

Artur Więznowski

Cele banków centralnych w świetle obecnego kryzysu : rewizja założeń

Ekonomiczne Problemy Usług nr 38, 88-95

2009

Artykuł został opracowany do udostępnienia w internecie przez Muzeum Historii Polski w ramach prac podejmowanych na rzecz zapewnienia otwartego, powszechnego i trwałego dostępu do polskiego dorobku naukowego i kulturalnego. Artykuł jest umieszczony w kolekcji cyfrowej bazhum.muzhp.pl, gromadzącej zawartość polskich czasopism humanistycznych i społecznych.

Tekst jest udostępniony do wykorzystania w ramach
dozwolonego użytku.

ARTUR WIĘZNOWSKI

Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu

CELE BANKÓW CENTRALNYCH W ŚWIETLE OBECNEGO KRYZYSU – REWIZJA ZAŁOŻEŃ

Wprowadzenie

Obecny kryzys stanowi wyzwanie dla wszystkich instytucji kształtujących politykę gospodarczą. Wśród tych instytucji kluczową rolę odgrywają banki centralne. Ich aktywne włączenie się w przeciwdziałanie kryzysowi oznacza rewizję realizowanych dotychczas celów. Tym bardziej że przynajmniej niektóre z banków są współodpowiedzialne za wywołanie obecnego kryzysu, przy czym niepoślednią rolę w popełnieniu błędów odegrało wąskie zakreślenie realizowanych przez banki centralne celów.

Dotychczasowe cele banków centralnych

Główne cele polityki monetarnej formułowane były na różne sposoby. Początkowo słabością polityki monetarnej była wielość celów. W przypadku Rezerwy Federalnej USA ilustruje ją np. dyrektywa z marca 1970 roku. Jako główne cele banku określała ona pożądane zmiany zagregowanych wydatków w relacji do potencjalnego produktu, wpływ pieniądza i zagregowanego popytu na zatrudnienie i ceny, skutki tych polityk dla poszczególnych sektorów i międzynarodowych rezerw walutowych, dystrybucję dochodów, gospodarkę mieszkaniową, centralne i lokalne finanse publiczne i inne obszary pod wpływem zmian w ilości pieniądza i kredycie¹. Obecnie dominuje pogląd, w którym mówi się o polityce pieniężnej jako stabilizatorze wartości waluty narodowej. Czasem, rzadziej, jako cel dodatkowy określa się wspieranie wzrostu gospodarczego. Od lat 80. XX wieku doszło więc do zawężenia celów oraz wysunięcia na pierwszy plan przeciwdziałania inflacji (i deflacji)². W ramach tak sformułowanych celów poszukiwano najskuteczniejszej polityki pieniężnej. Skuteczność tę rozumiano jako stabilizację wartości pieniądza przy minimalizacji kosztów takich działań. Współczesne banki centralne formułują swój cel na trzy dominujące sposoby: jako

¹ W. Poole: *Monetary Aggregates and monetary policy*, W: *The Evolution of Monetary Policy and The Federal Reserve System Over the Past Thirty Years*, Red. R. Kopcke, L. Browne. Conference Series No. 45. Federal Reserve Bank of Boston 2000, s. 18.

² F.S. Mishkin: *What Monetary Policy Can and Cannot Do*, W: *Monetary Policy in Transition in East and West: Strategies, Instruments and Transmission Mechanisms*, Vienna 1997, s. 57.

cel inflacyjny, monetarny lub jako stabilizację kursu walutowego¹. Każdy z nich charakteryzuje określone wady i zalety. Cel inflacyjny wiąże się z reakcją banku centralnego na odchylenie wzrostu cen od celu lub wyznaczonego korytarza. Jednak nie każdy wzrost cen ma swe źródła monetarne – czyli nie zawsze można go zwalczyć monetarnymi narzędziami. Próby takiego zwalczania są kosztowne i mało skuteczne⁴. Uzasadnieniem stosowania celu inflacyjnego jest argument o wysokiej szkodliwości inflacji, mającej swe źródło zarówno w czynnikach krajowych, jak i w wymianie z zagranicą (niestabilność kursów walut). W rozwiązywaniu modelowym (stosowanym np. przez NBP) niestabilność kursów powoduje jednak reakcję tylko w przypadku przełożenia się jej na wzrost wskaźnika inflacji. Reakcja ta nie ma charakteru interwencji na rynkach walutowych, a sprowadza się głównie do wykorzystania stóp procentowych banku centralnego do schłodzenia gospodarki

