



**AgEcon** SEARCH  
RESEARCH IN AGRICULTURAL & APPLIED ECONOMICS

*The World's Largest Open Access Agricultural & Applied Economics Digital Library*

**This document is discoverable and free to researchers across the globe due to the work of AgEcon Search.**

**Help ensure our sustainability.**

Give to AgEcon Search

AgEcon Search

<http://ageconsearch.umn.edu>

[aesearch@umn.edu](mailto:aesearch@umn.edu)

*Papers downloaded from **AgEcon Search** may be used for non-commercial purposes and personal study only. No other use, including posting to another Internet site, is permitted without permission from the copyright owner (not AgEcon Search), or as allowed under the provisions of Fair Use, U.S. Copyright Act, Title 17 U.S.C.*

*No endorsement of AgEcon Search or its fundraising activities by the author(s) of the following work or their employer(s) is intended or implied.*

## Trudności koordynacji polityki pieniężnej i polityki fiskalnej we współczesnej gospodarce

### Wprowadzenie

Wraz z umacnianiem się niezależności banków centralnych w poszczególnych krajach, coraz większą uwagę zaczęto poświęcać zagadnieniu właściwej współpracy władz monetarnych oraz władz fiskalnych. Odpowiedzialność za dwie główne dziedziny polityki gospodarczej spoczęła bowiem na dwóch niezależnych decydentach, zasadniczo kierujących się odrębnymi celami i skupionych na różnym horyzoncie czasowym podejmowanych działań, dysponujących odrębnymi instrumentarium, a często także odmiennie rozumiejących funkcjonowanie gospodarki. Rozbieżności między bankiem centralnym a rządem prowadziły w wielu krajach do konfliktów i niekorzystnego wariantu *policy mix*.

Dobitnie uwidoczniła się w tej sytuacji konieczność zapewnienia odpowiedniej koordynacji polityki pieniężnej i polityki fiskalnej. Uznano, że jest ona w zasadzie jedynym sposobem na minimalizację konfliktów między decydentami i jednocześnie zachowanie korzyści z funkcjonowania niezależnego banku centralnego. Koordynację postrzegano przy tym jako warunek osiągnięcia celów całej polityki gospodarczej. Szczególnie akcentowano potrzebę wypracowania sprawnych mechanizmów koordynacyjnych dla osiągnięcia stabilności poziomu cen, powszechnie postrzeganej jako najważniejszy cel polityki stabilizacji gospodarczej i warunek osiągnięcia trwałego wzrostu gospodarczego<sup>1</sup>.

W tym kontekście wskazywano przede wszystkim na korzystny wpływ koordynacji działań banku centralnego i rządu w dwóch obszarach o podstawowym znaczeniu dla stabilizowania poziomu cen. Mianowicie stwierdzono, że koordynacja sprzyja kształtowaniu jakościowych aspektów w polityce gospodarczej (wiarygodności, przejrzystości i odpowiedzialności demokratycznej), a także niejako dyscy-

---

\* Autor jest pracownikiem Katedry Bankowości Akademii Ekonomicznej w Poznaniu. Artykuł wpłynął do redakcji w kwietniu 2006 r.

<sup>1</sup> Wnioski te płynęły zarówno z obserwacji sytuacji gospodarczej w poszczególnych krajach, jak i badań teoretycznych. W przypadku tych ostatnich, potrzeba koordynacji szczególnie wyraźnie uwidoczniła się w modelach wykorzystujących teorię gier. Modele te można ująć w dwóch ogólnych nurtach: pierwszy tworzą gry związane z międzyokresowym ograniczeniem budżetowym rządu (np. słynna nieprzyjemna arytmetyka monetarystyczna Sargenta i Wallace'a), a drugi – z tzw. interakcjami strategicznymi (np. model W. Nordhousa). W obu przypadkach, rezultaty badań wypuklają konieczność zapewnienia koordynacji dla osiągnięcia celów władz monetarnych i fiskalnych (zob. szerzej: [Marszałek, 2005]).

plinuje władze fiskalne, ograniczając przez to (lub wręcz eliminując) inflacjogenny wpływ deficytu budżetowego i długu publicznego.

Nie są to jednak jedyne argumenty za koordynacją polityki pieniężnej i fiskalnej. W literaturze przedmiotu wskazuje się również inne problemy, które mogą zagrażać realizacji celów obu decydentów, a w tym także stabilności poziomu cen. Celem artykułu jest przybliżenie tych swoistych motywów (przesłanek), uwypuklających potrzebę skoordynowania działań władz fiskalnych i monetarnych. I tak, w części drugiej przedstawiono zjawisko opóźnień polityki pieniężnej i polityki fiskalnej. W części trzeciej scharakteryzowano problemy z wyznaczaniem celów polityki gospodarczej, natomiast część czwarta omawia – sytuację tzw. jednorękiego decydenta (*one-armed policymaker*) i przyczyny jej wystąpienia. Część następną poświęcono zagadnieniu zerowej granicy nominalnych stóp procentowych (tzw. *zero bound problem*). Ostatnia część zawiera uwagi końcowe.

### Opóźnienia polityki pieniężnej i fiskalnej

Jedną z głównych kwestii, które bierze się pod uwagę realizując politykę gospodarczą są opóźnienia (*time lags*) polityki pieniężnej i polityki fiskalnej [Battini i Nelson, 2002], [Goodhart, 2001]. Można je przy tym traktować jako jedną z najważniejszych przesłanek koordynacji polityki pieniężnej i fiskalnej.

Opóźnienia mają fundamentalne znaczenie dla skuteczności polityki gospodarczej. Zdaniem [Kowalskiego, 2001], problem stanowi przy tym nie tylko samo występowanie opóźnień, ale ich zmienność, rozkład w czasie oraz warunki decydujące o tym, czy reakcja gospodarki będzie trwała czy też przejściowa. Opóźnienia komplikują bowiem funkcjonowanie kanałów transmisji polityki pieniężnej i fiskalnej oraz utrudniają dobór narzędzi przez decydentów. Na ogół podkreśla się, że rezultat zastosowania określonego instrumentu może ujawnić się w sytuacji, gdy celowe byłoby jego przeciwne użycie. W skrajnym przypadku, opóźnienia mogą nawet sprawić, że zastosowanie danego instrumentu w ogóle nie zmieni sytuacji gospodarczej [Bednarczyk, 1990], [Wojtyła, 1990]. Stąd też opóźnienia wymienia się jako jeden z argumentów przeciw aktywnej, dyskrecjonalnej polityce gospodarczej. Tak właśnie rozpatrywał tę problematykę [Friedman, 1961], który zapoczątkował wzrost zainteresowania opóźnieniami.

Najczęściej definiuje się opóźnienie jako czas upływający między wystąpieniem określonej przyczyny a jej skutkiem. Wyróżnia się przy tym opóźnienie wewnętrzne i zewnętrzne. Każde z nich obejmuje różne fazy oraz może być rozmaicie określone i mierzone. [Kowalski, 2001] definiuje opóźnienie wewnętrzne jako czas, upływający od momentu wystąpienia zjawiska wymagającego zmiany (korekty) polityki gospodarczej, do momentu podjęcia decyzji o wprowadzeniu tej korekty w życie. Opóźnienie to dzieli się najczęściej na opóźnienie pozyskania informacji, opóźnienie jej przetworzenia oraz opóźnienie podjęcia i wdrożenia określonej decyzji. Fazy te mogą przy tym zachodzić na siebie. Opóźnienie zewnętrzne ma inny charakter. Oznacza ono czas potrzebny na dostosowanie się gospodarki

do nowych warunków wywołanych zmianą instrumentów polityki gospodarczej. Ustalenie długości tego opóźnienia jest skomplikowane. Trudno bowiem określić moment wystąpienia skutków zmiany polityki gospodarczej, jak i ocenić wpływ poszczególnych instrumentów tej polityki na gospodarke<sup>2</sup>.

Przyczyny występowania opóźnień są zróżnicowane. [Kowalski, 2001] dzieli je na subiektywne i obiektywne. Według niego pierwsze sprowadzają się do czynników psychologicznych i mechanizmów formułowania oczekiwań. Natomiast drugie zależą od fazy aktywności gospodarczej, charakteru relacji między sektorem finansowym i sektorem realnym, instytucji rynku pracy istniejących w danym kraju oraz od modelu nadzoru właścicielskiego. Duże znaczenie dla kształtowania się opóźnień mają również czynniki związane z samą polityką gospodarczą. Wpływ wywierają podmioty za nią odpowiedzialne, jej instrumenty i procedury. Stąd inny charakter mają opóźnienia polityki pieniężnej i fiskalnej. Odmienność tych opóźnień stanowi tu podstawowy argument, uzasadniający potrzebę koordynacji.

