

Przemysław Pacześ

Polityka pieniężna a polityczny cykl koniunkturalny

Istnieje szereg teorii wyjaśniających występowanie cyklu koniunkturalnego czynnikami politycznymi. Przeważa w nich pogląd, że obserwowane w gospodarce wahania różnych wielkości ekonomicznych są indukowane działaniami sprawujących władzę polityków, którzy wykorzystując politykę makroekonomiczną dążą do osiągnięcia celów politycznych. Dominuje przekonanie, iż decydenci w pierwszej kolejności korzystają z instrumentów polityki fiskalnej, choć w literaturze ekonomicznej wskazuje się również na możliwość wykorzystywania w tym celu polityki monetarnej. Choć analizy w tej materii nie są jeszcze tak zaawansowane, jak studia związane z oddziaływaniem przez decydentów na kształt polityki fiskalnej, wydaje się, że większość badaczy z założenia odrzuca możliwość politycznie motywowanej manipulacji instrumentami polityki pieniężnej, jeżeli znajduje się ona w gestii niezależnego banku centralnego.

Na przestrzeni lat następowało wiele zmian w zakresie koncepcji polityki pieniężnej. W poszczególnych okresach dominowały zróżnicowane teorie, przypisujące często odmienne znaczenie dyskrejonalnym aspektom polityki pieniężnej. Choć obecnie przeważa pogląd, że tylko w pełni niezależny bank centralny może prowadzić skuteczną i efektywną politykę pieniężną, a jego działania powinny być przejrzyste i przewidywalne, to jednak w literaturze istnieje wiele wątpliwości związanych z niezależnością banku centralnego. W szczególności wskazuje się na możliwość wykorzystania przez władze banku centralnego polityki pieniężnej w celu realizacji interesów politycznych.

W niniejszym opracowaniu dokonano przeglądu teorii polityki pieniężnej ze szczególnym uwzględnieniem jej aspektów instytucjonalnych. W dalszej kolejności podjęto próbę weryfikacji hipotezy dotyczącej możliwości wykorzystywania przez bank centralny instrumentów dyskrejonalnych implikujących powstawanie w gospodarce fluktuacji o charakterze politycznym.

1. Ewolucja teorii polityki pieniężnej

Współczesny kształt polityki pieniężnej jest w dużym stopniu wynikiem zarówno ewolucji teorii makroekonomicznych, jak i badań empirycznych.⁸² Nie jest istotne, czy następujące po sobie koncepcje powinny być traktowane jako wykluczające się, jak uważa T. Humphrey⁸³, czy też tak jak uważa A. Wojtyna⁸⁴ powinno się podkreślać ich łączny charakter. Analiza rozwoju poszczególnych doktryn stanowi jednak z całą pewnością podstawę do prawidłowej analizy obecnego charakteru polityki makroekonomicznej, ze szczególnym uwzględnieniem jej aspektów politycznych.

Teorie ekonomiczne, które można interpretować jako początki polityki pieniężnej zostały sformułowane jeszcze przez merkantylistów. Wpływ ilości pieniądza w obiegu na rozwój handlu przedstawiał już J. Law w pracy pod tytułem: „*Money and Trade Considered with a Proposal for Supplying the Nation with Money*”⁸⁵. Jego zdaniem zwiększenie ilości pieniądza w obiegu, które w rezultacie wywołuje wzrost globalnego popytu, powoduje taką zmianę położenia krzywej globalnej podaży, że ustalony zostaje nowy stan równowagi z tym samym poziomem cen, lecz z wyższym poziomem produkcji. Zakłada się jednak niezmiennie przychody oraz stałą cenę niewykorzystanych czynników produkcji. Idąc tym tokiem rozumowania, należy stwierdzić, że pieniądz występujący w postaci kruszcu powinien zostać zastąpiony pieniądzem emitowanym przez banki, aby jego podaż nie była uzależniona od dostępności kruszcu. Banki teoretycznie mogłyby emitować pieniądz w postaci kredytów przeznaczonych na finansowanie produkcji, które byłyby zabezpieczone zakładanymi przychodami. Dzięki temu wzrost podaży pieniądza odpowiadałby zmianom popytu, a wtedy jego siła nabywcza pozostawałaby stała.

Zmieniające się warunki gospodarcze, powiązane z rewolucją przemysłową XVIII wieku, doprowadziły do ukształtowania się nowych poglądów w zakresie ówczesnej polityki pieniężnej. Jako przykład można przedstawić ilościową teorię pieniądza, której reprezentantem był D. Hume.⁸⁶ Według niego, wraz ze wzrostem podaży pieniądza następuje zbyt duży wzrost realnych zasobów pieniężnych podmiotów gospodarczych.

⁸² A.C.F.J. Houben, *The evolution of Monetary Policy Strategies in Europe*, Kluwer, Boston 2000.

⁸³ T. M. Humphrey, *Mercantilists and Classics: Insights from Doctrinal History – Annual Report*, Federal Reserve Bank of Richmond, Richmond 1998.

⁸⁴ A. Wojtyna, *Ewolucja keynesizmu a główny nurt ekonomii*, PWN, Warszawa 2000.

⁸⁵ J. Law, *Money and Trade Considered with a Proposal for Supplying the Nation with Money*, 1705.

⁸⁶ D. Hume, *Political Discourses*, Edinburgh 1752.

Następstwem tego w krótkim okresie jest wzrost wydatków tych podmiotów, co w rezultacie prowadzi do wzrostu globalnego popytu. W takiej sytuacji, biorąc pod uwagę niedoskonałość informacji będącej w posiadaniu podmiotów ustalających ceny oraz pewną stałą szybkość obiegu pieniądza w gospodarce, reakcją na zmianę wielkości popytu będzie zwiększenie zatrudnienia i produkcji. W momencie, kiedy jednak nastąpi znaczne odchylenie od poziomu równowagi wielkości zasobu siły roboczej oraz zapasów produkowanych dóbr, ceny zostaną dostosowane do nowej rzeczywistości. Wynika z tego, że w długim okresie czasu pieniądź jest neutralny, choć w krótkim okresie mogą występować zmiany w jego podaży. W długim okresie nastąpi dostosowanie poziomu cen do nowej wartości podaży pieniądza oraz powrót produkcji do poziomu równowagi.

Według przedstawionej teorii, zadaniem polityki pieniężnej w długim okresie czasu jest kontrola inflacji, której przyczyny mają zawsze charakter monetarny. Zwolenników tej tezy cechowała jednak wiara w niezawodność rynku, dlatego zalecali prowadzenie takiej polityki pieniężnej, która zapewniłaby sprawne funkcjonowanie tego mechanizmu. Warto również zwrócić uwagę na koncepcję K. Wicksella przedstawiającą powiązanie zmian podaży pieniądza i poziomu cen z różnicą pomiędzy naturalną i rynkową stopą procentową.⁸⁷

W okresie pełnego zatrudnienia, równa krańcowej produktywności kapitału, naturalna stopa procentowa doprowadza do sytuacji równowagi realny poziom oszczędności i inwestycji. Realna stopa procentowa jest wynikiem gry popytu i podaży na kredyt bankowy. W długim okresie czasu, kiedy mamy do czynienia z równowagą na rynku, opisane wyżej stopy procentowe mają taką samą wartość. Jest to niezależne od istniejącej w danym momencie podaży pieniądza. W sytuacji, gdy stopa kredytowa będzie miała niższą wartość od stopy naturalnej, czego przyczyną może być zwiększona podaż pieniądza, popyt na kredyt będzie przewyższał całkowitą sumę złożonych w bankach depozytów. Jeśli w tym momencie banki zdecydują się na zwiększenie emisji banknotów w celu zaspokojenia tego popytu, to na rynku towarowym nastąpi wzrost cen, wynikający ze zwiększonego zapotrzebowania na różnego rodzaju dobra. W systemie pieniądza kruszcowego i przy założeniu, że stosunek kruszcu będącego w obiegu do wartości transakcji nie ulegnie zmianie, opisany wzrost cen doprowadzi do zwiększonego popytu na zasoby kruszcu. Z obawy przed spadkiem rezerw kruszcu, banki prawdopodobnie podniosą rynkową stopę procentową. Przedstawiciele ekonomii klasycznej akcentowali neutralny charakter pieniądza w stanach równowagi długookresowej, choć potrafili również dostrzec

⁸⁷ M. Blaug, *Teoria ekonomii*, PWN, Warszawa 1994.

pewne krótkookresowe odchylenia od równowagi.⁸⁸ Byli jednak przekonani, że prowadzona polityka pieniężna nie powinna ingerować w długookresowe, sprawne funkcjonowanie mechanizmu rynkowego.