Drugim często stosowanym rozwiązaniem jest określenie jako celu stabilizacji kursu waluty krajowej. Poprzez ograniczenie zmienności kosztów zakupu dóbr z zagranicy osiąga się stabilizację istotnej części kosztów produkcji w kraju. Ponadto konkurencja ze strony podmiotów zagranicznych zapobiega podnoszeniu cen przez producentów krajowych. W przeciwnym wypadku tracą oni klientów na korzyść firm zagranicznych. Mechanizm ten działa głównie w krótkim okresie. Jednakże uważa się, że w okresie długim, szczególnie zaś w przypadku wystąpienia ataków spekulacyjnych na kurs waluty lub dynamicznych zmian produktywności i konkurencyjności, cel polegający na stabilizacji kursu wymiany uniemożliwia prowadzenie skutecznej polityki pieniężnej⁵. Realizowany jest on więc głównie przez małe i średnie otwarte gospodarki, dla których stabilizacja warunków wymiany z zagranicą jest podstawą sprawnego funkcjonowania. Czasem stabilizacja warunków wymiany z zagranicą osiągnana jest poprzez pełne zrzeczenie się niezależności monetarnej – w systemach *currency peg* lub *currency board*. Substytutem tego celu jest przyjęcie wspólnej waluty, jak w Łacińskiej Unii Monetarnej w końcu XIX wieku czy aktualnie poprzez przyjęcie euro w ramach Europejskiej Unii Monetarnej. Wspólna waluta stabilizuje warunki wymiany, a zadanie prowadzenia polityki pieniężnej spada na wspólny bank centralny.

Cel monetarny oznacza dążenie do uzyskania określonej dynamiki ściśle zdefiniowanego agregatu pieniężnego. Podstawowe wady celu monetarnego to problemy ze zdefiniowaniem zmiennej będącej punktem odniesienia (który agregat kontrolować?) oraz większa zmienność stóp procentowych (pozwalająca utrzymać dynamikę pieniądza w założonym przedziale)⁶. Jednakże najważniejszą przyczyną ograniczonej popularności tego celu jest

¹ C. Pfister: *Monetary, Inflation and Exchange Rate Targeting*. W: *Monetary Policy in Transition in East and West: Strategies, Instruments and Transmission Mechanisms*. Vienna 1997, s. 35.

⁴ A. Więznowski: *Neutralność pieniądza a zadania współczesnych banków centralnych*. SGH, Zeszyt Naukowy 41, Warszawa 2004, s. 30.

⁵ F.S. Mishkin: *Ekonomika pieniądza, bankowości i rynków finansowych*. PWN, Warszawa 2002, s. 382.

⁶ R.W. Hafer: *What Remains of Monetarism*. Federal Reserve Bank of Atlanta Economic Review 2001, s. 41.

fakt, iż jest on niewygodny dla banków centralnych, nie pozwalając równie łatwo interpretować przekroczenia go „w dół” jako sukcesu – w przeciwieństwie do celu inflacyjnego⁷. Zapewne te przyczyny sprawiły, że Rezerwa Federalna USA, jak i np. NBP w założeniach swej polityki w ogóle nie odnoszą się do zmian agregatów pieniężnych. Jednak Bundesbank w latach 1976–1998 z powodzeniem stosował cel monetarny, a EBC traktuje zmiany ilości pieniądza jako „drugi filar” – jedną z podstawowych przesłanek kształtujących politykę monetarną.