Politykę fiskalną cechuje długie opóźnienie wewnętrzne, będące rezultatem cech instytucjonalnych tej polityki (głównie wielości ośrodków decyzyjnych). W pracach nad budżetem można wyróżnić fazę prac rządowych i fazę prac parlamentarnych. W tym etapie bardzo ważna jest przejrzystość, sprzyjająca kształtowaniu oczekiwań i demokratycznej kontroli. Faza prac rządowych obejmuje formułowanie celów i wytycznych budżetowych, określanie priorytetów i potrzeb przez poszczególne ministerstwa, zestawienie wstępnego wariantu budżetu, uzgodnienia między poszczególnymi osobami odpowiedzialnymi za dysponowanie częścią środków budżetowych, oraz finalizowanie projektu budżetu. Z badań [Hagena i Hardena, 1994] wynika, że łączna długość fazy rządowej w krajach UE wahała się od 6 do 13 miesięcy. Natomiast faza parlamentarna trwała przeciętnie od 2 do 3 miesięcy. Łączne opóźnienie wewnętrzne może więc nawet wynosić ponad rok.

Według [Kowalskiego, 2001], oprócz długości tego opóźnienia problemem jest też możliwość wystąpienia nieprzewidzianych zdarzeń w gospodarce, zwłaszcza przed końcem procedury decyzyjnej. Korekta polityki jest wówczas bardzo trudna lub wręcz niemożliwa. Takie zdarzenia w zasadzie uniemożliwiają wykorzystanie polityki fiskalnej jako narzędzia aktywnej polityki stabilizacyjnej.

Inne własności ma opóźnienie wewnętrzne polityki pieniężnej. Jest relatywnie krótsze. Szacuje się, że łącznie wynosi ono od 3 do 4 miesięcy. Proces wyznaczenia, zatwierdzenia i realizacji polityki pieniężnej nie podlega bowiem procedurze parlamentarnej, a co za tym idzie, przetargom politycznym. Krótszemu opóźnieniu wewnętrznemu sprzyja jasne sformułowanie celów banku centralnego i wysoka częstotliwość posiedzeń władz monetarnych. Dzięki uznaniu roli aspektów jakościowych i traktowaniu komunikacji ze społeczeństwem jako instrumentu polityki pieniężnej, proces decyzyjny w banku centralnym stał się bardziej przejrzysty i czytelny. Ponadto grupa osób, która podejmuje decyzje o zmianach polityki pie-

<sup>2</sup> Wątpliwości dotyczą także samego mechanizmu transmisji, w szczególności tego, czy ma on charakter klasyczny czy raczej keynesowski.

nieżnej jest jednorodna i na ogół dobrze przygotowana merytorycznie [Kowalski, 2001], [Wojtyna, 1990].

Trudności dotyczą głównie określenia momentu, w którym wystąpiła potrzeba podjęcia działania i momentu, w którym władze monetarne uświadomiły sobie tę potrzebę. Innymi słowy, trudno jest precyzyjnie określić tzw. opóźnienie rozpoznania. Wynika to przede wszystkim z ograniczonego dostępu do informacji. W pewnym stopniu na opóźnienie tego rodzaju wpływają także obawy wywołania niepożądanych skutków. Stąd, władze monetarne starają się podjąć decyzję, opierając się na możliwie pewnych danych [Blinder, 2001].

Odmienny charakter i przyczyny ma opóźnienie zewnętrzne polityki fiskalnej. Kształtują je głównie oczekiwania społeczeństwa, rozwiązania instytucjonalne przyjęte w danym kraju, fazy realizacji polityki fiskalnej, jak i proporcje stosowania w polityce fiskalnej automatycznych stabilizatorów oraz działań dyskrecjonalnych [Ando *et al.*, 1975]. W przypadku działań uznaniowych długość opóźnienia zależy przede wszystkim od mechanizmów, zapewniających elastyczność polityce fiskalnej<sup>3</sup>. Bardzo ważny wpływ wywierają także kanały transmisji impulsów fiskalnych. Stąd też inny charakter mają opóźnienia w zakresie podatków bezpośrednich, transferów rządowych, jak i zakupów dóbr i usług przez rząd.

Na ogół szacuje się, że zmiana podatku dochodowego od osób fizycznych wywołuje znaczący efekt już po około 1-2 miesiącach, a pełen jej wpływ rozkłada się na kilka kwartałów. Opóźnienie zewnętrzne podatku dochodowego od osób prawnych jest nieco dłuższe. Pierwsze reakcje pojawiają się dopiero po 3-4 miesiącach, a pełen wpływ dokonuje się w okresie ponad 12 miesięcy. Krótsze są opóźnienia transferów rządowych. Bezpośrednio oddziałują one na wysokość dochodu rozporządzalnego. Ich opóźnienia są jeszcze krótsze wtedy, gdy transfery działają jako automatyczne stabilizatory. Stosunkowo późno ujawniają się efekty zmian rządowych zakupów dóbr i usług [Marin, 1992].

Kanały transmisji impulsów polityki pieniężnej są bardziej złożone i mniej przejrzyste niż kanały transmisji polityki fiskalnej. Konsekwencją tego jest długie i wysoce zmienne opóźnienie zewnętrzne polityki pieniężnej. Ma ono takie właściwości, mimo iż na wielkość tego opóźnienia korzystnie wpływa możliwość szybkiego użycia instrumentów banku centralnego. Są one dostępne w sposób ciągły, mogą też być stosowane z dużą, na przykład tygodniową, częstotliwością. Stąd krótkie jest tzw. opóźnienie realizacji. Problem polega jednak na określeniu wpływu zastosowanych narzędzi na gospodarkę. Zależy on bowiem od wielu czynników zarówno obiektywnych, jak i psychologicznych. Obie grupy determinują „drożność” i zmienność kanałów transmisji polityki pieniężnej. Jak podkreśla [Kowalski, 2001], podobnie jak w przypadku polityki fiskalnej, decydujący wpływ na długość opóźnienia zewnętrznego polityki pieniężnej mają oczekiwania podmiotów gospodarczych. Ponadto z funkcjonowaniem kanałów transmisji tej polityki nieodłącznie wiąże się niepewność.

<sup>3</sup> Chodzi tu przede wszystkim o możliwości przenoszenia wydatków między resortami i możliwości przenoszenia zaoszczędzonych wydatków na następny okres.

Nie jest to jednak jedyny czynnik utrudniający precyzyjne określenie długości opóźnienia zewnętrznego polityki pieniężnej. Jego szacunki zależą również od kwestii metodologicznych. Wyróżnia się cztery metody badania tych opóźnień: jakościową analizę przypadków, metodę cyklu referencyjnego, wykorzystanie modeli w postaci zredukowanej (w tym modeli VAR) i modeli o postaci strukturalnej [Kowalski, 2001]. Każda z nich może dać różną długość opóźnienia. Różnice wynikają też z uwzględniania w konstruowanych modelach różnych zmiennych, jak i odmiennych metod jego estymacji. Trudno więc ustalić standardowe opóźnienie. Charakterystyczne jest jednak, że mimo głębokich zmian w polityce pieniężnej i warunkach jej realizacji, długość opóźnienia zewnętrznego nie zmieniła się znacząco w ostatnim dwudziestolecu<sup>4</sup>.

Można więc stwierdzić, że istnieje wyraźna różnica między długością opóźnień polityki pieniężnej i fiskalnej. Mianowicie, polityka pieniężna cechuje się krótkim opóźnieniem wewnętrznym oraz długim i zmiennym opóźnieniem zewnętrznym. Odwrotnie jest w przypadku polityki fiskalnej: długi jest proces uruchomienia jej narzędzi, natomiast ich wpływ na gospodarkę jest relatywnie szybki i stały. Rozkład opóźnień jest asymetryczny.

