

Zbigniew Klimiuk  
Instytut Pracy i Spraw Socjalnych w Warszawie

## **DLACZEGO HISZPANIA NIE RADZI SOBIE W STREFIE EURO? ANALIZA POLITYKI PIENIĘŻNEJ BANKU HISZPANII W LATACH 1990-1998**

### **Streszczenie:**

Okres 1990-1998 był etapem przejściowym w polityce gospodarczej Hiszpanii. Głównym celem, do którego dążono w tym okresie, było spełnienie warunków konwergencji, które umożliwiłyby Hiszpanii wejście do Unii Gospodarczo-Walutowej. Osiągnięcie tego założenia wywarło znaczny wpływ na politykę pieniężną Banku Hiszpanii w latach 90. Najważniejszymi czynnikami wywołującymi wzrost cen w Hiszpanii w pierwszej połowie lat 90. były: presja płacowa oraz kilkakrotne dewaluacje. Bank centralny wobec luźnej polityki fiskalnej musiał prowadzić restrykcyjną politykę monetarną, aby nie dopuścić do dalszego zwiększania inflacji.

**Słowa kluczowe:** gospodarka Hiszpanii, Bank Hiszpanii, polityka pieniężna, stopy procentowe, inflacja.

### **Wprowadzenie**

Bank Hiszpanii (BH, hiszp. Banco de Espana) wywodzi się od założonego w 1782 r. prywatnego Banco Nacional de San Carlos. W 1856 r. otrzymał swoją obecną nazwę i status banku centralnego. Podstawą prawną działania Banku Hiszpanii w analizowanym okresie była ustawa z czerwca 1994 r. o autonomii banku centralnego [Banco de Espana, 1994]. Na jej podstawie Bank Hiszpanii prowadził działalność jako kredytodawca ostatniej instancji, wspomagał kredytowo banki komercyjne i oszczędnościowe, które miały problem z utrzymaniem niezbędnego poziomu płynności finansowej. Ponadto posiadał uprawnienia do działalności na rynku walutowym i prowadzenia polityki kursowej [Baka, 2001]. Najważniejsze było jednak to, że Bank Hiszpanii był w tym czasie w pełni niezależny od rządu w dziedzinie kształtowania i realizacji polityki pieniężnej. Z powyższej ustawy wynikał także podstawowy cel banku, którym było utrzymanie stabilności cen i sprawne funkcjonowanie systemu finansowego [Morgan, 1998]. Bank pełnił również funkcje usługowe dla rządu zajmując się obsługą bankową rachunków rządowych oraz doradztwem.

Dzięki powyższym funkcjom i uprawnieniom Bank Hiszpanii prowadził w określony sposób politykę pieniężną w latach 1990-1998. Był to bowiem okres referencyjny (przygotowawczy), w którym Hiszpania musiała spełnić szereg warunków tzw. kryteriów konwergencji, by móc przystąpić do UGW. Na wypełnienie tych kryteriów znaczący wpływ miała polityka monetarna prowadzona właśnie przez Bank Hiszpanii [Buiter and Miller, 1981].

W poniższym opracowaniu zaprezentowano cele, jakie wyznaczył sobie bank centralny w tym okresie, instrumenty polityki pieniężnej jakie wykorzystywał, aby je zrealizować oraz próbuje odpowiedzieć na pytanie, w jakim stopniu rzeczywistość zweryfikowała te założenia. Analiza ta przybliży do udzielenia odpowiedzi na pytanie postawione w tytule: dlaczego Hiszpania nie radzi sobie w strefie euro?