Rola banków centralnych w kryzysie finansowym lat 2007–2009

Omówione w pierwszej części cele banków prowadziły do określonych działań. Działania te zaś są – jak się wydaje – istotnymi źródłami obecnego kryzysu. Uruchomienie w USA spirali spekulacji ułatwił bardzo tani pieniądz, co było pochodną ujemnych realnych stóp procentowych Banku Rezerwy Federalnej. Sprzyjało to zmianom niektórych kategorii pieniądza, których przyrost, w warunkach braku oczekiwań inflacyjnych, sfinansował wzrost obrotów na rynkach kapitałowych. Tym samym banki centralne są współwinne obecnego kryzysu. Nie podjęły one na czas działań zaradczych, pomimo iż problematyka narastającej nierównowagi była dostrzegana w opracowaniach⁸. Wielu autorów zwracało uwagę, że zawężenie zadań banku do realizacji celu inflacyjnego prowadzi do pominięcia wielu istotnych zmiennych i może oznaczać, że bank centralny zamiast pełnić funkcję stabilizującą w gospodarce, przyczyni się do jej destabilizacji i narastania nierównowagi o charakterze spekulacyjnym⁹. W krótkim okresie prowadzi to do błędnej alokacji zasobów. W dłuższym do kryzysów finansowych, które mogą przerodzić się w kryzysy ogólnogospodarcze. Konieczność łagodzenia takich kryzysów oznaczać zaś może niewywiązywanie się z zadania stabilizacji wartości pieniądza i przeciwdziałania inflacji.

Jak podkreślono powyżej, celem większości banków centralnych jest zapobieganie inflacji. Niektóre z nich, a w szczególności „Fed” – bank centralny USA, za istotne zadanie polityki pieniężnej uznawały również przeciwdziałanie i łagodzenie kryzysów gospodarczych. Przy czym w indeksach cen ignorowano lub przypisywano bardzo niskie wagi cenom nieruchomości, nie uwzględniając w ogóle cen papierów wartościowych. W ten sposób banki centralne odcinały się od przeciwdziałania nierównowagom na rynkach kapitałowych i nieruchomości, twierdząc, że nie mają instrumentów pozwalających określić, które wzrosty cen mają charakter spekulacyjny, a które są uzasadnione zmianami sytuacji ryn-

⁷ A. Więznowski: *Neutralność pieniądza a zadania współczesnych banków centralnych*. SGH, Zeszyt Naukowy 41, Warszawa 2004, s. 37.

⁸ He, T. Ling: *Variations in effects of monetary policy on stock market returns in the past four decades*. Review of Financial Economics, Elsevier 2006, vol 15(4), s. 331–349.

⁹ D. Bredin i inni: *UK Stock Returns and the Impact of Domestic Monetary Policy Shocks*. Journal of Business Finance and Accounting. Blackwell Publishing 2007, vol. 34 (5–6), s. 872–888.

kowej i przesłankami o charakterze fundamentalnym¹⁰. Bank centralny USA obniżał stopy procentowe, gdy następował kryzys na rynkach finansowych, by złagodzić jego skutki dla gospodarki realnej. Nie podnosił jednak stóp procentowych, gdy „wybawieni” z opresji inwestorzy ponownie napędzali mechanizmy spekulacyjne. Ta asymetria polityki pieniężnej była jedną z przyczyn nadmiernie ryzykownych, a więc nieracjonalnych zachowań inwestorów, którzy liczyli, że w razie czego od nadmiernych strat uchroni ich reakcja banku centralnego.