Sprawia to, że trudno jest ściśle określić łączny wpływ instrumentów obu tych polityk na gospodarkę. Znacznie komplikuje to osiągnięcie celów przez obu decydentów. Przede wszystkim istnieje niebezpieczeństwo „przestrzelenia” pożądanego celu, będące skutkiem nakładania się rozmaitych, opóźnionych działań instrumentów fiskalnych i pieniężnych. Kumulują się one wraz ze wszystkimi negatywnymi tego skutkami. Zwiększa się też prawdopodobieństwo wzajemnej neutralizacji działań władz monetarnych i fiskalnych. Wziąwszy to pod uwagę, można zgodzić się z [Wojtyną, 1990], że występowanie opóźnień nie rozstrzyga o względnej przewadze polityki pieniężnej lub fiskalnej. Można natomiast twierdzić, że opóźnienia uwypuklają wagę obu rodzajów polityki i ich swoistą komplementarność, wskazując jednocześnie na potrzebę koordynacji polityki pieniężnej i fiskalnej.

Nie ulega wątpliwości, że koordynacja jest w zasadzie jedynym sposobem ograniczenia ujemnych następstw opóźnień. W szczególności, może ona przyczynić się do: (1) takiego doboru instrumentów polityki pieniężnej i fiskalnej

<sup>4</sup> Na przykład, M. Friedman wielokrotnie podawał różne szacunki opóźnień. W swoich badaniach gospodarki USA z 1961 roku, ustalił długość opóźnienia zewnętrznego na około 16 miesięcy dla polityki ekspansywnej, a około 12 dla polityki restrykcyjnej [Friedman, 1961]. 12 lat później stwierdził, że faktyczne opóźnienia były dłuższe, szacując je na 20-23 miesiące [Friedman, 1973]. Wyniki wcześniejszych badań M. Friedmana potwierdzili [Battini i Nelson, 2002], uzyskując dla USA kilkunastomiesięczną wartość opóźnienia zewnętrznego również dla okresu po 1970 roku. Z ich badań wynikało ponadto, że opóźnienie dla Wielkiej Brytanii wynosiło 6 miesięcy dla lat 1953-1979 i około dwa lata dla okresu 1980-2001. Podobne długości opóźnień wyznaczyli ekonomiści Banku Anglii, wykorzystując wewnętrzne modele makroekonometryczne [Bank of England, 2001]. [Gruen *et al*, 1997], obliczyli długość opóźnienia zewnętrznego dla gospodarki australijskiej na 15-18 miesięcy. Natomiast [Gerlach i Svensson, 2001] oszacowali, że długość opóźnienia zewnętrznego EBC wynosi około 18 miesięcy.

oraz takiego ich zastosowania, które pozwoli zminimalizować łączne opóźnienie polityki gospodarczej, a więc umożliwić szybsze osiągnięcie pożądanych efektów; (2) takiego zastosowania instrumentów obu polityk, które pozwoli uniknąć kosztów związanych z przypadkowym wzmocnieniem/osłabieniem impulsów polityki, wyrażających się nadmierną jej restrykcyjnością lub ekspansywnością; (3) właściwego określenia zakresu działania (w tym horyzontu czasowego) obu dziedzin polityki, co pozwoli każdej z nich zdefiniować cel, który leży w jej zasięgu; (4) łatwiejszego formułowania oczekiwań przez podmioty gospodarcze (między innymi, wskutek większej przejrzystości całej polityki gospodarczej), a tym samym do bezpośredniego skrócenia opóźnienia zewnętrznego oraz (6) skrócenia opóźnienia wewnętrznego, głównie wskutek „bezpieczniejszego” podejmowania decyzji przez władze monetarne i fiskalne. W warunkach skoordynowanej polityki obaj decydenci dysponują lepszą informacją. Są też świadomi, że wspólne działanie może ograniczyć konsekwencje potencjalnych błędów, lub wręcz jej wyeliminować. Uwzględnivszy to wszystko, można stwierdzić, że wprowadzenie mechanizmów koordynacyjnych może znacząco zmniejszyć niepewność i skalę trudności wiążących się z opóźnieniami. W rezultacie łatwiejsze będzie zapewnienie stabilnego poziomu cen.

### **Podejście Tinbergena do wyznaczania celów polityki gospodarczej i jego przydatność do uzasadnienia potrzeby koordynacji**

W trakcie rozpatrywania opóźnień pojawił się wątek przyporządkowania danej dziedziny polityki do takich zadań, którym może ona sprostać, zważywszy na swoje cechy i ograniczenia. Można to potraktować jako wstęp do zagadnienia tzw. jednorękiego decydenta<sup>5</sup>, czyli *de facto* załamania się relacji cele-instrumenty, uwzględnianej w teoriach wiążących cele i instrumenty polityki gospodarczej.

Wśród tych teorii najczęściej stosowano klasyczne, tinbergenowskie podejście do wyznaczania polityki gospodarczej [Tinbergen, 1956]. Łączy ono cele tej polityki z instrumentami, wykorzystywanymi do ich osiągnięcia<sup>6</sup>. Narzędziem analizy J. Tinbergena jest model polityki gospodarczej, oparty na kilku założeniach, a mianowicie: (1) dana jest struktura gospodarki; (2) ustalone są wartości zmiennych celu, które Tinbergen uważa za stałe; (3) określony jest zbiór instrumentów, którymi dysponuje decydent oraz (4) model jest deterministyczny (por. [Kowalski, 1992]).

W modelu tym występują cztery rodzaje zmiennych, a mianowicie zmienne celu<sup>7</sup>, zmienne nieistotne, dane (*data*) oraz zmienne reprezentujące instrumenty poli-

<sup>5</sup> Przyczyny wystąpienia w praktyce tego zjawiska zostaną przedstawione w następnym punkcie.

<sup>6</sup> Szczegółowe omówienie koncepcji Tinbergena wykracza poza ramy artykułu. W literaturze polskiej najbardziej całościowo przedstawiono ją w: [Kowalski, 1992].

<sup>7</sup> J. Tinbergen wyprowadza je z wcześniej ustalonej globalnej funkcji preferencji. Stąd, jego podejście określa się mianem podejścia z ustalonymi celami. Innymi podejściami są: metoda celu priorytetowego, metoda celu o zmiennej wartości przy zmiennej krańcowej stopie substytucji

tyki gospodarczej. Dwie pierwsze grupy zmiennych mają charakter endogeniczny, a dwie pozostałe traktuje się jako zmienne egzogeniczne. Postać strukturalną tego modelu można zapisać następująco:

$$y = f(y, x) \quad (1)$$

gdzie  $y$  to zmienne endogeniczne, a  $x$  – zmienne egzogeniczne. Zatem w postaci strukturalnej zmienne endogeniczne są wyrażone jako funkcja innych zmiennych endogenicznych oraz zmiennych egzogenicznych [Acocella, 2002]<sup>8</sup>. W podejściu J. Tinbergena niewiadomymi są zmienne reprezentujące wartość instrumentów. Problem, przed jakim stoi decydent, sprowadza się przede wszystkim do wyznaczenia wartości tych zmiennych jako funkcji ustalonych wcześniej poziomów zmiennych celu. Stąd konieczne są odpowiednie przekształcenia modelu wyjściowego. Po wyeliminowaniu zmiennych nieistotnych i wyrażeniu pozostałych zmiennych endogenicznych (a więc celów) tylko za pomocą zmiennych egzogenicznych otrzymuje się postać zredukowaną modelu. Łatwo zauważyć, że będzie on liczył tyle równań, ile celów stawia przed sobą decydent. Przykładowo, dla dwóch celów i dwóch instrumentów, model w postaci zredukowanej wyglądałby następująco:

$$\begin{aligned} y_1 &= f_1(x_1, x_2) \\ y_2 &= f_2(x_1, x_2). \end{aligned} \quad (2)$$

W tym ujęciu, każdy cel jest funkcją obu instrumentów. Dla rozwiązania problemu konieczne jest więc wyrażenie instrumentów jako funkcji celów. Pozwoli to określić, jaka powinna być pożądana wartość obu instrumentów, by osiągnąć wcześniej ustaloną wartość celów. By to osiągnąć, należy przedstawić model zredukowany w postaci odwrotnej i przypisać celom konkretne wartości, przykładowo  $y_1 = y_1^*$  i  $y_2 = y_2^*$ . Otrzymuje się wówczas następującą odwrotną postać modelu zredukowanego:

$$\begin{aligned} x_1 &= \varphi_1(y_1^*, y_2^*) \\ x_2 &= \varphi_2(y_1^*, y_2^*). \end{aligned} \quad (3)$$

Zdaniem [Acocelli, 2002], warunkiem koniecznym rozwiązania (2) jest to, by liczba niewiadomych była równa liczbie równań. Innymi słowy, liczba instrumentów musi być równa liczbie celów. Wówczas układ równań (2) jest oznaczony. W podanym przykładzie, decydent musi dysponować minimum dwoma instrumentami. Jeżeli instrumentów jest zbyt wiele, wówczas ten układ jest nieoznaczony (istnieje wiele rozwiązań). Natomiast przy niedoborze instrumentów układ jest sprzeczny i nie ma rozwiązania.

