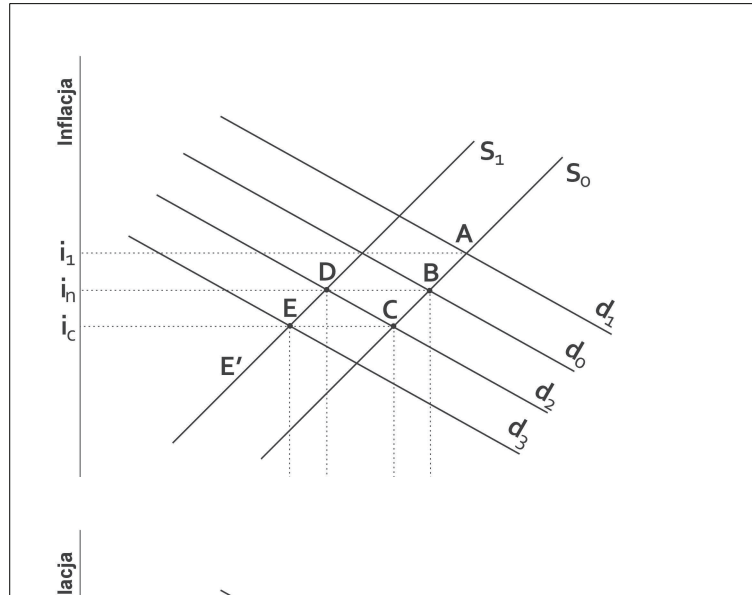
Istota polityki anty-inflacyjnej EBC polega na tym, że traktuje ona cały obszar strefy euro (i krajów kandydujących do tej strefy) jako jednolity pod względem cenowym w tym sensie, że każdy z uczestników wspólnej waluty powinien traktować utrzymywanie wskaźnika inflacji w pobliżu celu inflacyjnego EBC jako rozwiązanie optymalne, niezależnie od dotychczasowej historii inflacji, infrastruktury finansowej, dystansu rozwojowego jaki dzieli go od najwyższej rozwiniętych krajów Unii jak i odporności na zewnętrzne zaburzenia wzrostu. Tymczasem badania empiryczne poczynione nad długoterminowym zachowaniem się inflacji i wzrostu gospodarczego w krajach tworzących strefę euro nasuwają przypuszczenia, że poszczególne kraje mogą rozwijać się w różnym „otoczeniu inflacyjnym”<sup>10</sup>. Co więcej, istnieje poziom inflacji, który można traktować jako średni – w ciągu 5–10 lat – wzrost cen, który współlistnieje z najwyższymi wskaźnikami wzrostu gospodarczego oraz wskaźnikami stopnia wykorzystania zdolności produkcyjnych, przy których oczekiwania inflacyjne mają stabilny charakter (tj. inflacja nie wykazuje tendencji do przyspieszania). Poziom ten odpowiada „inflacji neutralnej” lub „inflacji nie spowalniającej wzrostu gospodarczego” (Non-Decelerating Economic Growth Rate of Inflation, NDEGRI). W każdej gospodarce poziom tej inflacji może być różny. Na przykład w Hiszpanii, kraju należącego do szóstki największych krajów UE-15, jest on z pewnością wyższy niż zakładane przez EBC 2 procent. Próba uporczywego sprowadzania tam inflacji do poziomu poniżej 2 procent rodzi niewątpliwe ryzyko obniżenia długookresowej dynamiki wzrostu gospodarczego oraz stopnia wykorzystania zdolności produkcyjnych<sup>11</sup>.

<sup>10</sup> J. L. Bednarczyk, *Inflacja neutralna a wzrost gospodarczy w krajach Unii Europejskiej*, [w:] *Polityka gospodarcza a rozwój kraju* Płowiec U. (red.), VIII Kongres Ekonomistów Polskich, PWE, Warszawa 2009, s.107 i dalej.

<sup>11</sup> Na temat teoretycznego wyjaśnienia koncepcji inflacji neutralnej, zob. J. L. Bednarczyk, *Stabilność cen a kondycja gospodarki. Uwagi o polityce stabilizacji cen w krajach Unii*

Podobnie w Niemczech i Francji, dwóch największych gospodarkach strefy euro; kiedy w latach 1989–1998 notowały one wskaźniki inflacji powyżej magicznych 2 procent, rozwijały się szybciej i notowały większe wskaźniki sukcesu gospodarczego. Być może również i w tych krajach, oszacowana na podstawie analizy długookresowych trendów rozwojowych NDEGRI, zapewniająca tym krajom lepsze perspektywy rozwojowe jest bliższa 3 niż 2 procentom. Teoretycznego uzasadnienia błędności strategii polityki pieniężnej nakierowanej na osiągnięcie apriorycznie ustalonego celu inflacyjnego może dostarczyć analiza rys.1 i 2.