Banki centralne doprowadziły też do sytuacji, w której pieniądź był bardzo tani. Ten tani pieniądź był niespotykane dostępny – np. w USA w zasadzie zrezygnowano z kontroli podaży pieniądza, co ułatwiało finansowanie spekulacyjnych transakcji¹¹. Stan ten tak długo nie niepokoił banków, jak długo wskaźniki inflacji pozostawały na niskim poziomie. Brak skutków inflacyjnych wyjaśnić można kilkoma czynnikami. Po pierwsze, dolar jest walutą rezerwową, a od końca lat osiemdziesiątych ogromne zasoby tej waluty zgromadziły np. Chiny. Po kryzysach lat 1997–1998 do grona krajów rozbudowujących rezerwy dewizowe dołączyły Korea Południowa i Rosja, ale i inne gospodarki¹². Wzrost cen ropy, metali i żywności przyspieszył ten proces. Po drugie, skuteczna polityka antyinflacyjna lat osiemdziesiątych ubiegłego wieku trwale obniżyła oczekiwania inflacyjne, a niezależność banków centralnych uwiarygodniła ich determinację w zwalczaniu inflacji. Po trzecie, takie wielkości, jak mnożnik kreacji pieniądza i prędkość jego obiegu wykazują cechy autonomicznych stabilizatorów polityki pieniężnej, co oznacza, że ich zmiany w pewnych granicach łagodzą skutki nadmiernych zmian ilości pieniądza (przy czym po przekroczeniu tych granic przestają pełnić taką rolę i np. ucieczka od pieniądza dodatkowo zwiększa presję inflacyjną)¹³. Znaczna część rezerw dewizowych wracała na rynek USA poprzez finansowanie długu publicznego, inwestycje giełdowe lub inwestowanie w nieruchomości. Oczekiwania inflacyjne zastępowane były oczekiwaniami wzrostu cen papierów wartościowych i nieruchomości, a w warunkach paniki na rynkach automatyczne stabilizatory przestały cokolwiek stabilizować.

Aby precyzyjniej opisać obserwowane procesy, możemy skorzystać z równania Fishera¹⁴. Korzystamy z niego z poprawką na fakt, że dolar jest pieniądzem rezerwowym i część jego emisji trwale znajduje się poza obiegiem pieniężnym USA¹⁵.

¹⁰ Shiu-Sheng Han: *Does Monetary Policy Have Asymmetric Effects on Stock Returns?* Journal of Money, Credit and Banking, Blackwell Publishing 2007, vol. 39 (2-3), s. 667-688.

¹¹ *The New Monetary Policy*. Red. P. Arestis i inni. University of Cambridge 2005, UK, s. 68.

¹² A. Więznowski: *Poziom rezerw walutowych Polski na tle wybranych krajów świata*. W: *Współczesne problemy polityki ekonomicznej*. Red. J. Sokołowski, Z. Przybyła. AE we Wrocławiu 2007, s. 408-416.

¹³ A. Więznowski: *Mnożnik kreacji pieniądza a systemy finansowe wybranych rynków wschodzących*. W: *Rynki finansowe wobec procesów globalizacji*. Red. L. Pawłowicz, R. Wierzbą. Uniwersytet Gdański 2003, s. 280-299.

¹⁴ F.S. Mishkin: *Ekonomia pieniądza, bankowości i rynków finansowych*. PWN, Warszawa 2002, s. 656.

¹⁵ *Concepts of Money*. Red. G. Ingham. University of Cambridge, UK 2005, s. 518.

$$M \times V = P \times Y$$

gdzie M to ilość pieniądza, V to liczba transakcji obsługiwanych przez jednostkę pieniądza w jednostce czasu, P to ceny w gospodarce, a Y to wolumen transakcji¹⁶.

Z powyższego wzoru łatwo wyczytać, że szybki wzrost M przy powoli malejącym V i względnie powoli rosnącym Y musiał prowadzić do wzrostu P , co jest zgodne z teorią monetarną. Jednak w warunkach braku oczekiwań inflacyjnych i silnej reakcji banku centralnego na wzrost wskaźników inflacji, wzrost cen najszybciej i najpełniej znalazł odzwierciedlenie w cenach nieruchomości, a szczególnie papierów wartościowych i różnego typu derywantów. Tym sposobem polityka banku centralnego przyczyniła się do narastania napięć spekulacyjnych w gospodarce amerykańskiej i poza nią.