---

oraz metoda celu o zmiennej wartości przy zmiennej krańcowej stopie substytucji [Acocella, 2002].

<sup>8</sup> Postać tę można wyrazić także w ujęciu macierzowo-wektorowym. Taki zapis można znaleźć w: [Kowalski, 1992].

Podstawowym wnioskiem, płynącym z analizy modelu Tinbergena jest to, że decydent, który chciałby osiągnąć pożądaną rezultat, powinien dysponować liczbą instrumentów nie mniejszą niż ilość celów, które zamierza osiągnąć<sup>9</sup>. Gdy więc dąży się do osiągnięcia dwuliniowo niezależnych celów, jeden instrument nie wystarczy. Konieczna może być wówczas rezygnacja z któregoś celu. Sytuacja jest jeszcze trudniejsza, gdy uchyli się założenie o deterministycznym charakterze modelu. Uwzględnienie w nim niepewności, zgodnie z faktycznymi warunkami realizacji polityki gospodarczej, „pogarsza” wybór decydenta. Gdy uwzględni się w przedstawionym modelu multiplikatywne zakłócenia losowe, wówczas nawet w warunkach nadwyżki instrumentów decydent powinien zastosować wszystkie dostępne instrumenty. Minimalizuje w ten sposób ryzyko nieosiągnięcia celu<sup>10</sup>.

Jak podkreśla [Blinder, 1982], koncepcję Tinbergena można wykorzystać do uzasadnienia potrzeby koordynacji. Potrzeba ta wynika ze zbyt małej liczby instrumentów, którymi dysponują decydenci, realizując swoje cele. Koordynacja nie byłaby potrzebna tylko w sytuacji nadmiaru instrumentów. Każdy z decydentów miałby wówczas szansę osiągnąć cel we własnym zakresie. W praktyce, prawdopodobieństwo posiadania „nadwyżki” instrumentów jest jednak bardzo małe. Liczba celów jest zazwyczaj większa, niż się zakłada, a przy tym niektóre instrumenty same mogą być celami. Ponadto bardziej skuteczne jest zastosowanie określonej kombinacji instrumentów obu polityk, niż jednego, wybranego instrumentu. Różne są też ramy czasowe, w których operują polityka fiskalna i pieniężna oraz ich opóźnienia.

Należy podkreślić, że dzięki lepszemu wykorzystaniu instrumentów będących w posiadaniu obu decydentów, koordynacja pozwala ograniczyć niedobór instrumentów. Następuje to głównie poprzez eliminację nakładania lub znoszenia się ich wpływu. Ponadto wspólne ustalenie celów pozwala zredukować ich liczbę. Koordynacja, jak już sygnalizowano, ogranicza też niepewność w gospodarce dając większe pole manewru politykom gospodarczym. Może to nastąpić poprzez wzrost wiarygodności polityki gospodarczej bądź redukcję opóźnień, na co zwracano już uwagę.

Zdaniem A. Blindera, koncepcja Tinbergena nadal przydaje się w formułowaniu polityki gospodarczej, mimo iż nie odpowiada już współczesnym warunkom. Jak podkreśla [Wojtyna, 1998], zakłada bowiem tylko jednego decydenta<sup>11</sup>. Bardziej przydatna jest dziś koncepcja [Mundella, 1962] określana mianem „przyporządkowania” (*assignment*) lub „efektywnej klasyfikacji”. Mianowicie Mundell proponuje, by każdy instrument, jak i całą politykę, związane z celem, na który wywiera on największy wpływ. Chodzi mu więc o odpowiedni dobór instrumentów do zadań, które mają spełniać. Na przykład, jeżeli polityka pieniężna wywiera silniejszy wpływ na inflację, niż polityka fiskalna, to wtedy powinna odpowiadać za realizację tego celu. Polityka fiskalna powinna wówczas odpowiadać za wielkość

<sup>9</sup> [Acocella, 2002] nazywa to „złotą regułą” polityki gospodarczej.

<sup>10</sup> Niepewność do analizy Tinbergena wprowadził [Brainard, 1967].

<sup>11</sup> Ponadto jako model strukturalny podlega ona krytyce Lucasa.

produkcji, gdyż w tym zakresie będzie prawdopodobnie skuteczniejsza niż polityka pieniężna. W takiej sytuacji, wartości instrumentów obu polityk stopniowo osiągną swoje optymalne poziomy.

Stosując tę koncepcję będzie też można zniwelować negatywny wpływ danego instrumentu na drugi cel, korzystnym działaniem drugiego instrumentu. Natomiast gdyby przyporządkowanie było niewłaściwe, wystąpi przeciwna tendencja: wartości obu instrumentów będą coraz bardziej odchodzić się od optymalnych wartości [Acocella, 2002], [Wojtyna, 1998].

Jak jednak podkreśla [Wojtyna, 1998], koncepcja Mundella zawodzi wtedy, gdy decydent nie dysponuje wystarczającą ilością instrumentów. Wystąpią wówczas podobne trudności, jakie występowały w koncepcji J. Tinbergena. Ściśle wiąże się z nimi sytuacja jednorękiego decydenta. W praktyce zjawisko to wystąpiło w latach 80. ubiegłego wieku. Zdaniem A. Wojtyny, ciężar bieżącej polityki stabilizacyjnej spoczął wówczas niemal całkowicie na barkach władzy monetarnej. Utrudniało to realizację podstawowego jej zadania.

### **Sytuacja jednorękiego decydenta, główne przyczyny jej wystąpienia i następstwa**

Można wyróżnić dwie przyczyny pojawienia się sytuacji „jednorękiego decydenta”. Pierwszą z nich było upowszechnienie się kursów płynnych i rosnąca mobilność przepływów kapitałowych. Drugą stanowił narastający w wielu krajach dług publiczny, spowodowany permanentnymi deficytami budżetowymi.

Upowszechnienie się kursów płynnych nastąpiło w 1973 roku po upadku dwóch głównych filarów systemu z Bretton Woods, którymi były system *par values* oraz wymienialność dolara USA zgodnie z parytetem złota. Upadek systemu z Bretton Woods zapoczątkowało jednostronne zawieszenie wymienialności dolara przez Stany Zjednoczone w sierpniu 1971 roku. Po tym wydarzeniu nasiliły się ataki spekulacyjne, zmuszając niejako wiele krajów członkowskich MFW do wprowadzenia kursów płynnych. W rezultacie tych zjawisk MFW wprowadził zasadę swobodnego wyboru systemu kursów. W 1978 roku nastąpiła demonetyzacja złota i ustanowiono pięć tzw. walut swobodnie używanych. Były nimi: dolar USA, marka niemiecka, funt szterling, frank francuski i jen [IMF, 2000], [Knakiewicz, 1981].

Charakterystyczne jest, że kraje EWG, wprowadzając 13 marca 1979 roku Europejski System Walutowy, przyjęły zasadę kursów stałych<sup>12</sup> i zastosowały tzw. mechanizm kursowy (ERM), mający na celu utrzymanie stabilnych kursów. Wiązało się to z postępującą integracją EWG i dążeniem do wprowadzenia systemu wspólnej waluty [Jurek, 2005]. Wszystkim tym zmianom towarzyszyła przyspieszona internacjonalizacja i globalizacja systemów bankowych, szybszy wzrost handlu i inwestycji niż produkcji w gospodarce światowej oraz ogromny wzrost skali

<sup>12</sup> Nowy system stałych kursów, podlegających zmianom, ustanowił MFW w 1973 roku [Knakiewicz, 1978].

przepływów kapitałowych, jak i liberalizacja tych przepływów, zwłaszcza w EWG [Paluszak, 2002].

Sprawa kursów stała się przedmiotem wielu sporów. Zdaniem wielu ekonomistów, kursy płynne minimalizują prawdopodobieństwo ataku spekulacyjnego, a co za tym idzie, ograniczają ryzyko wystąpienia kryzysu walutowego (zob. np. [Bordo *et al.*, 2000], [Małecki *et al.*, 2001]).