## **1. Gospodarka Hiszpanii w latach 2007-2012**

Hiszpańska gospodarka stanowiła w tym czasie około 9,2% całej siły nabywczej Unii Europejskiej. W poprzednich latach swój stabilny rozwój gospodarczy finansowała głównie poprzez mocną ekspansję kredytową. Niski koszt pozyskania kapitału sprawił, iż dzięki tym środkom mogło zostać zrealizowane wiele projektów deweloperskich. Nakręcający się popyt na nowe nieruchomości sprawił, że ceny rosły w równie dynamicznym tempie, jak w przypadku innych krajów. Boom na tym rynku wiązał się również ze wzrostem popytu na pracę w sektorze. W okresie największej prosperity w budownictwie zatrudnionych było aż 13% Hiszpanów. Wzrastające w szybkim tempie ceny nieruchomości skupiły w sobie dużą część środków inwestycyjnych. W ten sposób wykształciła się negatywna tendencja i duże uzależnienie gospodarki od jednej branży. Ciągłe napływający kapitał do budownictwa zatrzymał jego napływ do bardziej efektywnych sektorów produkcji. Skutkiem tego było osiągnięcie przez Hiszpanię najniższego średniego przyrostu produktywności pracy w średnim okresie. Nie trudno sobie wyobrazić, jak bardzo te negatywnie nagromadzające się zjawiska wpłynęły na gospodarkę, kiedy załamał się rynek nieruchomości i spadła produkcja budowlana. Już na początku 2007 r. sektor doświadczył fali zwolnień w wyniku czego natychmiast zwiększyła się stopa bezrobocia. W latach 2007-2012 stopa bezrobocia wzrosła z 8,3% do aż 25% pod koniec 2012 r. Wyraźne uzależnienie gospodarki od budownictwa doprowadziło do znacznej utraty jej konkurencyjności, w efekcie czego wystąpiła mocna nierównowaga w bilansie handlowym. Odpływ kapitału z kraju i spadek podaży pieniądza przełożyły się na pojawienie negatywnego zjawiska deflacji w postaci spadku cen. Jeśli chodzi o dynamikę PKB to najgorszym okresem był 2009 r., kiedy to osiągnął ujemną wartość na poziomie 3,7%. Rok 2010 był drugim z kolei, kiedy Hiszpania zanotowała spadek wartości PKB, tym razem o 0,3%. Początkowo zakładano, że sytuacja poprawi się w 2011 r. i rzeczywiście tak się stało. Był to jednak wzrost o zaledwie 0,4% [Chałupa, 2011]. Źródła tej poprawy upatrywano w reformach i konsolidacji finansów publicznych. Dalsze prognozy wzrostu w kolejnych latach obarczone były jednak dużym ryzykiem, iż sytuacja w Europie może negatywnie odbić się na Hiszpanii.

Obawy te sprawdziły się i prognozowany wzrost o 0,7% zamienił się w spadek wartości PKB o 1,4%.

**Tabela 1. Hiszpania – Podstawowe wskaźniki makroekonomiczne (% zmiana w skali r/r)**

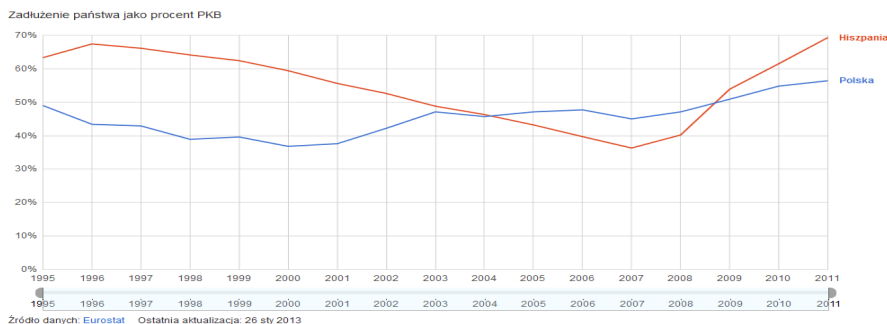
	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
PKB	4,1	3,5	0,9	-3,7	-0,3	0,4	-1,4
Konsumpcja prywatna	4	3,5	-0,6	-3,9	0,6	-0,8	b.d
Konsumpcja publiczna	4,6	5,6	5,9	3,7	1,5	-0,5	-4,1
Stopa bezrobocia	8,5	8,3	11,3	18,0	20,1	21,7	25,0
Inflacja	3,6	2,8	4,1	-0,2	2,0	3,1	2,4
Eksport	6,7	6,7	-1	-10	11,3	7,6	3,1
Import	10,2	8	-5,2	-17,2	9,2	-0,9	-5
Deficyt sektora <i>general government</i>	2,4	1,9	-4,5	-11,2	-9,7	-9,4	-8,1
Dług sektora <i>general government</i>	39,7	36,3	40,2	53,9	61,5	69,3	88,4