Na rysunku 1 pkt. A odpowiada gospodarce, która funkcjonuje w warunkach inflacji  $i_1$  wyższej od celu inflacyjnego EBC lub cenowego kryterium konwergencji  $i_c$ . Przyjmijmy, że poziom tzw. inflacji neutralnej zawarty jest pomiędzy  $i_1$  a  $i_c$  i temu właśnie poziomowi odpowiada tempo wzrostu gospodarczego zrównujące produkcję rzeczywistą z produkcją potencjalną (co wydaje się być bliskie sytuacji krajów EU-15 w latach 1990-tych). Warunki te spełnia pkt. B, leżący na przecięciu linii podaży  $s_0$  oraz linii popytu  $d_0$ . Gospodarka może znaleźć się w tym punkcie, np. po schłodzeniu po okresie zbyt szybkiego rozwoju. Odpowiadająca równowadze w pkt. B inflacja jest jednak zbyt wysoka w stosunku do wartości referencyjnej  $i_c$ . Aby zbliżyć się do tego poziomu kraj musi wdrożyć restrykcyjną politykę ekonomiczną (wzrost stóp procentowych, ograniczenie deficytu budżetowego), której efektem będzie przesunięcie się linii  $d_0$  na pozycję  $d_2$  oraz osiągnięcie przejściowej równowagi w pkt. C, gdzie wielkość produkcji będzie niższa od poziomu potencjalnego ( $P_1 < P_{pot}$ ).



Rysunek 1. Skutki polityki dezinflacyjnej w sytuacji sztywnych cen i płac

Źródło: opracowanie własne.

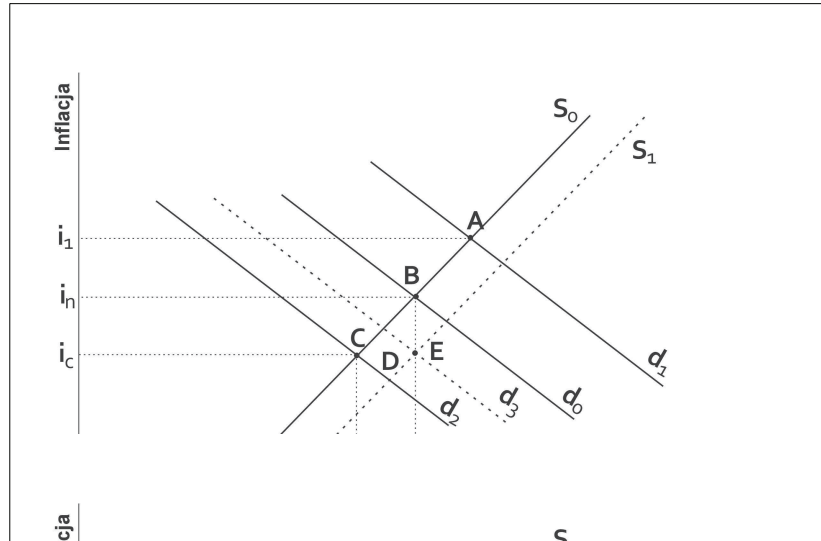
Zmiany dokonujące się w gospodarce, po osiągnięciu przez nią przejściowej równowagi w pkt. C mogą przebiegać dwuwariantowo. W wariantcie pierwszym, który ilustruje rysunek 1, restrykcyjna polityka ekonomiczna realizowana przez władze może spowodować ukształtowanie się przekonania podmiotów gospodarczych, że nastąpiło pogorszenie warunków biznesu (przesunięcie linii podaży z pozycji  $s_0$  na pozycję  $s_1$ ). Może to być rezultatem pojawienia się różnicy pomiędzy planowaną wartością sprzedaży (przy założeniu szybszego wzrostu cen) oraz rzeczywistą wartością sprzedaży, realizowaną przy wolniejszym wzroście cen. „Strata” poniesiona przez firmy może skłonić je do dalszego ograniczenia produkcji oraz administrowania cenami w taki sposób, aby skompensować spadek utargu, spowodowany ograniczeniem produkcji. Tego typu polityka cenowa przedsiębiorstw jest prawdopodobna zwłaszcza na rynkach charakteryzujących się wysokim stopniem monopolizacji zarówno po stronie pracodawców, jak i pracobiorców. Zmniejszenie wielkości produkcji oraz spadek zatrudnienia nie spowoduje, bowiem dostosowań w dziedzinie płac, które są sztywne. W związku z tym pracodawcy – aby utrzymać dotychczasowy poziom zysków – mogą dążyć do forsowania korzystniejszych dla siebie rozwiązań cenowych, na przykład wprowadzając na rynek „udoskonalone produkty” po nieco wyższych cenach, co oznaczałoby ruch po linii  $d_2$