Tabela 1

Stopy procentowe i indeksy giełdowe w USA 1998-2008

Okres	Nominalne stopy procentowe Fed	Inflacja	Realne stopy procentowe Fed	Indeksy NAScomp	Indeksy DJIA	Zmiana indeksu NAScomp	Zmiana indeksu DJIA
1998	4,92	1,55	3,32	5818	8626		
1999	4,62	2,19	2,38	6546	10465	12,51%	21,32%
2000	5,73	3,38	2,27	6806	10735	3,97%	2,58%
2001	3,4	2,83	0,55	6398	10189	-5,99%	-5,09%
2002	1,17	1,59	-0,41	5579	9226	-12,80%	-9,45%
2003	2,12	2,3	0,18	5448	8994	-2,35%	-2,51%
2004	2,34	2,67	0,32	6613	10317	21,38%	14,71%
2005	4,19	3,38	0,78	7349	10548	11,13%	2,24%
2006	5,96	3,23	2,64	8358	11409	13,73%	8,16%
2007	5,86	2,85	2,93	9649	13170	15,45%	15,44%
X'2008	1,25	4,23	2,86	6130	9177	-36,47%	-30,32%

Źródło: obliczenia własne na podstawie gpoaccess.gov/indicators/08octbro.html, IMF Financial Statistical Yearbooks (CPI) oraz IMF Database, report for USA XI/2008.

Przytoczone powyżej dane (tab. 1), szczególnie dla lat 2003-2005, potwierdzają tezę o asymetrii polityki banku centralnego USA. W latach 2001-2002 bank obniżył stopy procentowe w związku z kryzysem giełdowym. Jednak przez trzy kolejne lata utrzymywał je na bardzo niskim poziomie, pomimo wzrostu gospodarczego i bardzo szybkiego wzrostu cen akcji na giełdzie nowojorskiej. Ten tani pieniądz mógł być jedną z przyczyn wzro-

¹⁶ Y częściej definiowane jest jako PKB, co z teoretycznego punktu widzenia jest ujęciem mniej poprawnym. Jednak większa dostępność danych o PKB oraz stosunkowo wysoka korelacja PKB i wartości globalnej pozwalają jako przybliżenie Y wykorzystać PKB.

stu wartości papierów wartościowych, niemającego odzwierciedlenia w realnym wzroście gospodarki. Tym samym tani pieniądz ułatwił rozkręcenie spirali spekulacyjnej, a przede wszystkim umożliwił wytworzenie szczególnej atmosfery wśród inwestorów, którzy w sposób systematyczny nie doszacowywali ryzyka.

Ciekawych wniosków dostarcza analiza zmian oszczędności podmiotów gospodarczych i zasobów finansowych instytucji. Były one znacznie szybsze niż przyrost wartości produktu krajowego USA, różnica ta nie została jednak zaabsorbowana przez przyrost cen mierzony jako CPI (tab. 2). W okresie taniego pieniądza (2001–2004) nastąpił bardzo szybki wzrost oszczędności. Zasoby pieniężne zdefiniowane jako oszczędności wzrosły pomiędzy rokiem 2000 a 2004 o 1627 miliardów USD (o 87%). Rosły one również w latach kolejnych, ale już wyraźnie wolniej (do końca 2007 r. o kolejne 353 miliardy USD). Jednak po 2005 roku wzrost zasobów pieniężnych na rynku amerykańskim był głównie pochodną wzrostu zasobów instytucji finansowych, wyłączonych z definicji M1 oraz M2 i tym samym niestanowiących składowej kategorii „Money + Quasi Money” w statystykach IMF¹⁷. Pomimo to jest to istotna zmienna, która w latach 2006 i 2007 wykazała bardzo znaczące wzrosty (łącznie o 740 mld USD, czyli 64%). Tym samym ta kategoria stała się – w miejsce oszczędności amerykańskich podmiotów gospodarczych – źródłem finansowania dalszego