Poglądy klasyków zostały w późniejszym okresie skrytykowane przez J. M. Keynesa w „*Ogólnej teorii zatrudnienia, procentu i pieniądza*”. Podstawą tej krytyki był trudny do wyjaśnienia na podstawie teorii klasycznych kryzys gospodarczy, który miał miejsce w latach trzydziestych XX wieku. Według Keynesa ważną rolę w procesie transmisji impulsów pieniężnych odgrywają oczekiwania i niepewność dotycząca przyszłości. Jego zdaniem spadek stopy procentowej nie będzie wynikiem wzrostu podaży pieniądza, jeżeli preferencja płynności będzie powiększała się szybciej niż ilość pieniądza w obiegu. Jeżeli nawet nastąpi spadek stopy procentowej, to nie spowoduje to wzrostu inwestycji, jeżeli będzie miało miejsce gwałtowniejsze od spadku stopy procentowej, przesunięcie się w dół krzywej krańcowej efektywności kapitału. Wzrost inwestycji nie spowoduje również wzrostu zatrudnienia, jeśli zmniejszy się skłonność do konsumpcji. Ważną rolę odgrywa tu pojęcie preferencji płynności, która kształtowana jest przez różne motywy. Motyw transakcyjny wraz z motywem przezorności tworzą zapotrzebowanie na taką ilość pieniądza, która jest uzależniona od skali dochodu nominalnego i aktywności gospodarczej.⁸⁹ Motyw spekulacyjny może natomiast prowadzić do zmiany stopy procentowej poprzez wpływ na przewidywania podmiotów gospodarczych dotyczące przyszłych decyzji władz monetarnych. Ważnym elementem teorii Keynesa jest mechanizm kształtowania cen. Jest on uzależniony od wielkości wynagrodzenia czynników produkcji wchodzących w skład kosztu krańcowego, jak również od poziomu zatrudnienia. Według Keynesa, kiedy istnieje bezrobocie, wzrost podaży pieniądza nie ma żadnego wpływu na ceny. Może on jedynie wpływać na zatrudnienie poprzez wzrost realnego popytu. Dopiero w sytuacji pełnego zatrudnienia wzrost cen i płac jednostkowych będzie wprost proporcjonalny do wzrostu efektywnego popytu. W rezultacie polityka pieniężna powinna być jednym z elementów wpływających na realizację postulatu pełnego zatrudnienia, choć jak zauważył Keynes, nie jest możliwe, aby sama polityka pieniężna była w stanie zrealizować ten cel.⁹⁰

Keynesizm był doktryną dominującą w okresie od drugiej wojny światowej do początku lat siedemdziesiątych, choć w tym czasie przeszedł wiele przemian. Do najważniejszych zmian można zaliczyć włączenie do modelu keynesowskiego krzywej

⁸⁸ T.M. Humphrey, *Money, Banking and Inflation*, Edward Elgar, Aldershot 1993.

⁸⁹ J. M. Keynes, *Ogólna teoria zatrudnienia, procentu i pieniądza*, PWN, Warszawa 1985.

⁹⁰ Ibidem

Phillipsa. Spowodowało to odmienny charakter analizy inflacji, łącząc ją z analizą zatrudnienia. Wzrost globalnego popytu, oddziałując na zatrudnienie miał teraz również wpływ na stopę inflacji. Wraz z początkiem lat siedemdziesiątych XX wieku keynesizm został poddany ostrej krytyce. Przyczyną tego był między innymi fakt błędnych prognoz, dotyczących skutków kryzysu na rynku surowców (gwałtowny wzrost cen ropy naftowej w 1973 roku), jak również pojawienie się nowych, odmiennych nurtów makroekonomicznych.⁹¹

W reakcji na myśl ekonomiczną kształtowaną przez zwolenników teorii keynesowskiej, już w latach pięćdziesiątych XX wieku pojawił się nowy nurt ekonomii, który później został określony jako „monetaryzm”.⁹² Jak zauważa J. B. DeLong, w rzeczywistości istniało kilka odmian tego kierunku.⁹³ Analizując tzw. „monetaryzm konserwatywny”, można wyróżnić trzy główne etapy jego rozwoju.

Za początek pierwszego przyjmuje się 1956 rok, czyli czas kiedy została opublikowana praca M. Friedmana przedstawiająca podstawowe idee kierunku. Monetaryści twierdzili, że zmiany dochodu nominalnego są powodowane zmianami podaży pieniądza. Według ich teorii, występujący w gospodarce popyt na pieniądź jest raczej stabilny, a większa część zakłóceń tej stabilności jest spowodowana działaniami władzy monetarnej, kształtującej podaż pieniądza. Zmiana tego parametru wpływa z pewnym opóźnieniem na wielkość dochodu nominalnego, co oznacza, że dyskrejonarna polityka pieniężna może mieć niepożądany wpływ na sferę realną.

Kolejny etap rozwoju monetaryzmu jest ściśle powiązany z analizą krzywej Phillipsa.⁹⁴ Na zjeździe Amerykańskiego Stowarzyszenia Ekonomicznego w 1967 r. Friedman skrytykował ideę krzywej Phillipsa. Podobną krytykę pod jej adresem wyraził również E. S. Phelps.⁹⁵ Powodem tego były między innymi uwarunkowania gospodarcze występujące w USA, jak i w Wielkiej Brytanii na przełomie lat sześćdziesiątych i siedemdziesiątych, kiedy to wzrost inflacji towarzyszył zwiększającej się stopie bezrobocia. Stwierdzono zatem, że nie istnieje długookresowa

⁹¹ R. E. Lucas, T. J. Sargent, *After Keynesian macroeconomics*, w: *After the Philips Curve: Persistence of High Inflation and High Unemployment*, Federal Reserve Bank of Boston, Boston 1978.

⁹² K. Brunner, *The Role of Money and Monetary Policy*, Federal Reserve Bank of St. Louis, 1968.

⁹³ Różne warianty monetaryzmu zostały opisane w pracy: DeLong J. B., *The Triumph of Monetarism?*, „Journal of Economic Perspectives”, 2000, No. 14.

⁹⁴ A. W. Phillips, *The Relation between Unemployment and the Rate of Change of Money Wage Rates in the United Kingdom, 1861-1957*, „Economica”, 1958, No. 25, s. 283-289.

⁹⁵ E. S. Phelps, *Phillips Curves, Expectations of Inflation and Optimal Unemployment Over Time*, „Economica”, 1967, No. 34, s. 254-281.

zależność pomiędzy bezrobociem a inflacją, co miało poważny wpływ na zalecenia dotyczące ówczesnej polityki pieniężnej. Zakładając przyjęte przez monetarystów istnienie oczekiwań inflacyjnych byłoby można dojść do wniosku, że ekspansywna polityka pieniężna może mieć wpływ na poziom zatrudnienia tylko i wyłącznie w krótkim okresie czasu, gdy wzrost inflacji będący jej efektem nie został przewidziany. Chęć utrzymania stałego wzrostu zatrudnienia wymagałaby coraz wyższego tempa wzrostu podaży pieniądza, co w rezultacie doprowadziłoby do hiperinflacji. Ostatni etap rozwoju monetaryzmu miał miejsce w latach siedemdziesiątych XX wieku i był ściśle powiązany z upadkiem systemu walutowego z Bretton Woods.⁹⁶ Można go wyodrębnić z powodu dodania do wcześniejszych teorii stanowiska monetarystów w sprawie bilansu płatniczego oraz kursu walutowego.⁹⁷

Na uwagę zasługuje fakt, że podstawą mechanizmu transmisji w teorii monetarystycznej jest ilościowa teoria pieniądza. W długim okresie czasu, inflacja jest wynikiem zmian podaży pieniądza, a szybkość reakcji sfery realnej na działania podejmowane w ramach polityki pieniężnej jest zróżnicowana i uzależniona od oczekiwań. Z tego powodu decyzje władz monetarnych powinny być przejrzyste oraz powinny prowadzić do realizacji wytyczonych wcześniej celów.

W latach siedemdziesiątych na kanwie twierdzeń monetarystycznych wyrosła nowa szkoła myśli ekonomicznej znana pod nazwą nowej ekonomii klasycznej.⁹⁸ Podstawą jej funkcjonowania były teorie weryfikowane za pomocą modeli makroekonomicznych opartych o podstawowe prawa mikroekonomii. Do jej najważniejszych elementów należą założenia mówiące o ciągłym równoważeniu się rynków, jak i o potrzebie uwzględniania sposobu postrzegania danych ekonomicznych przez podmioty gospodarcze. Istotną rolę odgrywa tu również pojęcie hipotezy racjonalnych oczekiwań.⁹⁹ Według przedstawicieli nowej ekonomii klasycznej, systematycznie prowadzona polityka pieniężna nie jest w stanie pełnić funkcji stabilizacyjnej. Wynika to z faktu, że jeśli podaż pieniądza jest kształtowana przez władze monetarne według pewnych, znanych zasad, to podmioty gospodarcze będąc w stanie ją przewidzieć, podejmują na jej podstawie działania, wpływające na poziom globalnej produkcji

⁹⁶ P. R. Krugman, M. Obstfeld, *International Economics - Theory and Policy*, Addison-Wesley, 2000.

⁹⁷ M. Goodfriend, R. G. King, *The New Neoclassical Synthesis and the Role of Monetary Policy*, Working Paper, Richmond, Federal Reserve Bank of Richmond, 1998, No. 5.