w kierunku pkt. D. Jeśli władze byłyby jednak zdeterminowane osiągnąć poziom inflacji niższy od inflacji neutralnej kontynuując restrykcyjną politykę pieniężną i fiskalną (przesunięcie linii popytu z pozycji  $d_2$  na pozycję  $d_3$ ) wówczas równowaga gospodarcza przesunęłaby się stopniowo do pkt. E lub nawet do  $E'$  (efekt oczekiwania), czego skutkiem byłoby ograniczenie produkcji ( $P_3 < P_2 < P_1$ ). Gospodarka znalazłaby się w średnim okresie na ścieżce rozwoju charakteryzującej się niskim poziomem inflacji i niskim tempem wzrostu gospodarczego, generowanym przez zmiany produkcji odbiegające w dół od poziomu potencjalnego. Dalsze podążanie za „liderem cenowym” oznaczające przesunięcie  $i_c$  w dół wzmocniałoby ten proces.

W bardziej optymistycznym wariantcie drugim, który ilustruje rysunek 2, można założyć, że ograniczenie inflacji (przejście od pkt. A do pkt. B a następnie pkt. C) zostaje odebrane przez przedsiębiorstwa, jako poprawa warunków produkcji, co oznaczałoby przesunięcie linii podaży  $s_0$  na pozycję  $s_1$ . Takie zachowanie podmiotów gospodarczych jest bardziej prawdopodobne przy założeniu pełnej giętkości cen i płac. Przy danej krzywej popytu  $d_2$  efekt poprawy warunków produkcji rozłożyłby się wówczas pomiędzy dalszy spadek stopy inflacji oraz wzrost wielkości realnej produkcji. Położenie pkt. D określające proporcje wpływu poprawy warunków produkcji na spadek inflacji i wzrost produkcji zależne jest od nachylenia krzywej  $d_2$ . Ewentualny wzrost realnych dochodów mógłby z czasem doprowadzić do przesunięcia krzywej popytu na pozycję  $d_3$ , co oznaczałoby zrównanie się produkcji rzeczywistej z produkcją potencjalną przy inflacji na poziomie  $i_c$ . W pkt. E gospodarka osiągnęłaby stan długookresowej równowagi, przy pełnym zatrudnieniu czynników produkcji i przy poziomie inflacji trwale niższym od poziomu  $i_n$ .

Trudno określić, w jakim stopniu realistyczny jest drugi wariant reakcji gospodarki na politykę ograniczenia inflacji poniżej poziomu  $r_n$ . Wydaje się, iż jest on bardziej prawdopodobny w sytuacji, gdy restrykcyjnej polityce pieniężnej odpowiada polityka fiskalna, bazująca na obniżkach stóp opodatkowania. Mamy wówczas do czynienia z sytuacją opisywaną przez zwolenników tzw. ekonomii strony podaźowej (supply side economics). W warunkach jednak niskich stóp inflacji, wysoce zmonopolizowanych rynków oraz niskiej skłonności władz gospodarczych największych krajów EU-15 do obniżek stóp opodatkowania bardziej prawdopodobny wydaje się wariant zakładający, że przedsiębiorstwa zareagują na ograniczenie wielkości planowanych wpływów (przy sztywnych kosztach płacowych) ograniczeniem dostarczanej na rynek produkcji. Zatem równowaga gospodarcza będzie na rysunku 1 przesunęła się raczej z pkt. C do pkt. E. W takim wypadku pojawia się jednak pytanie o sens wytrącania gospodarki z równowagi w pkt. B, jeśli korzyści z redukcji inflacji są niewielkie, natomiast straty w dziedzinie produkcji mogą okazać się duże?