Już w latach 60. ubiegłego wieku R. Mundell i J. Fleming zwrócili uwagę, iż system kursowy oraz mobilność kapitału wpływają na skuteczność polityki pieniężnej i polityki fiskalnej. Ich zdaniem, w warunkach systemu kursu stałego i przy pełnej mobilności kapitału, polityka fiskalna zasadniczo jest skuteczna. Może stanowić narzędzie oddziaływania na gospodarkę, nie powodując wzrostu stóp procentowych. Nie pojawia się więc efekt wypierania. W tych warunkach bank centralny napotyka na problem tzw. „niemożliwego trójkąta”, czy innymi słowy, tzw. trylemat gospodarki otwartej. Dążąc do utrzymywania kursu na stałym poziomie, nie może realizować celów wewnętrznych<sup>13</sup>.

Odmienne kształtuje się oddziaływanie obu dziedzin polityki gospodarczej w warunkach kursu płynnego. Polityka fiskalna traci wówczas swoją skuteczność, przede wszystkim z powodu efektu międzynarodowego wypierania. Wzrost stóp procentowych, towarzyszący zazwyczaj ekspansji fiskalnej, powoduje napływ inwestycji pośrednich. Wzmocniony napływ kapitału do danego kraju wywołuje aprecjację kursu jego waluty. Aprecjacja sprzyja importowi, ale jednocześnie podraża eksport, obniżając popyt zagranicy na towary danego kraju. Stąd też, ekspansja fiskalna nie przynosi oczekiwanych skutków w postaci wzrostu produkcji. Skuteczne jest natomiast użycie polityki pieniężnej. Zastosowanie ekspansyjnej polityki pieniężnej początkowo obniży stopy procentowe. Wywoła to odpływ kapitału i ostatecznie deprecjację kursu waluty krajowej. To zaś zwiększy konkurencyjność eksportu. W rezultacie wzrośnie produkcja. Przy elastycznym rynku pracy, obniży się bezrobocie, a przy jego sztywnościach wystąpi tzw. efekt histerezy i poziom zatrudnienia nie zmieni się [Bednarczyk, 1990], [Kowalski, 2001].

W warunkach płynnych kursów i wysokiej mobilności kapitału polityka fiskalna nie jest zatem skuteczna. Mobilność kapitału nie jest jednak doskonała, istnieje więc, jak się wydaje, pewne pole manewru. Badania [Bransona i Buitera, 1982] dowodzą, że gdy uwzględni się konieczność zrównoważenia rachunku obrotów bieżących w długim okresie, polityka fiskalna odzyskuje skuteczność.

Zdaniem [Wojtyny, 1990], względna nieskuteczność polityki fiskalnej częściowo ma też źródło w niej samej. Mianowicie, dyskrejonalna polityka fiskalna, przejawiająca się chronicznymi deficytami budżetowymi doprowadziła do takiego skumulowania długu publicznego, że w zasadzie niemożliwe stało się prowadzenie jakiegokolwiek aktywnej polityki fiskalnej. Według niego, proces ten był częścią szerszego zjawiska. Wzrost wydatków sektora publicznego był wywołany, między innymi, rozwojem polityki socjalnej w państwach zachodnich, kosztami zimnej

<sup>13</sup> Będzie tak, jeżeli chce się utrzymać jednocześnie także swobodę przepływów kapitałowych, która stanowi trzeci „wierzchołek” trójkąta (por.: [Laurens i de la Piedra, 1998], [Wojtyna, 1990]).

wojny, jak i bezpośrednim zaangażowaniem się państwa w produkcję określonych dóbr i świadczenie usług<sup>14</sup>.

Deficyty budżetowe i dług publiczny ogromnie wzrosły w latach 70. ubiegłego wieku. Na początku tej dekady, dług publiczny w krajach OECD, z wyjątkiem Belgii i Wielkiej Brytanii, nie przekraczał 50% PKB. W następnych latach dług publiczny raczej się zmniejszał. W końcu lat 70. tendencja ta jednak odwróciła się. Pod koniec lat 80. tylko w Norwegii i Niemczech dług publiczny nie przekraczał 40% PKB. W innych krajach wielkości długu publicznego kształtowały się w przedziale 57,6%-124,4% PKB. Charakterystyczne jest, że Wielka Brytania była jedynym krajem, w którym dług publiczny systematycznie malał od połowy lat 80. Ponadto powszechnym zjawiskiem stały się pierwotne deficyty budżetowe. Szczególnie ostro problem ten wystąpił we Włoszech i w Belgii, natomiast jedynym krajem, który nie miał problemów w tym zakresie była Norwegia [OECD, 2000].

Obserwując te zjawiska, [Alesina i Perotti, 1995] sformułowali pojęcie tzw. skrzywienia ku deficytowi (*deficit bias*). Ich zdaniem, jego źródłem jest wiele czynników, sprawiających, że wyeliminowanie deficytów budżetowych nie jest w zasadzie możliwe. Według nich zarówno wyborcy, jak i politycy gospodarczy mogą podlegać iluzji fiskalnej. Nie będąc w pełni świadomi międzyokresowego ograniczenia budżetowego mogą preferować jego deficyt, nie zaś nadwyżkę. Mogą więc być skłonni do przerzucania ciężaru dostosowań fiskalnych na przyszłe pokolenia. Kumulacja długu może przy tym stanowić strategiczny instrument ograniczania pola manewru przyszłym rządóm.

Niewątpliwie, w sytuacji utrzymujących się deficytów budżetowych i rosnącego długu publicznego, praktycznie niemożliwe było prowadzenie dyskrecjonalnej polityki fiskalnej<sup>15</sup>. Ciężar polityki stabilizacji spoczął więc na automatycznych stabilizatorach i – przede wszystkim – na polityce pieniężnej. Należy podkreślić, że oprócz braku możliwości elastycznego kształtowania polityki fiskalnej, nagromadzony dług stanowił znaczne ograniczenie dla banków centralnych. Wywierał bowiem niekorzystny wpływ na poziom stóp procentowych, zaburzając wiarygodność polityki pieniężnej i pogłębiając niepokój na rynkach finansowych.

Uwzględniając obserwacje dotyczące kształtowania się deficytów budżetowych i długu publicznego można uznać, że formułowane przy rozważaniu zmian w systemach kursowych wnioski o względnej nieskuteczności polityki fiskalnej znalazły dodatkowe potwierdzenie. W praktyce, jedynym narzędziem stabilizacji gospodarki stała się polityka pieniężna<sup>16</sup>. Nie ulega jednak wątpliwości, że za pomocą samej polityki pieniężnej nie można utrzymać stabilności gospodarczej. Konieczny jest współdziałanie polityki fiskalnej. Należy uznać, że nawet jeżeli polityka fiskalna nie

<sup>14</sup> Warto zaznaczyć, że taka polityka miała wówczas wsparcie teoretyczne w doktrynie keynesowskiej.

<sup>15</sup> Charakterystyczne jest, że oprócz rozmiarów długu, w najnowszej literaturze uwypukla się problemy, jakie polityce pieniężnej może przysporzyć niekorzystna struktura długu (zob. np. [Mohanty i Scatigna, 2003]).

<sup>16</sup> W ostatnich kilku latach coraz częściej uznaje się jednak, że polityka fiskalna może odgrywać pewną rolę w stabilizacji gospodarki. Poglądy te przedstawił [Wojtyna, 2003].

może efektywnie oddziaływać na gospodarkę, to nie powinna przynajmniej zakłócać skuteczności banku centralnego, czy to poprzez bezpośredni, inflacyjny wpływ długu i deficytu budżetowego, czy poprzez negatywny wpływ na wiarygodność i przejrzystość polityki gospodarczej, utrudniający kształtowanie oczekiwań. Wręcz przeciwnie, działania władz fiskalnych powinny tworzyć korzystne warunki dla jego działań.

Każda z polityk dysponuje jednak ograniczoną ilością instrumentów. Fundamentalną kwestią staje się więc potrzeba uzgodnionego ich stosowania. Należy przy tym przyjąć, że konieczna jest również dyscyplina obu decydentów. Wiąże się ona ściśle z poczuciem odpowiedzialności decydentów za podejmowane przez nich działania. Brak dyscypliny, zwłaszcza ze strony władz fiskalnych, zakłóca skuteczność polityki gospodarczej. Dyscyplinę można jednak niejako wymusić dzięki koordynacji. Aby jednak koordynacja przyniosła pożądane efekty konieczne jest rozeznanie faktycznych możliwości polityki pieniężnej i polityki fiskalnej. Dzięki temu możliwe jest zminimalizowanie problemu niedoboru instrumentów i osiągnięcie celów przez władze fiskalne i monetarne.