Źródło: opracowanie własne na podstawie [www 1; www 2; www 3].

Hiszpania jest przykładem kraju, który szczególnie mocno odczuł skutki kryzysu i globalnego spowolnienia gospodarczego. Rząd jeszcze w listopadzie 2010 r. przyjął Plan Pobudzenia Gospodarki i Zatrudnienia na lata 2008-2010 (tzw. *plan E*). Zaproponowane w nim działania antykryzysowe objęły wiele płaszczyzn życia gospodarczego Hiszpanii. Pomocą objęto gospodarstwa domowe, przedsiębiorstwa, sektor finansowy, a także rynek pracy, co miało skutkować pobudzeniem zatrudnienia. Późniejsze pakiety pomocowe miały objąć przemysł motoryzacyjny (pomoc w wysokości 800 mln euro), ochronę środowiska (600 mln euro), sektor B+R (500 mln euro), a także przemysł stoczniowy (241 mln euro) i branżę turystyczną (30 mln euro). Działania zawarte w *planie E* miały ważne zadanie uregulowania i ustabilizowania sytuacji na rynku nieruchomości. W ramach wsparcia rząd przewidział pomoc rządu nawet 34 mld euro na pożyczki dla chwiejnego sektora. Ponadto władze ratunkiem objęły przemysł lekki, w ramach którego uruchomiono państwowe linie kredytowe mające za zadanie dofinansowanie szkoleń pracowników, wprowadzenie ulgi na ubezpieczenia społeczne dla osób po 55 roku życia, a także ułatwienie poszukiwania nowego miejsca zatrudnienia dla osób zwolnionych. Pozostając przy rynku pracy rząd postanowił utworzyć Fundusz Inwestycji Publicznych, który miał dać pracę 200 tys. obywateli przy dokończeniu najważniejszych inwestycji publicznych, które w wyniku wybuchu kryzysu zostały zatrzymane.

Realizowane programy pomocowe mające zniwelować skutki kryzysu kosztowały w latach 2009-2010 odpowiednio 2,4% oraz 0,8% PKB, co przyczyniło się do wzrostu deficytu i w konsekwencji długu publicznego. W połączeniu z niższymi wpływami podatkowymi i rosnącą rentownością obligacji skarbowych zadłużenie zaczęło przybierać niepokojące rozmiary. W latach 2008-2011 odnotowany został wzrost wartości długu publicznego w relacji do PKB z 40,2% do

69,3%. Wystąpienie takiej sytuacji zmusiło władze Hiszpanii do działań mających ograniczyć przyrost zadłużenia. Interwencja skupiła się głównie na obniżeniu strony wydatkowej budżetu z jednoczesną koniecznością wygenerowania nowych wpływów po stronie dochodowej. W tym celu podjęto szereg działań, które zazwyczaj spotykały się z wielkimi oporami ze strony społeczeństwa, w które reformy uderzały bezpośrednio.



### Wykres 1. Zadłużenie Hiszpanii i Polski

Źródło: [www 4].