⁹⁸ B. Snowdon, H. Vane, P. Wynarczyk, *Współczesne nurty teorii makroekonomii*, PWN, Warszawa 1998.

⁹⁹ E. Freyberg, *Teoria racjonalnych oczekiwań*, „Monografie i Opracowania”, nr 289, SGPiS, Warszawa 1989.

i bezrobocia. Zgodnie z powyższą teorią tylko niemożliwa do przewidzenia polityka pieniężna może mieć istotny wpływ na sferę realną.¹⁰⁰ Z drugiej strony, antycypacyjny charakter zachowań podmiotów gospodarczych wskazuje, iż charakter polityki pieniężnej powinien uwzględniać fakt, że oddziałuje ona na oczekiwania dotyczące jej przyszłego kształtu. Jest to ściśle powiązane z jej wiarygodnością.

Na lata osiemdziesiąte XX wieku przypada rozwój teorii realnego cyklu koniunkturalnego.¹⁰¹ Jej głównym założeniem jest to, że podstawowe źródło fluktuacji poziomu produkcji i zatrudnienia w gospodarce stanowią zaburzenia po stronie podaży. Wynikają one przede wszystkim z niedających się przewidzieć zmian tempa postępu technicznego. Skutkiem tego są wahania wielkości produkcji i zatrudnienia, ponieważ podmioty gospodarcze, reagując na zmiany będące wynikiem szoków podażowych, podejmują decyzje w oparciu o przesuniętą krzywą łącznej podaży oraz zmiany cen spowodowane względnymi zmianami w zakresie podaży pracy i konsumpcji.

Podstawowym wnioskiem, wynikającym z tego podejścia, z punktu widzenia polityki pieniężnej jest fakt, że mimo sprawnego mechanizmu rynkowego możliwe są fluktuacje poziomu produkcji, jeżeli występujący w gospodarce postęp techniczny będzie miał stochastyczny charakter. Wynika z tego, że sam fakt istnienia takich wahań nie daje podstaw do prowadzenia polityki stabilizacyjnej.¹⁰²

Krytyka myśli ekonomicznej, prezentowanej przez zwolenników szkoły realnego cyklu koniunkturalnego jak i przedstawicieli nowej ekonomii klasycznej, przyczyniła się w połowie lat osiemdziesiątych do odrodzenia teorii Keynesa. Podstawą nowej ekonomii keynesistowskiej była próba oparcia dotychczasowego punktu widzenia o fundamenty mikroekonomiczne. Z uwagi na dość skomplikowany charakter tego nurtu, niektórzy ekonomiści kwestionowali zasadność określenia „nowa ekonomia keynesistowska”.¹⁰³ W drugiej połowie lat dziewięćdziesiątych M. Goodfriend i R. G. King uznali za właściwe określenie „nowa synteza neoklasyczna”. Inni jednak, do których zalicza się na przykład J. Gali, traktują oba pojęcia jako równoważne.¹⁰⁴

¹⁰⁰ R. J. Gordon, *Recent Developments in the Theory of Inflation and Unemployment*, "Journal of Monetary Economics", 1976, No. 2, s. 185-219.

¹⁰¹ J. B. Long, C. I. Plosser, *Real Business Cycles*, "Journal of Political Economy", 1983, No. 91, s. 39-69.

¹⁰² G. W. Stadler, *Real Business Cycles*, "Journal of Economic Literature", 1994, No. 32, s. 1754-1783.

¹⁰³ A. Wojtyna, *Ewolucja keynesizmu a główny nurt ekonomii*, PWN, Warszawa 2000.

¹⁰⁴ J. Gali, T. Monacelli, *Monetary Policy and Exchange Rate Volatility in a Small Open Economy*, Boston College, Boston 2002.

Podstawowy model opisywanego nurtu myśli ekonomicznej, wykorzystywany w celu analizy polityki pieniężnej, zawiera założenie, iż gospodarstwa domowe w swoich działaniach dążą do optymalizacji funkcji użyteczności o argumentach takich jak zasoby finansowe, czas pracy i wielkość konsumpcji.¹⁰⁵ Z uwagi na zróżnicowane zasoby siły roboczej, gospodarstwa domowe są w pewnym stopniu monopolistami na rynku pracy. Tłumaczy to wprowadzenie przez G. A. Calvo supozycji dotyczącej lepkości płac.¹⁰⁶

Według zwolenników nowej ekonomii keynesistowskiej, egzogeniczny impuls monetarny może mieć wpływ na wielkość produkcji tylko wtedy, gdy jego skutkiem jest zmiana bieżącej, krótkookresowej, realnej stopy procentowej, bądź oczekiwań dotyczących jej przyszłej wartości. Również nieoczekiwany wzrost łącznego popytu, będący skutkiem działań polityki pieniężnej, wywiera wpływ na wzrost poziomu produkcji i zatrudnienia ze względu na wyższą wartość kosztu krańcowego. Nie jest jednak wskazane, aby w przypadku polityki pieniężnej opartej w głównej mierze na instrumencie stopy procentowej koncentrować się wyłącznie na analizie szoków monetarnych.¹⁰⁷

Zarówno we współczesnej literaturze teoretycznej, jak i w empirycznych analizach polityki pieniężnej dominuje obecnie podejście, że celem polityki pieniężnej musi być stabilizacja inflacji lub poziomu cen. Coraz częściej bierze się jednak również pod uwagę jej wymiar instytucjonalny. Istnieje ryzyko, iż bez względu na założone cele globalne, banki centralne mogą być wykorzystywane do realizacji partykularnych interesów politycznych. Dyskrecjonalne działania władzy monetarnej prowadzą z kolei do sytuacji, w której podmioty gospodarcze nie są w stanie przewidzieć wzorca polityki pieniężnej, co z kolei może wywołać destabilizację ich oczekiwań. W przypadku tego typu działań subiektywizm banku centralnego oraz opóźnienia czasowe mogą prowadzić do sytuacji, że nawet właściwe decyzje monetarne, osiągając zakładane efekty, mogą już nie być aktualne.

2. Instytucjonalny wymiar polityki pieniężnej

Pierwsze dyskusje nad zagadnieniem prowadzenia polityki pieniężnej prowadzone były już pomiędzy klasykami a zwolennikami teorii merkantylistycznej. W rezultacie

¹⁰⁵ R. H. Clarida, J. Gali, M. Gertler, *The Science of Monetary Policy: A New Keynesian Perspective*, "Journal of Economic Literature", 1999, No. 37, s. 1661 – 1707.

¹⁰⁶ G. A. Calvo, *Staggered Prices in a Utility – Maximizing Framework*, "Journal of Monetary Economics", 1983, No. 12, s. 383 – 398.

¹⁰⁷ C. A. Favero, *Applied Macroeconometrics*, Oxford University Press, Oxford 2001.

zwyciężyła opinia, iż gospodarka posiada samoistną zdolność dochodzenia do stanu równowagi nawet w sytuacji, gdy okresowo występują pewne zaburzenia. Z tego punktu widzenia dyskrejonalny charakter polityki pieniężnej byłby elementem destabilizującym proces przywracania homeostazy.

Jak zauważa W. Eucken¹⁰⁸ „Brak wiedzy, słabość w obliczu nacisków grup interesów i opinii publicznej, fałszywe teorie – wszystko to może wpływać na ich (władzy monetarnej) osąd i stać się poważną przeszkodą w realizacji ich celów”. Według Friedmana¹⁰⁹, niepełny zasób informacji o gospodarce podmiotu prowadzącego politykę pieniężną, jak również trudne do przewidzenia efekty jego działań sprawiają, że dyskrejonalny sposób prowadzenia polityki pieniężnej zamiast prowadzić do osiągnięcia lepszych wyników może być źródłem dodatkowych zaburzeń.

Z drugiej strony, jak argumentowali zwolennicy dyskrejonальной polityki pieniężnej, wprowadzenie konkretnych reguł uniemożliwia jej odpowiednią reakcję na nieoczekiwane, negatywne wydarzenia gospodarcze. Trudno również ustalić właściwe reguły postępowania, gdy nie dysponuje się pełną informacją z zakresu mechanizmu transmisji polityki pieniężnej.

Jedną z prób teoretycznego rozwiązania omówionych wyżej problemów była teoria opisująca tzw. *principal-agent problem*. Analizie poddane zostały wzajemne relacje pomiędzy mocodawcą oraz pełnomocnikiem. W przypadku polityki pieniężnej w roli mocodawcy powinno występować społeczeństwo (na przykład za pośrednictwem swoich przedstawicieli w parlamencie), które określa jej długookresowe cele. Rolę pełnomocnika odgrywa bank centralny, który otrzymuje te cele do realizacji. Według tej teorii, wykorzystuje on swoją wiedzę, doświadczenie oraz kontakty z rynkami finansowymi, co daje mu dostęp do informacji niedostępnych mocodawcy. Z tego powodu jest w stanie realizować nawet takie cele, które nie zostały mu oficjalnie przydzielone.