Tabela 2

Nadwyżka podaży pieniądza dla wybranych kategorii, USA 1999–2007

Rok	Zmiana wybranego agregatu pieniężnego	Zmiana PKB	Zmiana PKB	Inflacja	Inflacja	Nadwyżka podaży pieniądza	Nadwyżka podaży pieniądza jako % agregatu monetarnego
1999	19,2%	3,7	3,7%	2,19	2,2%	0,13	69,0%
2000	23,9%	5,1	5,1%	3,38	3,4%	0,15	63,8%
2001	23,0%	1,8	1,8%	2,83	2,8%	0,18	79,6%
2002	20,0%	2	2,0%	1,59	1,6%	0,16	81,9%
2003	14,0%	2,5	2,5%	2,3	2,3%	0,09	65,3%
2004	10,9%	3,6	3,6%	2,67	2,7%	0,05	41,5%
2005	6,2%	2,9	2,9%	3,38	3,4%	0,00	-2,9%
2006	17,3%	2,8	2,8%	3,23	3,2%	0,11	64,6%
2007	39,6%	2,03	2,0%	2,85	2,9%	0,35	87,5%

Lata 1999, 2000, 2006, 2007 – zasoby pieniężne instytucji. Lata 2001–2005 oszczędności.

Źródło: obliczenia własne na podstawie gpoaccess.gov/indicators/08octbro.html, IMF Financial Statistic Yearbooks (PKB, CPI) oraz IMF Database, report for USA XI/2008 oraz tabeli 1.

¹⁷ Nota nr 3 w tablicy „Components of money stock”, jak też na s. 26 GPO Manual, w oparciu o Board of Governors of the Federal Reserve System, gpoaccess.gov/indicators/08octbro.html.

wzrostu cen na rynkach kapitałowych i nieruchomości. Zasoby pieniężne instytucji ubezpieczeniowych i finansowych rosły zaś po części dzięki zmianom w pieniężnym portfolio podmiotów amerykańskich (wybór coraz bardziej ryzykownych form oszczędzania), po części zaś dzięki napływowi środków z zagranicy (reinwestowanie rezerw dewizowych oraz zysków z tytułu wzrostu cen strategicznych surowców). Ten poprzedzający załamanie trendu wzrostowego gwałtowny wzrost zasobów pieniądza w dyspozycji instytucji finansowych bardzo przypomina sytuację z lat 1999–2001, a więc sprzed załamania rynku papierów wartościowych spółek IT.

Zachowanie określonych kategorii pieniężnych pozwala obliczyć lukę podaży pieniądza – tzn. nadwyżkę (lub niedobór) przyrostu podaży pieniądza w stosunku do wzrostu wolumenu transakcji (absorpcja realna) oraz wzrostu cen (absorpcja nominalna). W sytuacji, w której wskaźnik wzrostu cen obejmuje tylko ceny niektórych dóbr i usług luka ta jest wskazówką, jakie zasoby pieniężne, nie znalazłszy zastosowania w finansowaniu realnego obrotu, popłynęły na rynki finansowe, nieruchomości i surowcowe, zasilając obrót o spekulacyjnym charakterze i tym samym stając się źródłem wzrostu cen na tych rynkach. Obliczona ona została jako różnica przyrostu danej kategorii monetarnej oraz wzrostu PKB i cen¹⁸. Interesujące jest, że rok 2005 – jedyny rok, w którym nie wystąpiły wolne zasoby pieniężne mogące zasilać rynki finansowe – to rok, w którym wyraźnie spadło tempo przyrostu wskaźników giełdowych oraz wzrosły nominalne stopy procentowe, co przywróciło im wartość dodatnią w ujęciu realnym.