Od lipca 2010 r. w Hiszpanii obowiązywała m.in. 18% podstawowa stawka podatku VAT (wzrost o 2%). Ponadto ograniczono wydatki na inwestycje publiczne i zmniejszono płace w sektorze budżetowym o 5%. Pomimo podjętych reform Hiszpania nadal borykała się z bardzo poważnymi problemami. Kłopoty w sektorze finansowym zmusiły 9 czerwca 2012 r. do zwrócenia się premiera Mariano Rajoya o pomoc do MFW. Ponad miesiąc później wniosek ten został zaakceptowany i do Hiszpanii miało napłynąć ok. 100 mld euro z Europejskiego Funduszu Stabilizacji Finansowej (EFSF) oraz z Europejskiego Mechanizmu Stabilizacji (ESM). Początkowo władze Hiszpanii zwlekały z podjęciem decyzji o zwróceniu się o pomoc, jednak wsparcie okazało się niezbędne, a posunięcie to przywróciło na europejskich rynkach odrobinę optymizmu. Udostępnione środki po jednomyślnym zaakceptowaniu prośby Hiszpanii przez tzw. euro grupę umożliwiły niezbędne dokapitalizowanie sektora bankowego oraz wprowadzenie koniecznych napraw. Skutkiem finalnym miał być zdrowy, skutecznie regulowany i ściśle nadzorowany sektor bankowy, który w kolejnych latach będzie zdolny wesprzeć kraj w drodze do osiągnięcia trwałego i wysokiego wzrostu gospodarczego. W dniu 3 grudnia 2012 r. pojawiła się kolejna decyzja o wsparciu hiszpańskich banków od ESM kwotą 37 mld euro rozłożoną na kilka transz. Pomoc miały otrzymać cztery znacjonalizowane banki Hiszpanii: *Bankia*, *Novagalicia*, *CatalunyaCaixa* i *Banco de Valencia*. Środki miały być wykorzystane na restrukturyzację wymienionych banków, na co przed wydaniem decyzji zgodziła się Komisja Europejska. Jak widać problemy sektora finansowego tego kraju były bardzo poważne i wymagały długiego okresu naprawczego. Jednak było to niezbędne, by uspokoić i tak już nerwową sytuację na rynkach. W dniu 22 lutego 2013 r.

rząd Hiszpanii w reakcji na ciągle bardzo trudną sytuację przyjął pakiet ustaw gospodarczych, które miały za zadanie zmieszenie bezrobocia wśród młodzieży, co było i jest przyczyną wielu problemów wewnętrznych, a także pomocą miały być objęte małe i średnie przedsiębiorstwa, na rzecz których przeznaczono 45 mld euro. Była to informacja, na którą wszyscy czekali. Premier Hiszpanii zapowiedział dodatkowo, iż zaostrzeniu ulegną kary za korupcję i malwersacje, a także jasno zostaną określone zasady finansowania partii politycznych. Pozostaje jedynie obserwować czy sukcesywnie wdrażane reformy przyniosą oczekiwane rezultaty.

## **2. Realizacja oraz instrumenty polityki pieniężnej Banku Hiszpanii w latach 1990-1998**

Bank Hiszpanii w okresie 1990-1998 za główny cel swojej polityki pieniężnej uznał cel inflacyjny, który miał za zadanie utrzymać inflację na określonym poziomie (CPI mniejszy niż 3%). Można w tym miejscu scharakteryzować pokrótce czynniki, które kształtowały inflację w tym okresie [Andres, Mestre and Valles, 1997].

### **2.1. Determinanty inflacji**

Na początku lat 90. istotnym czynnikiem kształtującym inflację były wysokie oczekiwania inflacyjne będące rezultatem trwale utrzymującej się inflacji na poziomie umiarkowanym. W latach 1990-1991 oczekiwania inflacyjne były dodatkowo zwiększane spodziewanym wzrostem paliw w wyniku wojny w Zatoce Perskiej [Ehrmann i in., 2001]. W związku z tym związki zawodowe zwiększały swoje żądania płacowe w ramach negocjacji zbiorowych- dynamika przeciętnego nominalnego wynagrodzenia w latach 1990-1992 osiągnęła poziom 10,2-11,3% rocznie. Średnioroczny wzrost wydajności pracy w latach 1990-1992 wyniósł natomiast tylko 1,5%. W 1992 r. podniesione zostały stawki podatku od osób fizycznych oraz podatków pośrednich. Wzrost podatku VAT wpłynął na wzrost inflacji o 1,3 punktu procentowego.