W ramach powyższej analizy stwierdzono, że nie ma potrzeby tworzenia sztywnych reguł, w ramach których powinien działać pełnomocnik. Lepszym rozwiązaniem jest odpowiedni system bodźców, stymulujących dyskrejonálne decyzje pełnomocnika w takim kierunku, który maksymalnie uwzględni interesy mocodawcy. Wystarczy zatem uzależnić wynagrodzenie prezesa banku centralnego od stopnia realizacji odpowiednich celów, aby otrzymać lepsze rezultaty, niż w przypadku sztywnego

¹⁰⁸ W. Eucken, *Grundsätze der Wirtschaftspolitik*, Mohr Siebeck, Tübingen 1952, s. 263.

¹⁰⁹ M. Friedman, *The role of monetary policy*, „American Economic Review”, 1968, No. 58, s. 1-17.

określenia zasad postępowania.¹¹⁰ W tym przypadku nie uwzględniono jednak bodźców o charakterze politycznym.

Na początku lat osiemdziesiątych XX wieku R. Barro i D. Gordon wykazali na podstawie swoich badań, iż w przypadku pozostawienia swobody decyzji z zakresu polityki pieniężnej bankowi centralnemu istnieje niebezpieczeństwo, że gospodarka nie będzie się znajdowała w sytuacji optymalnej.¹¹¹ Sformułowany przez nich problem tzw. niespójności w czasie stanowi dalszy ciąg badań zapoczątkowanych przez F. Kydlanda i E. Prescottta¹¹² będąc jednocześnie tematem wielu kolejnych opracowań naukowych. W ramach tej analizy powstawały jednakże również teorie podkreślające znaczenie niezależności banku centralnego, jako warunku skuteczności polityki pieniężnej.¹¹³

Podstawowym elementem modelu zaprezentowanego przez Barro i Gordona jest pokazana w formie funkcji kosztów Z (1.1), funkcja dobrobytu społecznego, która przyjmuje jednakową postać zarówno dla władz monetarnych, jak i podmiotów gospodarczych.¹¹⁴

$$Z = \lambda (U - U^d)^2 + \pi^2, \quad \text{gdzie } \lambda > 0 \quad (1.1)$$

Z postaci powyższej funkcji wynika, że źródłem kosztów społecznych jest odchylenie stopy bezrobocia U od jej docelowej wartości U^d , jak również odchylenie stopy inflacji π od jej wartości docelowej równej zero. Dodatnia korelacja (współczynnik $\lambda > 0$) powoduje, że wraz ze wzrostem tego odchylenia koszty społeczne rosną. Są one minimalizowane przy ograniczeniu, które przedstawia uzupełniona o oczekiwania krzywa Phillipsa (1.2).

$$U = U^n - \alpha (\pi - \pi^e), \quad \text{gdzie } \alpha > 0 \quad (1.2)$$

¹¹⁰ C. E. Walsh, *Monetary Theory and Policy*, The MIT Press, Cambridge 1998.

¹¹¹ R. J. Barro, D. B. Gordon, *Rules, Discretion and Reputation in a Model of Monetary Policy*, "Journal of Monetary Economics", 1983, No. 12, s. 101 – 121.

¹¹² F.E. Kydland, E.C. Prescott, "Rules Rather than Discretion: the Inconsistency of Optimal Plans", *Journal of Political Economy*, 1977, No. 85, s. 473-491.

¹¹³ H Berger., J. de Haan , S. C. W. Eijfnger, *Central Bank Independence: An Update of Theory and Evidence*, Working Paper, Munich, CESifo, 2000, No. 255.

¹¹⁴ R. J. Barro, D. B. Gordon, *A Positive Theory of Monetary Policy in a Natural Rate Model*, "Journal of Political Economy", 1983, No. 91 s. 589 – 610.

Przyjmuje się również założenie, że naturalna stopa bezrobocia (U^n) jest wyższa od stopy docelowej (U^d), co można zapisać wzorem:

$$U^d = k U^n, \text{ gdzie } 0 < k < 1 \quad (1.3)$$

Powyższe założenie pełni bardzo ważną rolę w teorii dynamicznej niespójności w czasie. Z powodu różnego rodzaju zniekształceń rynkowej alokacji zasobów w gospodarce, takich jak m.in. system podatkowy, czy transfery socjalne, ze społecznego punktu widzenia przesłanka o równości U^d i U^n byłaby nieefektywna. Wydaje się, że w praktyce nie jest możliwe, aby polityka fiskalna mogła funkcjonować przy założeniu alokacji zasobów opartych wyłącznie na prawach rynku.

W modelu przyjmuje się również założenie, że wszyscy mają dostęp do pełnej informacji. W efekcie podmioty gospodarcze znają funkcję celu prowadzonej polityki pieniężnej, władza monetarna posiada pełną kontrolę nad inflacją a w gospodarce nie występują żadne dodatkowe zaburzenia.

Podstawiając wzory (1.2) i (1.3) do funkcji celu, można odnaleźć jej optimum, które pojawia się dla stopy inflacji π^{opt} opisanej równaniem:

$$\pi^{opt} = \alpha \lambda (1 - k) U^n / (1 + \alpha^2 \lambda) + \pi^e \alpha^2 \lambda / (1 + \alpha^2 \lambda) \quad (1.4)$$

W sytuacji, gdy na rynku dominuje przekonanie, że dążeniem władz monetarnych jest zerowy poziom inflacji ($\pi^e = 0$), to jej optymalna wartość jest i tak wyższa od zera. Zgodnie z równaniem (1.2), niespodziewany wzrost inflacji obniża poziom bezrobocia, a zatem pierwszy składnik we wzorze (1.4) ma wartość wyższą od zera. Kiedy jednak mamy do czynienia z racjonalnymi oczekiwaniami (R) podmiotów prywatnych, to w takiej sytuacji π^{opt} jest równe wartości π^e . Wtedy inflacja π_R jest równa:

$$\pi_R = \alpha \lambda (1 - k) U^n \quad (1.5)$$

Oznacza to, że mimo wszystko, jej poziom jest wyższy od zera. Brak możliwości spowodowania niespodziewanej inflacji połączonej ze spadkiem stopy bezrobocia,

powoduje, że nie występują jakiegokolwiek korzyści społeczne, a jedynie dodatkowe koszty.¹¹⁵

Z powyższej analizy wynika, że nawet doskonałe informacje o gospodarce, jak również pełna zgodność celów władzy monetarnej i podmiotów prywatnych nie byłyby w stanie uchronić gospodarki przed negatywnymi konsekwencjami dyskrecjonalnej polityki pieniężnej. Praktyka jednak pokazuje, że taka zgodność raczej nie występuje, natomiast negatywnym następstwem dyskrecjonalnego charakteru polityki pieniężnej może być kreacja politycznego cyklu koniunkturalnego.

3. Cykl polityczny

Mianem *cyklu politycznego* określa się periodycznie powtarzające się wahania aktywności gospodarczej wywołane działaniem sprawujących władzę polityków. Termin *polityczny cykl koniunkturalny* pojawił się po raz pierwszy w 1943 roku w artykule autorstwa M. Kaleckiego.¹¹⁶ Na podstawie obserwacji przedwojennej gospodarki kapitalistycznej Kalecki sformułował pierwszą w historii ekonomii teorię politycznego cyklu koniunkturalnego. Współcześnie jednak *cykl polityczny* utożsamiany jest najczęściej z pojęciem *cyklu wyborczego*.

W ramach teorii cyklu politycznego próbuje się odnaleźć wyjaśnienie przyczyn oraz odnalezienie czynników mających wpływ na występowanie wahań koniunkturalnych. Zdaniem A. Alesiny¹¹⁷ większe prawdopodobieństwo występowania politycznie uwarunkowanych wahań koniunkturalnych ma miejsce w przypadku sprawowania rządów przez partie lewicowe niż prawicowe. K. Rogoff i A. Sibert¹¹⁸ oraz T. Persson i G. Tabellini¹¹⁹ uzależniają z kolei występowanie cyklu politycznego od kompetencji sprawujących władzę polityków oraz podkreślają znaczenie racjonalnych oczekiwań wyborców. A. Brender i A. Drazen¹²⁰ dowodzą natomiast, iż

¹¹⁵ Ibidem

¹¹⁶ M. Kalecki, *Political Aspects of Full Employment*, "Political Quarterly", 1943, No. 14, s. 322-331.

¹¹⁷ A. Alesina, *Macroeconomic Policy in a Two Party System as a Repeated Game*, "Quarterly Journal of Economics", No. 102, 1987, s. 651-678.

¹¹⁸ K. Rogoff, A. Sibert, *Elections and Macroeconomic Policy Cycles*, "Review of Economic Studies", No. 55, 1998, s. 1-16.

¹¹⁹ T. Persson, G. Tabellini, *Political Economics: Explaining Economic Policy*, MIT Press, Cambridge 2000.