### **Problem zerowej granicy nominalnych stóp procentowych jako przesłanka koordynacji polityki pieniężnej i polityki fiskalnej**

Charakteryzowane dotychczas motywy koordynacji podkreślały jej znaczenie dla przeciwdziałania inflacji i utrzymywania w ten sposób stabilności poziomu cen. Nie można jednak zapominać, że niestabilność poziomu cen występuje także, gdy poziom cen spada. Stąd zachodzi potrzeba rozważenia celowości koordynacji polityki pieniężnej i polityki fiskalnej również w kontekście ewentualnej deflacji.

Zjawiska deflacyjne nie stanowią *novum*. W szerokim zakresie występowały w okresie Wielkiego Kryzysu. Charakterystyczne jest przy tym, że niektóre kraje prowadziły wówczas celowo politykę deflacyjną, dążąc do utrzymania stabilności pieniądza. Przyniosło to ogromne straty [Knakiewicz, 1965]. W latach 30. tendencje deflacyjne wystąpiły w wielu krajach, między innymi w USA, Japonii, Szwecji oraz Polsce. W końcu lat 80. ubiegłego wieku deflacja wystąpiła w Kanadzie, Norwegii, Szwecji i Niemczech (zob. [Laidler, 2001]).

Trudności pogłębiły się w ciągu ostatniej dekady. Paradoksalnie, sukcesy w zakresie obniżania stopy inflacji zaczęły wówczas stanowić zagrożenie dla stabilności poziomu cen w wielu krajach, przede wszystkim w Japonii, Chinach i Niemczech [Kiedrowska i Marszałek, 2003]. Charakterystyczne jest, że silniej zaczęto zajmować się tą problematyką dopiero wtedy, gdy w wielu krajach wystąpił znaczący spadek inflacji i towarzyszący temu spadek krótkoterminowych stóp procentowych<sup>17</sup>. Zjawisko to skłoniło do badania niebezpieczeństwa wiążącego

<sup>17</sup> Z danych MFW wynika, że na początku lat 90. wśród dużych i uprzemysłowionych krajów okresy ze spadkiem CPI występowały jedynie w 1% tych krajów, podczas gdy w latach 2000-2002 – już w 13% krajów. W pierwszej połowie lat 90. w 5% krajów występowała deflacja lub inflacja niższa niż 1%. W latach 2002-2003 było ich już w 22% [IMF, 2003]. Na przykład,

się z utrzymaniem nominalnych stóp procentowych bliskich zero. W literaturze zwracano przede wszystkim uwagę, że taki ich poziom uniemożliwia przeciwdziałanie szokom deflacyjnym, zakłócającym poziom cen i produkcji. Podkreślano też, że gdy deflacja już wystąpi, staje się trudne jej przewyciężenie przez bank centralny. Zostaje on bowiem pozbawiony swojego podstawowego instrumentu, czyli stóp procentowych. Może obniżyć je tylko do zera. Tymczasem, w warunkach deflacji i oczekiwań deflacyjnych (które mogą być już trwale wbudowane w decyzje podmiotów gospodarczych), realne stopy procentowe mogą być ciągle wyższe niż poziom konieczny do „wypchnięcia” gospodarki z recesji i odwrócenia tendencji w zakresie kształtowania się cen (por. [Goodfriend, 2001], [Svensson, 2003]). Charakterystyczne jest przy tym, że uporanie się z niestabilnością poziomu cen będącą następstwem deflacji jest trudniejsze niż walka z inflacją [Buiter, 2003].

Zważywszy, że szczegółowe omówienie toczącej się dyskusji, dotyczącej potencjalnych zagrożeń deflacyjnych, wykracza poza ramy artykułu, ograniczono się tylko do wyjaśnienia problemu tzw. zerowej granicy nominalnych stóp procentowych (czyli tzw. problemu *zero bound*) i sposobów radzenia sobie z tym problemem. Trzeba bowiem wziąć to pod uwagę, gdy rozpatruje się kwestię koordynacji polityki pieniężnej i polityki fiskalnej.

Sedno zjawiska *zero bound* wyraża się w tym, że nominalne stopy procentowe, jak wspomniano, nie mogą spaść poniżej zera. Zdaniem [Goodfrienda, 2000] wynika to stąd, że nikt nie będzie skłonny pożyczać pieniędzy, uzyskując z tego tytułu ujemną realną stopę procentową. Zawsze bowiem istnieje możliwość utrzymywania gotówki, nie ponosząc z tego tytułu kosztów. Podobny pogląd reprezentuje [Wolman, 1998], twierdząc, że nikt nie będzie zainteresowany utrzymywaniem aktywu przynoszącego ujemny dochód, jeżeli ma alternatywę w postaci utrzymywania pieniądza, dającego zerowy nominalny dochód.

Na zależności te zwracają także uwagę [Admirault i O'Reilly, 2001]. Akcentują oni, że samo posiadanie pieniądza nie przynosi dochodu. Pieniądz jako dobro obiegowe odznacza się bowiem zerową pieniężną stopą zwrotu. Widać więc wyraźnie, że podzielają oni stanowisko J.R. Hicksa<sup>18</sup>. Ich zdaniem, korzyści z utrzymywania pieniądza wynikają z jego płynności, przynosząc tzw. dochód niepieniężny. Nominalne stopy procentowe nie mogą więc być ujemne, nikt nie byłby bowiem zainteresowany nabywaniem papierów wartościowych, przynoszących ujemną pieniężną stopę zwrotu i nie dających przy tym korzyści, jakie daje utrzymywanie pieniądza.

Problem *zero bound* nie jest „wynalazkiem” ostatnich lat. Charakterystyczne jest przy tym, że niektórzy uważają, iż jest on równoznaczny z tzw. pułapką płynności (*liquidity trap*). Zdaniem [Kinga, 1999] i [Svenssona, 2000] występowanie problemu *zero bound* nie musi jednak automatycznie oznaczać sytuacji pułapki płynności.

---

w USA w pierwszym półroczu 2004 roku stopy procentowe spadły do poziomu około 1%, a więc najniższego od ponad 40 lat. Jest to znaczące, zwłaszcza że wzrost gospodarczy wyniósł w pierwszym kwartale tego roku ok. 7% PKB.

<sup>18</sup> Kwestie te badała [Knakiewicz, 2004].

Pojawia się więc pytanie, w jaki sposób bank centralny może zapobiec wystąpieniu problemu *zero bound*, a także w jaki sposób przezwyciężyć go w sytuacji już istniejącej deflacji. Można przyjąć, w szerszym kontekście, że jest to pytanie o skuteczność polityki pieniężnej w zapobieganiu i zwalczaniu deflacji. Należy jednak podkreślić, że deflacja i *zero bound* nie muszą jednak iść w parze. Ponadto, jak stwierdza [Wojtyna, 2001], rozróżnienie między instrumentami służącymi do osiągnięcia obu celów nie zawsze jest wyraźne.

Niewątpliwie, w obu sytuacjach konieczne jest odpowiednie działanie banku centralnego<sup>19</sup>. Może on jeszcze samodzielnie odwrócić niekorzystne tendencje, wykorzystując klasyczne instrumenty, wzmocnione odpowiednio ukształtowanymi jakościowymi aspektami polityki banku centralnego, a zwłaszcza wiarygodnością [IMF, 2003]. Zdaniem [Ahearne *et al*, 2002], można zapobiec problemowi *zero bound* stosując odpowiednią kombinację instrumentów pieniężnych i fiskalnych. Zapobiega to nadmiernemu eksploatowaniu jednego instrumentu, łagodząc przy tym problemy związane z jego „przestrzeleniem”. W pewnym stopniu pogląd ten zdaje się podzielać [Buiter, 2003], podkreślając, że łączne użycie narzędzi fiskalnych i monetarnych zawsze wywoła wzrost zagregowanego popytu, co oddali groźbę deflacji. Sprawi to także, że wzrosną realne stopy procentowe. To zaś złagodzi problem *zero bound*.

Można uznać, że wraz z nasilaniem się napięć deflacyjnych i problemu *zero bound* rośnie znaczenie koordynacji polityki pieniężnej i fiskalnej. W sytuacji wystąpienia obu tych zjawisk, staje się ona już wręcz niezbędna. Wówczas bowiem, jak już wspomniano, w zasadzie niemożliwe jest wykorzystanie stóp procentowych, a co za tym idzie, prowadzenie skutecznej polityki pieniężnej.