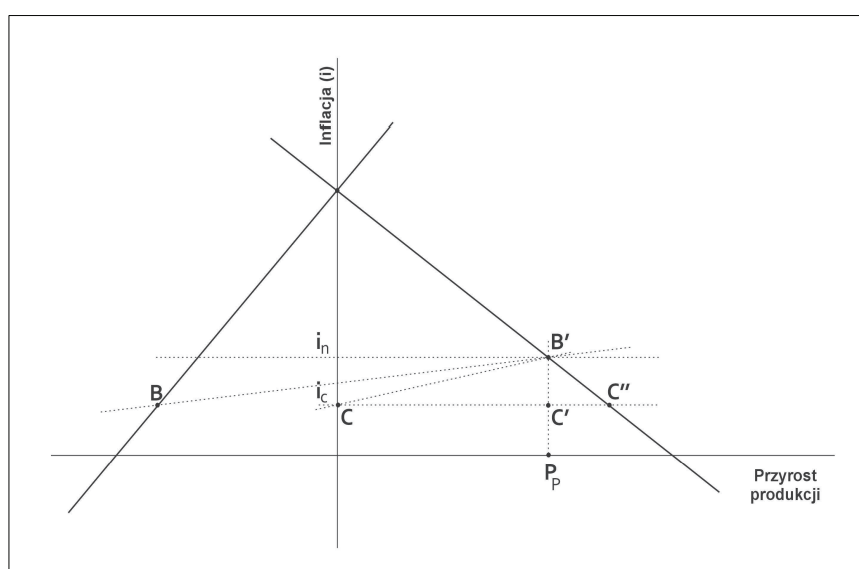
**Rysunek 2. Skutki polityki dezinflacyjnej w sytuacji giętkich cen i płac**

Źródło: opracowanie własne.

Rys. 3 stanowi syntetyczne ujęcie zaprezentowanych wyżej wariantów polityki dezinflacyjnej z pełniejszym uwzględnieniem zjawisk towarzyszących tej polityce. Podjęcie w punkcie A decyzji o redukcji inflacji może wywołać efekty diametralnie różne w zależności od charakteru gospodarki. W gospodarkach 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)<sup>12</sup> korzyści z jej redukcji mogą być nawet tak duże, że gospodarka zmierzająca od punktu A do punktu B` początkowo nie tylko nie wykaże spadku tempa wzrostu produkcji ale może nawet go zwiększać. 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 C` (wpływ zakotwiczonych oczekiwań inflacyjnych, pozwalających utrzymywać realne stopy procentowe na niskim poziomie). Istnieje jednak ryzyko przesuwania się równowagi do punktu

<sup>12</sup> Zob. D. E. Thornton, *The Cost and Benefits of Price Stability: An Assessment of Howitt's Rule*, "Federal reserve Bank of St. Louis Review", March/April 1996, s. 57 i dalej.

$C^{13}$ , co będzie wynikało z wyczerpywania się korzyści jakie gospodarka mogła odnieść z niższej inflacji. 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, nie sprzyjającemu ożywieniu koniunktury.



**Rysunek 3. Warianty dochodzenia do równowagi gospodarczej po okresie forsownego tłumienia inflacji**

Źródło: opracowanie własne.

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 wprawdzie niski poziom inflacji, ale jednocześnie

<sup>13</sup> Mało prawdopodobny jest ruch w kierunku punktu  $C''$  a więc sytuacja gdy przekroczeniu potencjalnej wielkości towarzyszy spadek inflacji.

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 zbyt 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').

#### HIPOTEZA INFLACJI NEUTRALNEJ A CEL INFLACYJNY EBC

Z podjętej analizy wpływu polityki antyinflacyjnej na warunki gospodarowania wynika, że skutkiem nastawienia polityki gospodarczej na bezwzględne tłumienie inflacji może być utrwalanie się w gospodarce tendencji stagnacyjnych oraz wzrost bezrobocia<sup>14</sup>. 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.