¹²⁰ A. Brender, A. Drazen, *Where Does the Political Business Cycle Really Come From?*, "Journal of Monetary Economics", 2005, No. 52 (7), s. 1271-1295.

polityczny cykl koniunkturalny występuje głównie w krajach o niższym poziomie rozwoju gospodarczego.

W latach 70-tych XX wieku wykształciły się dwa podstawowe nurty teorii cyklu politycznego opartego o mechanizm wyborczy. Istotną różnicę pomiędzy nimi stanowiła polityczna motywacja do dokonywania cyklicznych zmian polityki gospodarczej państwa. Można wyróżnić teorie cyklu, u podstaw których leżą różnice ideologiczne pomiędzy partiami politycznymi, jak również zachowania oportunistyczne.

W ramach teorii różnic ideologicznych, przyjmuje się, iż partie działają w interesie swojego zaplecza politycznego, czyli partie lewicowe w interesie związków zawodowych, natomiast partie prawicowe w interesie pracodawców. W rezultacie partie lewicowe dążą do utrzymania niskiej stopy bezrobocia, natomiast partie prawicowe do jak najniższej inflacji. Jak wynika z krzywej Philipsa wymienione cele są wzajemnie sprzeczne, co powoduje, iż kolejne zmiany rządów z prawicowych na lewicowe i odwrotnie warunkują pojawienie się cyklu.¹²¹

Pomimo że wymienione argumenty wydają się przekonujące, istnieją nieliczne dowody empiryczne potwierdzające istnienie tego rodzaju cyklu. Znacznie częściej można spotkać wyniki badań potwierdzające występowanie cyklu politycznego opartego na oportunistycznych zachowaniach sprawujących władzę polityków. W ramach oportunistycznych teorii cyklu twierdzi się, iż wyborcy udzielają poparcia sprawującym władze politykom, tylko w przypadku dobrej koniunktury. Partie rządzące mogą zatem zwyciężyć, jeżeli uda im się poprawić sytuację gospodarczą na krótko przed wyborami. Prekursorem badań w zakresie oportunistycznych teorii cyklu politycznego jest W. Nordhaus. Wprawdzie w ciągu ostatnich trzydziestu lat pojawiło się wiele opracowań podejmujących tą problematykę, model Nordhaus'a stanowi nadal odniesienie dla tego rodzaju badań.¹²²

W dalszej części opracowania pojęcie politycznego cyklu koniunkturalnego zostanie zawężone jedynie do oportunistycznych teorii cyklu, których podstawę stanowi model Nordhaus'a.

¹²¹ D. Hibbs, *Political Parties and Macroeconomic Policy*, "American Political Science Review", No. 71, 1977, s. 1467-1487.

¹²² W.D. Nordhaus, *The Political Business Cycle*, "Review of Economic Studies", 1975, No. 42, s. 169-190.

4. Niezależność banku centralnego

Założenie, iż w pełni niezależny bank centralny nie będzie prowadził polityki procyklicznej może być samo w sobie słuszne. Skomplikowane wydaje się jednak wykazanie, że takie banki w ogóle istnieją. W literaturze wyróżnia się dwa podstawowe argumenty uzasadniające potrzebę niezależności banku centralnego. Twierdzi się, iż niezależny bank centralny prowadzi bardziej wiarygodną politykę pieniężną, co powoduje spadek oczekiwań inflacyjnych, a w rezultacie niższą inflację. Z drugiej strony niezależny bank centralny uniemożliwiając rządzącym wykorzystywanie instrumentów polityki pieniężnej przyczynia się do zwiększania stabilności gospodarczej, w odpowiedni sposób reagując na prowadzoną przez rząd politykę fiskalną.¹²³

Trudno jednak o jednorodną definicję „niezależności” banku centralnego. Według Friedmana o niezależności władzy monetarnej można mówić w sytuacji, kiedy byłaby ona umocowana w systemie prawnym w taki sposób, aby relacje z rządem były analogiczne do relacji, jakie panują pomiędzy władzą wykonawczą a sądowniczą.¹²⁴ A. Cukierman, B. Webb i B. Neyapti proponują z kolei ocenę stopnia niezależności banku centralnego w skali punktowej, biorąc pod uwagę szereg kryteriów, jak na przykład sposób powołania i odwołania szefa banku centralnego, swoboda wyznaczania głównych celów banku, dopuszczalność finansowania deficytu budżetowego, czy procedury rozstrzygania sporów na linii bank centralny - rząd.¹²⁵ Przedstawiona przez nich metodologia pozwala na stworzenie listy rankingowej banków centralnych poszczególnych państw w zależności od stopnia autonomii, na podstawie której jedne banki można uznać za bardziej niezależne od innych.

Politycy mają z reguły jednak wpływ nawet na najbardziej „niezależne” banki centralne. Zwykle szef banku centralnego jest wskazywany przez prezydenta, lub parlament danego państwa. Podobnie sytuacja wygląda w przypadku członków zarządu oraz innych kluczowych organów banku, jak na przykład w Polsce Rada Polityki Pieniężnej. Choć kreację cyklu politycznego utrudnia między innymi umocowanie wymienionych organów na kadencje przekraczające kadencję parlamentu, czy głowy państwa, co zmniejsza ryzyko wywołania krótkookresowych, politycznie

¹²³ S. Eijffinger, J. de Haan, *The Political Economy of Central-Bank Independence*, Special papers in international economics, No. 19, Princeton University, 1996.

¹²⁴ M. Friedman, *Should There Be an Independent Monetary Authority*, w: L. B. Yeager, *In Search of a Monetary Constitution*, Harvard University Press, Cambridge 1962.

¹²⁵ A. Cukierman, S. B. Webb, B. Neyapti, *Measuring The Independence of Central Banks and its Effects on Policy Outcomes*, „The World Bank Economic Review”, 1992, No. 6, s. 353-398.

motywowanych perturbacji, to jednak takiego ryzyka nie można wykluczyć. W celu stwierdzenia, czy banki centralne mogą być współodpowiedzialne za występowanie cyklu politycznego, należy więc zbadać natężenie i kierunek zmian w zakresie wykorzystania poszczególnych instrumentów polityki pieniężnej w odniesieniu do okresów wyborczych.

5. Krótkookresowe stopy procentowe

Jednym z podstawowych instrumentów polityki pieniężnej są stopy procentowe. Z punktu widzenia politycznego cyklu koniunkturalnego należy zwrócić uwagę na kształtowanie się krótkookresowych stóp procentowych. Zgodnie z modelem cyklu politycznego Nordhaua¹²⁶ politycy, dla których podstawowym celem jest utrzymanie władzy, będą dążyć do tego, aby bezpośrednio przed wyborami była prowadzona ekspansywna polityka makroekonomiczna – w szczególności ekspansywna polityka pieniężna. Takie działanie spowoduje zdaniem Nordhaua spadek bezrobocia, co będzie miało bezpośredni wpływ na wzrost popularności rządu. Z drugiej strony nastąpi wzrost oczekiwań inflacyjnych, a następnie inflacji, co spowoduje konieczność prowadzenia restrykcyjnej polityki monetarnej bezpośrednio po wyborach. Tego rodzaju mechanizm stanowi podstawę jednych z najpopularniejszych, czyli oportunistycznych teorii cyklu koniunkturalnego. W celu weryfikacji opisanych zależności należałoby zatem dokonać analizy zmian stóp procentowych w okresach odpowiadających w przybliżeniu długości kadencji organów władzy wykonawczej.

Takie badania można odnaleźć w opracowaniu autorstwa E. Leertouwera i P. Maiera.¹²⁷ Autorzy wychodzą z założenia, iż choć krótkookresowe stopy procentowe, nie są jedynym instrumentem polityki monetarnej, to są instrumentem na który banki centralne mają największy wpływ. Zdaniem badaczy można przyjąć założenie, że jeżeli bank centralny miałby przyczyniać się do powstawania cyklu politycznego, znalazłoby to z pewnością odzwierciedlenie w cyklicznych zmianach krótkookresowych stóp procentowych. Analizie poddanych zostało szesnaście państw należących do OECD. W rozważaniach uwzględniono poziom niezależności banków centralnych wykorzystując w tym celu system punktowy zaproponowany przez A. Cukiermana.¹²⁸

¹²⁶ W.D. Nordhaus, *The Political...*, op. cit.

¹²⁷ E. Leertouwer, P. Maier, *Who Creates Political Business Cycles? (Should Central Banks Be Blamed?)*, University of Groningen, 1999.

¹²⁸ A. Cukierman, S. B. Webb, B. Neyapti, *Measuring The Independence...*, op. cit.

Tabela 1 Niezależność banków centralnych w wybranych krajach w latach 1960-1997

Australia +	Austria +	Belgia -	Kanada +
Dania +	Finlandia -	Francja -	Niemcy +
Włochy -	Japonia -	Nowa Zelandia -	Norwegia -
Hiszpania -	Szwecja -	Wielka Brytania -	Stany Zjednoczone +

Źródło: E. Leertouwer, P. Maier, *Who Creates Political Business Cycles? (Should Central Banks Be Blamed?)*, University of Groningen, 1999, s. 7.