Inne stanowisko prezentuje [Bernanke, 2002]. Jego zdaniem, nawet w sytuacji osiągnięcia granicy zerowych stóp nominalnych bank centralny „nie wyżył się amunicji”. Wydobyć się z pułapki płynności i/lub deflacji nadal jest możliwe, jeżeli bank centralny zastosuje pewne niekonwencjonalne środki. W literaturze najczęściej proponuje się wykorzystywanie prywatnych obligacji w operacjach otwartego rynku, bezpośrednie kredytowanie przedsiębiorstw przez bank centralny, nałożenie podatku na gotówkę, tzw. opcje Tinsleya, zobowiązanie do realizacji określonego (wyższego, niż w „normalnej” sytuacji) celu inflacyjnego czy też utrzymywania określonego poziomu kursu walutowego<sup>20</sup>. Niektóre z tych propozycji mają jednak charakter czysto teoretyczny. Te zaś, które można faktycznie wykorzystać wymagają wsparcia ze strony władz fiskalnych.

Ponownie więc uwidacznia się potrzeba koordynacji. Działania samego banku centralnego nie przyniosą pożądanego rezultatu. Również jednostronne posunięcia w zakresie polityki fiskalnej, mające pobudzić gospodarkę najprawdopodobniej okażą się niewystarczające. Wiąże się to z sygnalizowaną nieskutecznością dys-

<sup>19</sup> Przykładowymi działaniami mogą być: odpowiednie ustalenie celu inflacyjnego banku centralnego, zapewnienie stabilności systemu finansowego, ramy instytucjonalne umożliwiające szybką, elastyczną reakcję polityki pieniężnej na zmiany w gospodarce [Kiedrowska i Marszałek, 2003].

<sup>20</sup> Metody te przedstawił [Jurek, 2004b].

krecjonalnej polityki fiskalnej. Można w tej sprawie podzielić stanowisko [Buitera, 2003]. Stwierdza on stanowczo, że odpowiednia kombinacja instrumentów obu dziedzin polityki gospodarczej będzie zawsze skuteczna, wzmacnia bowiem skuteczność nieortodoksyjnych narzędzi banku centralnego, a także uwiarygadnia działania rządu w zakresie pobudzania popytu.

Jako przykład skuteczności rozwiązań koordynacyjnych, mających przezwyciężyć problem *zero bound* podaje się w literaturze sytuację ekspansji fiskalnej finansowanej przez bank centralny („zastrzyk” lub „deszcz” pieniężny). Zdaniem [Buitera, 2003] i [Svenssona, 2000], dzięki temu zawsze można wyprowadzić gospodarkę z deflacji i pułapki płynności. Jak bowiem podkreśla L.E.O. Svensson, w sytuacji deflacji nie ma konfliktu celów między obu decydentami. Ponadto propozycja ta jest atrakcyjna, składa się bowiem z propozycji na ogół dobrze przyjmowanych przez społeczeństwo. Jej wprowadzenie powinno być więc stosunkowo proste [Svensson, 2003]. Mając to na względzie, [Buitera, 2003] stwierdza, że utrzymująca się deflacja, nawet w sytuacji bliskich zeru stóp procentowych jest zawsze dowodem błędów w zarządzaniu makroekonomicznym, których można było uniknąć<sup>21</sup>. Nasuwa się zatem wniosek, że trudności w zakresie przezwyciężenia problemu *zero bound* i związanego z nim zagrożenia deflacją wynikają z braku koordynacji między władzami monetarnymi i fiskalnymi<sup>22</sup>.

Charakterystyczne jest, że propozycja wysunięta przez Buitera i Svenssona jest zupełnie sprzeczna z „tradycyjnymi” zaleceniami pod adresem polityki gospodarczej. W koncepcjach obu autorów zaleca się bowiem wariant dwóch ekspansywnych polityk. Jak się jednak wydaje, ze względu na swoistość sytuacji i „ubezpieczający” wpływ koordynacji, takie nietypowe użycie instrumentów polityki pieniężnej i fiskalnej jest uzasadnione.

### Uwagi końcowe

Prowadzone rozważania dowodzą, że potrzeba koordynacji uwidacznia się w wielu sytuacjach. Zapewnienie koordynacji pozwala ograniczyć problem opóźnień polityki gospodarczej, złagodzić problem niedoboru instrumentów, będących w dyspozycji obu decydentów, a także zapobiec presji deflacyjnej i zwiększyć skuteczność polityki gospodarczej w sytuacji wystąpienia problemu *zero bound*. Wszystko to zwiększa prawdopodobieństwo osiągnięcia przez obu decydentów założonych celów, w tym także ustabilizowania poziomu cen.

<sup>21</sup> *Deflation, even in the face of zero bound is always and everywhere the evidence of unnecessary and avoidable macroeconomic mismanagement* [Buitera, 2003, s. 54].

<sup>22</sup> Jak się wydaje, sytuacja taka występowała w Japonii. Polityka fiskalna, nastawiona głównie na kreowanie popytu poprzez szeroko zakrojone inwestycje publiczne, nie stanowiła odpowiedniego wsparcia dla działań Banku Japonii. Wskutek tego, ta ostatnia instytucja była zmuszona uciekać się do wielu niekonwencjonalnych działań, takich jak, np. udzielanie pożyczek bankom, tzw. dwukierunkowe operacje *repo* czy operacje otwartego rynku z wykorzystaniem długookresowych obligacji skarbowych (zob. [Jurek, 2004a]).

Kończąc, można sformułować jeszcze kilka ogólnych wniosków. Po pierwsze, współzależności obu polityk są dużo głębsze i bardziej złożone, niż mogłoby to się wydawać, wykraczając poza tradycyjne, inflacjogenne finansowanie deficytów budżetowych. Ponadto zmiany warunków realizacji polityki gospodarczej przyniosły ze sobą nowe wyzwania dla decydentów, uwypuklając konieczność zaprojektowania sprawnych mechanizmów koordynacyjnych.

Rodzi to jednak określone problemy. Jak się wydaje, zważywszy na ograniczenia polityki fiskalnej utrudniające elastyczne jej stosowanie, a także to, że jej wpływ na poziom cen ma raczej charakter zakłócający niż wspierający, rozwiązania koordynacyjne powinny przede wszystkim wspierać pozycję banku centralnego jako tego decydenta, który dysponuje większym polem manewru i będącego w zasadzie jedynym podmiotem mogącym skutecznie kształtować oczekiwania uczestników procesów rynkowych. Władze fiskalne powinny ograniczyć się raczej do wspierania określonych posunięć banku centralnego lub też prowadzenia polityki według przyjętej reguły.

Po drugie, koordynacji nie powinno się utożsamiać tylko z jednym określonym wariantem *policy mix*. Nie powinno się więc rozumieć koordynacji jako połączenia restrykcyjnej polityki fiskalnej z ekspansywną polityką pieniężną, jak to zazwyczaj czyniono w literaturze. Problem *zero bound* zwrócił uwagę na sytuację, w której wyrazem skoordynowanej polityki był wariant dwóch polityk o charakterze ekspansywnym. Jak się wydaje, jest to przestroga przed zbyt dogmatycznym podchodzeniem do projektowania i realizacji polityki gospodarczej. Praktyka rodzi wiele trudności, których przezwyciężenie jest możliwe jedynie przy zachowaniu odpowiedniej elastyczności.

## Bibliografia

- Acocella N., [2002], *Zasady polityki gospodarczej*, WN PWN, Warszawa.
- Admirault D., O'Reilly B., [2001], *The Zero Bound on Nominal Interest Rates: How Important Is It?*, „Bank of Canada Working Papers”, No. 6.
- Ahearne A., Gagnon J., Haltmaier J. and others, [2002], *Preventing Deflation: Lessons from Japan's Experiences in the 1990s*, Board of Governors, „International Finance Discussion Paper”, No. 729.
- Alesina A., Perotti R., [1995], *The Political Economy of Budget Deficits*, IMF Staff Papers, Vol. 42.
- Ando A., Brown E.C., Solow R.M., Kareken J., [1975], *Opóźnienia w polityce fiskalnej i pieniężnej*, [w:] *Teoria i polityka stabilizowania koniunktury*, (red.) A. Szeworski, PWE, Warszawa.
- Bank of England, [2001], *The transmission mechanism of monetary policy*, The Monetary Policy Committee.
- Battini N., Nelson E., [2002], *The Lag from Monetary Policy Actions to Inflation: Friedman Revisited*, Bank of England, mimeo.
- Bednarczyk J.L., [1990], *Polityka pieniężna przeciw inflacji. Studium gospodarki kapitalistycznej*, PWN, Warszawa.
- Bernanke B., [2002], *Deflation – making sure “it” doesn't happen here*, „BIS Review”, No. 68.