Jak się wydaje, polityka EBC powinna ewaluować od polityki nastawionej na bezwzględne tłumienie inflacji w kierunku polityki ochrony wzrostu gospodarczego w warunkach ustabilizowanej, nie zakłócającej tego wzrostu inflacji, nazywanej tu inflacją neutralną. Elementem tej polityki powinna stać się zmiana zasad określania celu inflacyjnego EBC, zrywająca z dogmatyzmem doktrynalnym, narzucającym EBC sztywne, aprioryczne reguły działania, na rzecz reguł opartych na obserwacji wieloletnich zależności pomiędzy

---

<sup>14</sup> Zob. też: P. Bofinger, *The Stability and Growth Pact Neglects the Policy Mix between Fiscal and Monetary Policy*, "Intereconomics", January/February 2003, s. 4 i nast.

zachowaniem się cen, stopy wzrostu gospodarczego oraz stopy wykorzystania zdolności wytwórczych.

Stąd wydaje się, że jakkolwiek słuszna jest podejmowana przez Europejski Bank Centralny polityka ograniczenia inflacji, to jednak polityka ta nie może być formułowana w taki sposób, aby nie uwzględniać specyfiki cenowej poszczególnych krajów zwłaszcza tych, które mają szansę szybszego rozwoju w warunkach nieco wyższej inflacji. Uelastycznienie polityki stabilizacji cen powinno polegać na odejściu w praktyce Europejskiego Banku Centralnego od formułowania celu inflacyjnego w oparciu o rozważania teoretyczne i przyjęciu zasady, że cel ten jest ustalany na podstawie obserwacji dotychczasowych zmian cen w krajach Eurolandu i towarzyszącego tym zmianom przebiegu realnych procesów gospodarczych, zwłaszcza odzwierciedlonych kształtowaniem się wskaźników sukcesu gospodarczego<sup>15</sup>. Należy wykluczyć zwłaszcza możliwość wyznaczania dolnego przedziału celu inflacyjnego EBC na poziomie 0 proc., gdyż brak jest przykładów większych gospodarek, które przy braku inflacji rozwijałyby się dynamicznie i wykazywały wysoki stopień wykorzystania zdolności produkcyjnych. Bardziej uzasadnione wydaje się ustalenie oddzielnie celu inflacyjnego dla każdego kraju na poziomie wskaźnika inflacji neutralnej a następnie sumarycznego wskaźnika dla wszystkich krajów strefy euro. Dla danego roku kalendarzowego cel inflacyjny EBC mógłby być ustalany na podstawie obserwacji stóp inflacji oraz wskaźników wzrostu gospodarczego i stopnia wykorzystania zdolności produkcyjnych krajów Eurolandu z ostatnich 5-10 lat, co stabilizowałoby oczekiwania inflacyjne.

Wprowadzenie tego typu zmian w dziedzinie zasad ustalania celu inflacyjnego spowodowałoby przede wszystkim, że EBC nie postrzeżałby nieco wyższej inflacji notowanej w krajach posiadających najdynamiczniej rozwijające się gospodarki (wykazujących nieco wyższy poziom inflacji neutralnej) jako podstawy do zaostrzania polityki pieniężnej. Kraje te rozwijałyby się szybciej z korzyścią dla całego ugrupowania integracyjnego. Polityka ta (w powiązaniu z ewentualną modyfikacją kryteriów fiskalnych) dałaby również możliwość szerszego wykorzystania w krajach Eurolandu popytu wewnętrznego jako stymulatora rozwoju, co wydaje się istotne, biorąc pod uwagę zarówno wielkość tego rynku, jak i jego znaczenie w gospodarce globalnej. Również największe gospodarki ugrupowania (Niemcy, Francja) uzyskałyby szansę szybszego rozwoju i pełniejszego wykorzystania swoich możliwości produkcyjnych z korzyścią dla innych krajów członkowskich.

---

<sup>15</sup> Zob. J. L. Bednarczyk, *Remarks....*

*Jan L. Bednarczyk*

**NEUTRAL INFLATION HYPOTHESIS AND ECONOMIC GROWTH  
PROBLEMS IN THE EURO ZONE COUNTRIES**

(Summary)

The aim of this paper is to answer the questions whether ECB shouldn't resign of rigid inflation controlling in favour of more flexible monetary policy, taking into account price specificity of Eurozone member countries; especially observed there historical interrelationships between inflation and economic growth. It seem, that thesis as if each level of inflation, higher then official ECB target, were dangerous for economy, is false. Typical for each country is probably different level of inflation, which can co-exist with higher level of economic growth. Instead of adhering to arbitrary established inflation target, ECB should focus in its policy rather on neutral rate of inflation (Non-Decelerating Economic Growth Rate of Inflation (NDEGRI) concept, more friendly for economic growth needs.