Badane państwa podzielono na dwie grupy, gdzie kwantyfikatorem podziału była mediana wskaźnika Cukiermana. Na tej podstawie wyodrębniono grupę państw o względnie niezależnych bankach centralnych oraz drugą grupę krajów o względnie niskim poziomie niezależności (oznaczenia „+” i „-” w tabeli nr 1). Następnie przyjęto hipotezę, że jeżeli polityka pieniężna rzeczywiście stanowi źródło fluktuacji o charakterze politycznym, to jest bardziej prawdopodobne, że ma to miejsce w krajach oznaczonych znakiem „-” niż znakiem „+”, czyli w krajach o niższym stopniu niezależności banków centralnych.

W przeprowadzonym badaniu zwrócono również uwagę na jeszcze jedno zjawisko, a mianowicie skuteczność polityki pieniężnej prowadzonej przez bank centralny. W przypadku nieskutecznej polityki monetarnej, próby manipulacji ze strony banku centralnego mogłyby nie przynieść zamierzonych rezultatów. Skuteczność polityki pieniężnej zależy z kolei od obowiązującego w danym państwie reżimu kursowego oraz swobody przepływu kapitału. Powyższą zależność w dość przejrzysty sposób opisuje model Mundella - Fleminga, stanowiący uogólnienie modelu IS - LM na gospodarkę otwartą.¹²⁹

Rozważania dotyczące skuteczności wykorzystywanych przez polityków metod manipulacji oparte na modelu Mundella - Fleminga można odnaleźć w opracowaniu W. Clarka i M. Hallerberga.¹³⁰ W przypadku braku mobilności kapitału, polityka pieniężna jest skuteczna. Kiedy jednak kapitał jest odpowiednio mobilny, istotną

¹²⁹ J.A. Frenkel, A. Razin, *The Mundell – Fleming Model: A Quarter Century Later*, Working Paper No. 2321, National Bureau of Economic Research, 1987.

¹³⁰ W. Clark, M. Hallerberg, *Strategic Interaction between Monetary and Fiscal Actors under Full Capital Mobility*, “American Political Science Review”, 2000.

zmienną staje się kurs walutowy. W sytuacji stałego kursu walutowego polityka pieniężna staje się nieskuteczna. Jedynie wykorzystanie przez rząd instrumentów polityki fiskalnej umożliwia pobudzenie gospodarki w okresie bezpośrednio poprzedzającym wybory. Dokładnie odwrotna sytuacja ma miejsce w przypadku płynnego kursu walutowego. Wtedy jedynym możliwym sposobem wywołania ożywienia gospodarczego jest wykorzystanie instrumentów polityki monetarnej.¹³¹

Również Clark¹³² zwraca uwagę na rolę banku centralnego w mechanizmie kreacji cyklu politycznego. Zauważa, iż niezależny bank centralny nie dostosowuje polityki pieniężnej do kalendarza wyborczego, co jest dość częstym zjawiskiem w przypadku „politycznie zależnych” banków centralnych. Jak wykazują w swojej pracy W. Clark U. Reichert¹³³, niezależny bank centralny wykorzystując narzędzia polityki monetarnej jest w stanie nawet przeciwdziałać dokonywanym przez polityków bezpośrednio przed wyborami próbom poprawy koniunktury gospodarczej. Jest to jednak możliwe w przypadku braku mobilności kapitału, kiedy zgodnie z modelem Mundella – Fleminga skuteczna jest zarówno polityka fiskalna, jak i pieniężna.

Tabela 2 Skuteczność polityki pieniężnej

	Zależny bank centralny		Niezależny bank centralny	
	Polityka fiskalna	Skuteczna	Polityka fiskalna	Skuteczna
Brak mobilności kapitału	Polityka fiskalna	Skuteczna	Polityka fiskalna	Skuteczna
	Polityka pieniężna	Skuteczna	Polityka pieniężna	Skuteczna ale nieefektywna*
Pełna mobilność kapitału Stąły kurs walutowy	Polityka fiskalna	Skuteczna	Polityka fiskalna	Skuteczna
	Polityka pieniężna	Nieskuteczna	Polityka pieniężna	Nieskuteczna
Pełna mobilność kapitału Płynny kurs walutowy	Polityka fiskalna	Nieskuteczna	Polityka fiskalna	Nieskuteczna
	Polityka pieniężna	Skuteczna	Polityka pieniężna	Skuteczna ale nieefektywna*

*) Jest narzędziem skutecznym, ale nie może być wykorzystana przez sprawujących władzę polityków

Źródło: W. Clark, *Capital Mobility, Central Bank Independence...* op. cit. s. 47.

¹³¹ Ibidem

¹³² W. Clark, *Capital Mobility, Central Bank Independence, and Political Control of the Economy, Paper prepared for presentation at the Political Economy Workshop, Yale University, Monday, October 9, 2000.*

¹³³ W. Clark, U. Reichert, *International and Domestic Constraints on Political Business Cycle Behavior*, International Organization, 1998, No. 57, s. 87-119.

Z przedstawionego wywodu wynika, iż niezależność banku centralnego ma największe znaczenie w sytuacji płynnego kursu walutowego oraz pełnej mobilności kapitału. Kiedy polityka fiskalna staje się nieskuteczna, brak możliwości wykorzystania przez decydentów instrumentów polityki pieniężnej może spowodować zanik wahań koniunkturalnych uwarunkowanych cyklem politycznym.

Kwestie dotyczące skuteczności polityki pieniężnej z uwagi na swobodę przepływu kapitału oraz reżim walutowy zostały uwzględnione w badaniach prowadzonych przez E. Leertouwer i P. Maiera.¹³⁴ Oprócz podziału poszczególnych państw ze względu na poziom niezależności banków centralnych (tabela 1), dokonano również kolejnej klasyfikacji, uwzględniając zarówno stopień autonomii banku centralnego, jak również realną możliwość wpływu na podstawowe zmienne makroekonomiczne.¹³⁵

Wyniki przeprowadzonej analizy dla 16 państw OECD nie potwierdziły hipotezy o przyczynianiu się przez banki centralne przy wykorzystaniu instrumentów polityki pieniężnej do kreacji politycznego cyklu koniunkturalnego. Zdaniem badaczy mogą być dwie przyczyny takiego zjawiska. Po pierwsze można założyć, że banki centralne nie dokonują manipulacji w zakresie stóp procentowych w okresach wyborczych. To mogłoby sugerować, że albo rządy nie próbują wymusić na bankach centralnych takiego zachowania, albo banki centralne są na tyle silne, aby się skutecznie oprzeć tego rodzaju naciskom. Zdaniem badaczy, uzyskane wyniki empiryczne nie wskazują jednak na to, aby stopień niezależności banku centralnego odgrywał w tym przypadku jakąś znaczącą rolę. Pozostaje zatem jeszcze inna alternatywa. Według Leertouwera i Maiera założenie, że banki centralne mają pełną kontrolę nad wysokością stóp procentowych może być błędne. Jeżeli rynki finansowe mają silny wpływ na krótkookresowe stopy procentowe, przy założeniu istnienia racjonalnych oczekiwań wszelkiego rodzaju manipulacje są bezskuteczne. Z powyższego wynika, że jeżeli podstawowym instrumentem polityki pieniężnej banków centralnych są stopy procentowe oraz jednocześnie banki centralne nie są w stanie dokonać manipulacji w zakresie krótkookresowych rynkowych stóp procentowych bezpośrednio przed wyborami, to jeżeli można zaobserwować w gospodarce występowanie cyklu politycznego (zmiany inflacji, bezrobocia, wzrostu gospodarczego), nie jest on spowodowany interwencją banku centralnego, nawet w przypadku podjęcia próby takiego działania.¹³⁶

¹³⁴ E. Leertouwer, P. Maier, *Who Creates...* op. cit., s. 9-16.

¹³⁵ Ibidem

¹³⁶ Ibidem

6. Podaż pieniądza

Banki centralne mają jednak również inne możliwości oddziaływania na gospodarkę niż tylko i wyłącznie poprzez kształtowanie wielkości stóp procentowych. H. Berger i U. Woitek zwracają uwagę, iż w przypadku Republiki Federalnej Niemiec¹³⁷ znacznie większą rolę odgrywają agregaty pieniężne, niż polityka stóp procentowych.¹³⁸

Niemiecki Bundesbank jest uważany za jeden z najbardziej niezależnych banków na świecie.¹³⁹ Tym bardziej mogą dziwić wyniki badań, które potwierdzają występowanie w Niemczech cyklu politycznego implikowanego zmianami agregatów pieniężnych. Z badań wynika, iż wahania występujące bezpośrednio przed i po wyborach parlamentarnych w Niemczech nie były duże – około 0,2 do 0,4 punktów procentowych. Statystycznie były jednak wyjątkowo silne.