- Blinder A., [1982], *Issues in the Coordination of Monetary and Fiscal Policy: Monetary Policy Issues in the 1980s*, A Symposium Sponsored by the Federal Reserve Bank of Kansas City, Jackson Hole.
- Blinder A., [2001], *Bankowość centralna w teorii i praktyce*, CeDeWu, Warszawa.
- Bordo M., [1995], *Is There a Good Case for a New Bretton Woods International Monetary System?*, American Economic Review, No. 2.
- Bordo M., Eichengree B., Klingebiel D., Martinez-Peira M.S., [2000], *Is crisis problem growing more severe*, „Economic Policy”, No. 32.
- Brainard W., [1967], *Uncertainty and the effectiveness of policy*, „American Economic Review”, Vol. 57, No. 2.
- Branson W.H., Buiter W., [1982], *Monetary and Fiscal Policy with Flexible Exchange Rate*, NBER „Working Paper”, No. 901.
- Buiter W., [2003], *Deflation: prevention and cure*, NBER „Working Papers”, No. 9623.
- Cargill T.F., [2001], *Monetary Policy, Deflation, and Economic History: Lessons for the Bank of Japan*, Monetary and Economic Studies 2001, Special Edition, February.
- Friedman M., [1961], *The Lag in the Effect of Monetary Policy*, „Journal of Political Economy”, October.
- Friedman M., [1973], *Have Monetary Policies Failed?*, „American Economic Review, Papers and Proceedings”, No. 62.
- Gerlach S., Svensson L.E.O., [2001], *Money and Inflation in the Euro Area: A Case for Monetary Indicators?*, „BIS Working Papers”, No. 98.
- Goodfriend M., [2000], *Overcoming the Zero Bound on Interest Rate Policy*, „Journal of Money, Credit and Banking”, No. 32, Vol. 32, part 2.
- Goodfriend M., [2001], *Financial Stability, Deflation and Monetary Policy*, „Federal Reserve Bank of Richmond Working Papers”, No. 01-01.
- Goodhart Ch., [2001], *Monetary Transmission Lags and the Formulation of The Policy Decision on Interest Rates*, „Federal Reserve Bank of St. Louis Review”, July/August.
- Gruen D., Romalis J., Chandra N., [1997], *The lags of monetary policy*, „Research Discussion Paper” No. 9702, Reserve Bank of Australia.
- Hagen J., Harden I., [1994], *National budget processes and fiscal performance*, „European Economy”, No. 3.
- IMF, [2000], *Chronology. IMF adapts and expands operations to meet member’s countries changing needs*, IMF „Survey Supplement”, No. 29, September.
- IMF, [2003], *Should we be worried about deflation*, „Survey”, Vol. 32, No. 10.
- Jurek M., [2004a], *Kontrowersje wokół skuteczności polityki pieniężnej Banku Japonii w latach 1990-2004*, „Bank i Kredyt”, nr 7.
- Jurek M., [2004b], *Zero jako granica polityki stóp procentowych banku centralnego*, „Ekonomista”, nr 1.
- Jurek M., [2005], *Pojęcie, właściwości i przemiany wielonarodowych systemów walutowych, część I*, „Bank i Kredyt”, nr 2.
- Kiedrowska M., Marszałek P., [2003], *Deflation: the matter under discussion*, „Argumenta Oeconomica”, No. 1-2.
- King M., [1999], *Challenges for Monetary Policy: New and Old*, Federal Reserve Bank of Kansas City, [w:] *New Challenges for Monetary Policy*, Jackson Hole, August.
- Knakiewicz Z., [1965], *Deflacja polska 1930-1935*, PWE, Warszawa.
- Knakiewicz Z., [1978], *Pieniądz wewnętrzny a wymiana z zagranicą*, „Ruch Prawniczy, Ekonomiczny i Socjologiczny”, z. 2.
- Knakiewicz Z., [1981], *Teorie pieniądza niezależnego i ich zastosowanie*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Poznaniu, Poznań.
- Knakiewicz Z., [2004], *Teoretyczne podłoże kreacji i regulacji euro*, „Ruch Prawniczy, Ekonomiczny i Socjologiczny”, z. 4.

- Kowalski T., [1992], *Efektywność instrumentów i skuteczność polityki ekonomicznej. Metodologiczne problemy pomiaru*, [w:] *Planowanie w rynkowej gospodarce polskiej*, (red.) B. Gruchman, J. Tarajkowski, „Zeszyty Naukowe AE” w Poznaniu, Poznań.
- Kowalski T., [2001], *Proces formułowania oczekiwań a teoria cyklu wyborczego*, Wydawnictwo AE w Poznaniu, Poznań.
- Laidler D., [2001], *Deflation*, [w:] *The New Palgrave Dictionary of Money and Finance*, (eds.) P. Newman, U. Milgate, J. Eatwell, McMillan Reference LTD, London.
- Laurens B., Piedra E. de la, [1998], *Coordination of Monetary and Fiscal Policies*, IMF Working Paper, No. 98/25.
- Małecki W., Sławiński A., Piasecki R., Żuławska U., [2001], *Kryzysy walutowe*, WN PWN, Warszawa.
- Marin A., [1992], *Macroeconomic Policy*, Routledge, Londyn.
- Marszałek P., [2005], *Zastosowanie teorii gier do badania koordynacji polityki pieniężnej i polityki fiskalnej*, [w:] *Studia z bankowości centralnej*, (red.) W. Przybylska-Kapuścińska, „Zeszyty Naukowe Akademii Ekonomicznej w Poznaniu” nr 56, Poznań.
- Mohanty M.S., Scatigna M., [2003], *Countercyclical fiscal policy and central banks*, [w:] *Fiscal Issues and Central Banking in Emerging Economies*, BIS Papers, No. 20.
- Mundell R.A., [1962], *The Appropriate Use of Monetary and Fiscal Policy for Internal and External Stability*, „IMF Staff Papers”, No. 1.
- OECD, [2000], *World Economic Outlook*.
- OECD, [2003], *World Economic Outlook*.
- Paluszak G., [2002], *Systemy bankowe w procesie europejskiej integracji walutowej*, Wydawnictwo AE, Poznań.
- Svensson L.E.O., [2000], *How Should Monetary Policy Be Conducted in an Era of Price Stability?*, „NBER Working Papers”, No. 7516.
- Svensson L.E.O., [2003], *Monetary Policy and Real Stabilization*, „NBER Working Paper”, No. 9846.
- Tinbergen J., [1956], *On the Theory of Economic Policy*, North-Holland Publishing Company, Amsterdam.
- Wojtyna A., [1990], *Nowoczesne państwo kapitalistyczne a gospodarka. Teoria i praktyka*, WN PWN, Warszawa.
- Wojtyna A., [1998], *Szkice o niezależności banku centralnego*, WN PWN, Warszawa-Kraków.
- Wojtyna A., [2001], *Skuteczność polityki pieniężnej w warunkach niskiej inflacji: problem zerowej granicy nominalnych stóp procentowych*, „Bank i Kredyt”, nr 7.
- Wojtyna A., [2003], *Polityka makroekonomiczna w cyklu koniunkturalnym – nowe nurty w teorii*, „Gospodarka Narodowa”, nr 5-6.
- Wolman A., [1998], *A Staggered Price Setting and the Zero Bound on Nominal Interest Rates*, „Federal Reserve Bank of Richmond Economic Quarterly”, Vol. 84(4).

## THE DIFFICULTIES OF COORDINATING MONETARY AND FISCAL POLICIES IN THE MODERN ECONOMY

### Summary

The paper examines issues related to the coordination of fiscal and monetary policies. The author discusses the implications of delayed monetary and fiscal decisions and the difficulties involved in setting economic policy goals. He also describes the “one-armed policymaker” syndrome and the “zero bound problem.”

The discussion indicates that proper coordination makes it possible to limit delays in economic policy. It also offsets the shortage of instruments at the disposal of policy makers and helps prevent deflation pressure, while increasing the efficiency of economic policy under “the zero bound problem.” All this increases the probability that monetary and fiscal policy makers will successfully attain their goals.

The author concludes that the relationships between monetary and fiscal policies are much deeper and more complex than they seem to be, going beyond their traditional perception in terms of inflation and budget deficit financing. Moreover, considering the limitations of fiscal policy that reduce its flexibility, coordination efforts should primarily support the position of the central bank as a prime decision maker with considerable room for maneuver. Fiscal authorities should essentially limit themselves to supporting central bank activities and pursuing well-designed policies.