Jest jeszcze zbyt wczesnie, by przeprowadzić analogiczną analizę działań banków centralnych mających ograniczyć skalę i czas trwania kryzysu. Można jedynie odnieść się do wybranych działań EBC i Fed, takich jak ułatwienia dla banków komercyjnych co do uzyskania refinansowania i operacje otwartego rynku, zwiększające płynność systemów finansowych. Działania te można wyjaśnić posługując się ponownie równaniem Fishera. Otóż wzrost bazy monetarnej, jaki zapewniają gospodarkom banki centralne, w krótkim okresie nie niesie ryzyka wzrostu presji inflacyjnej z uwagi na malejącą prędkość obiegu pieniądza i spadający mnożnik kreacji. Prędkość obiegu maleje wraz z rosnącą w warunkach niepewności skłonnością do oszczędzania (skarbienia) i ogólnym spadkiem aktywności gospodarczej. Mnożnik kreacji pieniądza ulega obniżeniu ze względu na dążenie banków komercyjnych do zwiększenia rezerw dobrowolnych (brak zaufania do innych instytucji sektora finansowego, wysokie ceny pieniądza), jak i wzrost stopy gotówki w obiegu (utrata zaufania przez cały sektor finansowy). W tych warunkach działania banków centralnych nie oznaczają gwałtownego i bezprecedensowego wzrostu podaży pieniądza, a jedynie zapobiegają jej spadkowi, który w przeciwnym wypadku byłby nieuchronny. Dopuszczenie do spadku podaży pieniądza byłoby powtórzeniem modelu kryzysu lat 30. ubiegłego wieku i dobiłoby osłabioną kryzysem finansowym i brakiem kredytu gospodarkę światową.

¹⁸ Zastosowano wzór $(1 + dM - (1 + dCPI) \times (1 + dY))$.

Podsumowanie

Powyższe analizy wskazują, że wydarzenia ostatnich lat wymuszają rewizję celów banków centralnych. Najbardziej prawdopodobny kierunek zmian to rozszerzenie celu inflacyjnego, tak by uwzględniał on w znacznie większym zakresie ceny nieruchomości i aktywów finansowych. Alternatywnym sposobem uwzględnienia tych rynków będzie przypisanie bankom centralnym odpowiedzialności za przeciwdziałanie napięciom spekulacyjnym w gospodarce i dokonywanie oceny, na ile obserwowane zmiany znajdują uzasadnienie w wielkościach fundamentalnych. Bardzo prawdopodobny jest częściowy powrót do celu monetarnego – na co wskazuje już dziś wzrost roli dynamiki kredytu i ilości pieniądza. Uwzględnienie ilości i struktury pieniądza stanie się jeszcze istotniejsze po wyjściu z kryzysu, gdy wyemitowane masy pieniądza mogą stać się źródłem presji inflacyjnej odczuwanej przez wiele lat. Wreszcie pragmatyzm obecnych działań banków, nakierowanych w pierwszym rzędzie na ograniczenie skali i czasu trwania kryzysu gospodarczego, wskazuje na inkorporację – w wiązce celów – dbałości o szeroko rozumianą stabilizację warunków gospodarowania. A więc uwzględnienie zaburzeń wzrostu gospodarczego i przeciwdziałanie kryzysom. Już dzisiaj wylania się więc obraz bardzo poważnej rewizji założeń, w oparciu o które banki centralne formułowały swą politykę. Ze względu na dostęp do informacji przedstawiona tu analiza odnosi się głównie do modyfikacji celów największych banków centralnych – Rezerwy Federalnej USA i Europejskiego Banku Centralnego. Wydaje się jednak mało prawdopodobne, by mniejsze banki – w tym NBP – mogły zachować bez zmian swe priorytety, cele i metody działania. Bardziej prawdopodobne jest, że skala obecnego kryzysu przerośnie najśmielsze oczekiwania i przyspieszy integrację monetarną w ramach Unii Europejskiej.

CENTRAL BANK GOALS IN THE LIGHT OF PRESENT CRISES – REVISION OF PRINCIPLES

Summary

The article evaluates central bank goals against present financial crises. First the conservative goals are presented. Then it is shown how this goals could be the source of speculative booms and could lead to present crises. With this background some of central banks actions during crises are described and compared to principles. The result is rethinking of the goals and an outline of changes needed.