Zdaniem Bergera i Woiteka jednym z możliwych wytłumaczeń tego stanu rzeczy mogłoby być stwierdzenie, że niemieckim bankiem centralnym rządziły siły polityczne zamiast specjalistów w zakresie ekonomii. Z tego powodu pomimo niezależności instytucjonalnej, władze banku próbowały wesprzeć rząd w okresie poprzedzającym wybory. Według badaczy rzeczywistość jednak nie potwierdza tego stanu rzeczy. Dowodzą natomiast empirycznie, iż powodem zmian agregatów pieniężnych w Niemczech w badanym okresie była niepewność wywołana nadchodzącymi wyborami. W sytuacji, kiedy programy poszczególnych partii politycznych zakładały rozbieżności w zakresie polityki gospodarczej, oczekiwania co do przyszłych stóp procentowych w okresie po wyborach zależały od średniej ważonej oczekiwanej inflacji dla wszystkich możliwych wyników wyborczych. W konsekwencji inwestorzy próbując zminimalizować ryzyko niepewności co do przyszłej sytuacji makroekonomicznej kraju pozbywali się aktywów długoterminowych, zamieniając je na krótkoterminowe. Ponieważ podaż pieniądza w Niemczech była wystarczająco elastyczna, w rezultacie dochodziło do wzrostu agregatów monetarnych. Po wyborach, kiedy preferencje nowego rządu były już znane, co znacznie ograniczało ryzyko niepewności, dochodziło do sytuacji odwrotnej - z powrotem wzrastał popyt na aktywa długoterminowe, co powodowało powrót do sytuacji z przed wyborów.¹⁴⁰

¹³⁷ Badania dotyczą okresu, kiedy jeszcze polityka pieniężna nie była prowadzona przez Europejski Bank Centralny, lecz leżała w gestii banków narodowych.

¹³⁸ H. Berger, U. Woitek, *The German Political Business Cycle: Money Demand rather than Monetary Policy*, University of Munich, 2000.

¹³⁹ S. Eijffinger, J. de Haan, *The Political...*, op. cit.

¹⁴⁰ H. Berger, U. Woitek, *The German Political...*, op. cit., s. 15.

Według badaczy, w Niemczech zmiany agregatów pieniężnych nie były spowodowane politycznie motywowanym działaniem banku centralnego, choć w pierwszym momencie, tak się mogło wydawać. Wynikały bardziej z przyczyn ideologicznych, niż oportunistycznych, ponieważ były powodowane niepewnością w zakresie przyszłej polityki makroekonomicznej, będącej wynikiem poglądów ideologicznych partii, która zwycięży w wyborach. Pomimo faktu, iż cykl wyborczy rzeczywiście występował, nie był kreowany bezpośrednio przez bank centralny.

W kontekście przeprowadzonych rozważań można byłoby się jednak zastanowić, czy brak podjęcia odpowiednich kroków przez bank centralny można uznać, za brak partycypacji w procesie kreacji cyklu. Zaniechanie niezbędnych działań może być przecież także motywowane politycznie. Należałoby jednak wykazać, że bank centralny posiadał świadomość w zakresie opisywanego mechanizmu i nie podjął żadnych kroków, aby zminimalizować jego skutki.

7. Interwencje na rynku walutowym

Poza wymienionymi wcześniej instrumentami, w literaturze można spotkać się również ze stwierdzeniem, że bank centralny jest w stanie generować fluktuacje o charakterze politycznym, wykorzystując do tego celu interwencje na rynku walutowym.¹⁴¹ Łącząc ekspansywną politykę operacji otwartego rynku ze sprzedażą rezerw walutowych bank centralny jest w stanie zwiększyć bazę monetarną przy utrzymaniu stabilnego kursu walutowego, przy czym jeżeli mamy do czynienia z działaniami motywowanymi politycznie, sprzedaż rezerw walutowych powinna mieć miejsce bezpośrednio przed wyborami.

Zdaniem A. Drehera i R. Vaubela wiele banków centralnych próbuje prowadzić bardziej ekspansywną politykę pieniężną bezpośrednio przed wyborami, niż w „normalnych czasach”. Ta sytuacja ma miejsce również w przypadku „niezależnych” banków centralnych, gdzie w szczególności władze banku zostały powołane przez ekipę rządzącą. Na polityczny sukces takiego działania ma jednak wpływ wiele czynników. Dużą rolę odgrywa kurs walutowy. Jeśli jest stały, bank centralny powinien tak działać, aby ekspansywna polityka monetarna nie doprowadziła do dewaluacji waluty, choć nawet w przypadku kursu płynnego będzie prawdopodobnie dążył do zminimalizowania wahań kursu. Wynika to z faktu, że deprecjacja waluty byłaby widocznym sygnałem motywowanych politycznie działań, prowadząc również

¹⁴¹ A. Dreher, R. Vaubel., *Foreign Exchange Intervention And The Political Business Cycle: A Panel Data Analysis*, KOF Swiss Economic Institute, ETH Zurich, 2008.

do wzrostu cen towarów importowanych, a w rezultacie do wzrostu inflacji. Z tego powodu interwencje na rynku walutowym mogą stanowić narzędzie pozwalające wyeliminować efekt zmiany kursu będący efektem ekspansywnej polityki pieniężnej prowadzonej przy wykorzystaniu innych narzędzi.¹⁴²

Dreher i Vaubel wyprzedaż rezerw walutowych bezpośrednio przed wyborami tłumaczą jednak jeszcze innym czynnikiem. Mianowicie, jeżeli istnieje duże prawdopodobieństwo, że po wyborach władzę przejmie partia, która zgodnie ze swoim programem będzie miała zamiar zmniejszyć rezerwy walutowe, partia rządząca nie będzie czekała, aby polityczni konkurenci dokonali transferu środków uzyskanych z rezerw do wybranych przez siebie grup społecznych. W swojej pracy dowodzą jednak empirycznie, że w krajach o niskim i średnim PKB banki centralne dążą do zmniejszenia rezerw walutowych w okresach wyborczych w celu zapobieżenia zmianom kursu walutowego w wyniku prowadzonej przed wyborami ekspansywnej polityki pieniężnej.

* * *

W literaturze istnieje niewiele badań empirycznych, na podstawie których byłoby można w rzetelny sposób ocenić rolę banków centralnych w procesie kreacji politycznego cyklu koniunkturalnego. W większości opracowań zakłada się, iż działania sprawcze w zakresie politycznie motywowanych fluktuacji gospodarczych są ściśle powiązane z prowadzoną przez rząd polityką fiskalną. Choć trudno jest stwierdzić, czy w rzeczywistości istnieją w pełni niezależne banki centralne, to jednak wydaje się, że posiadając pewien stopień niezależności, dość skutecznie opierają się przed wykorzystywaniem do celów politycznych.

Sytuacja jest jeszcze bardziej skomplikowana w przypadku państw należących do Unii Europejskiej. Dla państw strefy euro politykę pieniężną prowadzi Europejski Bank Centralny. Niezależność ECB wynika z uregulowań zawartych w Traktacie ustanawiającym Wspólnotę Europejską. Wydaje się zatem, że jest to w pełni niezależny bank centralny. Z drugiej strony wydaje się, że istnieją różne formy nacisku o charakterze politycznym. Łatwiej jest korzystać z nich krajom dużym, jak na przykład Niemcy, czy Francja, niż krajom małym i średnim. Ponieważ okresy wyborcze w Unii Europejskiej nie są ujednolicone, empirycznie trudno byłoby wykazać istnienie zależności pomiędzy działaniami w zakresie polityki pieniężnej podejmowanymi przez ECB, a kalendarzem wyborczym poszczególnych państw, o ile

¹⁴² Ibidem, s. 2- 4.

taka zależność istnieje. Z tego powodu, znacznie lepszym materiałem do badań empirycznych w kontekście cyklu politycznego dla państw strefy euro są dane historyczne.

Przeprowadzone rozważania nie dają pełnej odpowiedzi na pytanie, czy banki centralne mogą być źródłem fluktuacji o charakterze politycznym. Nie ma pewności, czy zmiany obserwowane w zakresie krótkookresowych stóp procentowych, wielkości agregatów pieniężnych, czy kursu walutowego są w rzeczywistości spowodowane działaniem władz monetarnych. Z analizy wyników badań empirycznych wynika, że wahania w cyklach zbliżonych do cykli wyborczych rzeczywiście istnieją. Mogą być jednak również rezultatem działań podmiotów rynkowych w obliczu wzrostu ryzyka, bądź niepewności spowodowanej zbliżającymi się wyborami.

W dzisiejszych czasach bardzo często wykorzystywany jest model polityki pieniężnej, w ramach którego istnieją prawnie określone reguły jej funkcjonowania wraz z możliwością pewnych dyskrecjonalnych działań ze strony władzy monetarnej. Nie ma jednak wątpliwości, iż aby taka polityka była w stanie wywierać odpowiedni wpływ na oczekiwania inflacyjne w gospodarce, skonstruowane w ten sposób jej ramy instytucjonalne powinny charakteryzować się odpowiednim stopniem wiarygodności. Udział banku centralnego w procesie kreacji cyklu politycznego mógłby tę wiarygodność naruszyć, a w rezultacie spowodować wzrost oczekiwań inflacyjnych, co znacznie utrudniłoby realizację podstawowego celu banku centralnego, jakim powinno być utrzymanie stabilnego poziomu cen.

Bibliografia

- Alesina A., *Macroeconomic Policy in a Two Party System as a Repeated Game*, "Quarterly Journal of Economics", 1987, No. 102.
- Barro R. J., Gordon D. B., *A Positive Theory of Monetary Policy in a Natural Rate Model*, "Journal of Political Economy", 1983, No. 12.
- Berger H., de Haan J., Eijffinger S. C. W., *Central Bank Independence: An Update of Theory and Evidence*, Working Paper, Munich, CESifo, 2000.
- Berger H., Woitek U., *The German Political Business Cycle: Money Demand rather than Monetary Policy*, University of Munich, 2000.
- Blaug M., *Teoria ekonomii*, PWN, Warszawa 1994.
- Brender A., Drazen A., *Where Does the Political Business Cycle Really Come From?*, "Journal of Monetary Economics", 2005, No. 52 (7).
- Brunner K., *The Role of Money and Monetary Policy*, Federal Reserve Bank of St. Louis, 1968.
- Calvo G. A., *Staggered Prices in a Utility – Maximizing Framework*, "Journal of Monetary Economics", 1983, No. 12.
- Clarida R. H., Gali J., Gertler M., *The Science of Monetary Policy: A New Keynesian Perspective*, "Journal of Economic Literature", 1999, No. 37.
- Clark W., *Capital Mobility, Central Bank Independence, and Political Control of the Economy*, Paper prepared for presentation at the Political Economy Workshop, Yale University, Monday, 2000.
- Clark W., Hallerberg M., *Strategic Interaction between Monetary and Fiscal Actors under Full Capital Mobility*, American Political Science Review, 2000.
- Clark W., Reichert U., *International and Domestic Constraints on Political Business Cycle Behavior*, International Organization, 1998, No. 57.
- Cukierman A., Webb S. B., Neyapti B., *Measuring The Independence of Central Banks and Its Effects on Policy Outcomes*, The World Bank Economic Review, 1992, No. 6.
- DeLong J. B., "The Triumph of Monetarism?", *Journal of Economic Perspectives*", 2000, No. 14.
- Dreher A., Vaubel R., *Foreign Exchange Intervention And The Political Business Cycle: A Panel Data Analysis*, KOF Swiss Economic Institute, ETH Zurich, 2008.
- Eijffinger S., De Haan J., *The Political Economy of Central-Bank Independence*, Special papers in international economics, No. 19, Princeton University, 1996.
- Eucken W., „Grundsätze der Wirtschaftspolitik“, Mohr Siebeck, Tübingen 1952.
- Favero C. A., *Applied Macroeconometrics*, Oxford University Press, Oxford 2001.

- Frenkel J.A., Razin A., *The Mundell – Fleming Model: A Quarter Century Later*, Working Paper No. 2321, National Bureau of Economic Research, 1987.
- Freyberg E., *Teoria racjonalnych oczekiwań*, Monografie i Opracowania, SGPiS, Warszawa 1989, nr 289.
- Friedman M., *The role of monetary policy*, “American Economic Review”, 1968, No. 58.
- Friedman M., *Should There Be an Independent Monetary Authority*, w: Yeager L. B., *In Search of a Monetary Constitution*, Harvard University Press, Cambridge 1962.
- Gali J., Monacelli T., *Monetary Policy and Exchange Rate Volatility in a Small Open Economy*, Boston College, Boston 2002.
- Goodfriend M., King R. G., *The New Neoclassical Synthesis and the Role of Monetary Policy – Working Paper*, Richmond, Federal Reserve Bank of Richmond, 1998.
- Gordon R. J., *Recent Developments in the Theory of Inflation and Unemployment*, “Journal of Monetary Economics”, 1976, No. 2.
- Hibbs D., *Political Parties and Macroeconomic Policy*, American Political Science Review, 1977, No. 71.
- Houben A.C.F.J., *The evolution of Monetary Policy Strategies in Europe*, Kluwer, Boston 2000.
- Hume D., *Political Discourses*, Edinburgh 1752.
- Humphrey T. M., *Mercantilists and Classics: Insights from Doctrinal History – Annual Report*, Federal Reserve Bank of Richmond, Richmond, 1998.
- Humphrey T.M., *Money, Banking and Inflation*, Edward Elgar, Aldershot 1993.
- Kalecki M., *Political Aspects of Full Employment*, Political Quarterly, 1943, No. 14.
- Keynes J. M., *Ogólna teoria zatrudnienia, procentu i pieniądza*, PWN, Warszawa 1985.
- Krugman P. R., Obstfeld M., *International Economics - Theory and Policy*, Addison-Wesley, 2000.
- Law J., *Money and Trade Considered with a Proposal for Supplying the Nation with money*, 1705.
- Leertouwer E., Maier P., *Who Creates Political Business Cycles? (Should Central Banks Be Blamed?)*, University of Groningen, 1999.
- Long J. B., Plosser C. I., *Real Business Cycles*, “Journal of Political Economy”, 1983, No. 91.
- Nordhaus W.D., *The Political Business Cycle*, “Review of Economic Studies”, 1975, No. 42.

- Persson T., Tabellini G., *Political Economics: Explaining Economic Policy*, MIT Press, Cambridge 2000.
- Phelps E. S., *Phillips Curves, Expectations of Inflation and Optimal Unemployment Over Time*, "Economica", 1967, No. 34.
- Phillips A. W., *The relation between Unemployment and the Rate of Change of Money Wage Rates in the United Kingdom*, "Economica", 1958, No. 25.
- Rogoff K., Sibert A., *Elections and Macroeconomic Policy Cycles*, Review of Economic Studies, 1998, No. 55.
- Stadler G. W., *Real Business Cycles*, "Journal of Economic Literature", 1994, No. 32.

Streszczenie

W literaturze istnieje wiele teorii wyjaśniających występowanie cyklu koniunkturalnego czynnikami politycznymi. W ich ramach zakłada się, iż politycy przy wykorzystaniu narzędzi polityki makroekonomicznej próbują oddziaływać na gospodarkę. Do takich instrumentów część badaczy zalicza m.in. politykę pieniężną banku centralnego. Niniejsze opracowanie stanowi próbę analizy polityki pieniężnej z perspektywy politycznego cyklu koniunkturalnego. Formułując hipotezę o możliwości wykorzystywania przez bank centralny instrumentów dyskrecjonalnych implikujących powstawanie w gospodarce fluktuacji o charakterze politycznym, autor dokonał przeglądu teorii polityki pieniężnej ze szczególnym uwzględnieniem jej aspektów instytucjonalnych. Szczególną uwagę poświęcono również niezależności banku centralnego. W oparciu o analizę wyników badań empirycznych dotyczących możliwości wykorzystania podstawowych instrumentów polityki pieniężnej, takich jak stopy procentowe, podaż pieniądza oraz interwencje na rynku walutowym w mechanizmie kreacji cyklu, podjęto próbę odpowiedzi na pytanie, czy polityka pieniężna może stanowić podstawę działań sprawczych w zakresie politycznie motywowanych fluktuacji gospodarczych. Przeprowadzone rozważania nie dały jednak pełnej odpowiedzi na pytanie, czy banki centralne mogą być źródłem fluktuacji o charakterze politycznym. Nie udało się wykazać, iż zaobserwowane zmiany krótkookresowych stóp procentowych, wielkości agregatów pieniężnych czy kursu walutowego są spowodowane wyłącznie działaniem władz monetarnych. Z analizy badań empirycznych wynika jednak, że wahania w cyklach zbliżonych do cykli wyborczych rzeczywiście istnieją.

Słowa kluczowe: polityka gospodarcza, polityka pieniężna, cykl koniunkturalny, polityczny cykl koniunkturalny

Monetary Policy versus Political Economic Cycle

Abstract

Literature provides many theories explaining the existence of business situation by means of political factors. The theories assume that politicians attempt to influence economy making use of macroeconomic policy instruments. Among others monetary policy of the central bank is considered such an instrument by many researches. This paper is aiming at an attempted analysis of monetary policy from the perspective of political economic cycle. Putting forward a hypothesis of a possibility of the central bank's using discretion instruments inducing fluctuations of political nature in economy, the author has reviewed the monetary policy theory, notably focusing on its institutional aspects. Special consideration has been also given to independence of the central bank. Basing on the empirical research findings regarding potential use of monetary policy instruments such as interest rate, money supply and intervention in foreign exchange market in the mechanism of business cycle creation, the author tries to address a question whether monetary policy might induce measures to be taken within politically motivated economic fluctuations. The study conducted has failed to fully address the question whether central banks might be a source of fluctuation of political nature. It has turned out impossible to prove that the observed changes to short-term interest rate, size of currency aggregates or exchange rate are caused by monetary authority measures only. The analysis of empirical research proves, however, that fluctuations in cycles which time proximity to election cycles do really exist.

Key words: economic policy, monetary policy, business cycle, political business cycle