W 1993 r. poziom inflacji mierzony wskaźnikiem CPI został obniżony o ponad 1 punkt procentowy. Decydujące znaczenie miała recesja gospodarcza. W tym samym roku przeprowadzono zbiorowe negocjacje płacowe, w ramach których tempo wzrostu wynagrodzeń ustalono na niższym poziomie (średnia płaca wzrastała o 7,4% podczas, gdy rok wcześniej o 11%).

W 1994 r. zmieniono sposób ustalania wzrostu płac w ramach zbiorowych umów o pracę, które obejmowały w sumie 60% zatrudnionych w gospodarce. Tempo wzrostu płac ustalono na niższym poziomie niż planowana inflacja [Manzano and Galmés, 1996].

W latach 1993-1995 głównym źródłem utrzymującej się inflacji był wzrost cen dóbr importowanych w ślad za którymi rosły ceny produkcji (PPI). Skok deflatora cen importowych z nieco powyżej 1% w 1992 r. do około 6% w latach 1993-1994 oraz 4,4% w 1995 r. wynikał z trzykrotnie przeprowadzonej dewaluacji pesety hiszpańskiej- we wrześniu 1992 r. o 5%, w listopadzie tego samego roku o 6%, w maju 1993 r. o 7% oraz w maju 1995 r. o 7%. Badania MFW doty-

czące *pass-through*<sup>1</sup> w Hiszpanii na początku lat 90. wskazywały, że ceny dóbr eksportowych były wówczas w znacznym stopniu zdeterminowane przez ceny zewnętrzne i tym samym kurs walutowy niż przez krajowe koszty produkcji.

W latach 1995-1998 najważniejszym czynnikiem wpływającym na obniżenie inflacji było obniżenie oczekiwań inflacyjnych wynikające ze zwiększającego się przekonania, że Hiszpania stanie się wkrótce częścią UGW. Oczekiwania co do obniżania się inflacji wzmacniała wiarygodna polityka fiskalna polegająca na obniżaniu wydatków w celu zmniejszenia deficytu finansów publicznych tak, aby sprostać wymaganiom Traktatu z Maastricht.

W 1998 r. przeprowadzono reformę podatku od osób fizycznych. Niższy podatek pozwolił na ograniczenie tempa wzrostu płac w następnym okresie. Z drugiej jednak strony nastąpił wzrost płac w sektorze publicznym, które w roku poprzednim pozostały na niezmiennym poziomie. Wzrost cen produktów przemysłowych był hamowany rosnącą konkurencją ze strony producentów zagranicznych. Następował bowiem ciągły wzrost importu i eksportu. W latach 1997-1998 utrzymywał się spadkowy trend światowych cen ropy naftowej. W porównaniu ze średnim poziomem z 1996 r., cena ropy naftowej w 1998 r. była o 36% niższa.

Niezależność banku centralnego oraz realizacja bezpośredniego celu inflacyjnego przez Bank Hiszpanii od początku 1995 r. zaczęła wpływać na wzrost wiarygodności realizowanej polityki monetarnej. Od początku 1996 r. polityka pieniężna Banku Hiszpanii była stopniowo rozluźniana [Kashyap and Stein, 1995]. Podstawowa stopa procentowa Banku Hiszpanii została obniżona z 9% w grudniu 1995 r. oraz do 3% w grudniu 1998 r. Wszystkie z wyjątkiem jednej (w październiku 1998 r. z 4,25% do 3,75%) obniżki stóp procentowych wynosiły 0,25 punktu procentowego. Równocześnie rząd prowadził działania mające na celu zrównoważenie finansów publicznych, co ułatwiło władzom monetarnym stopniowe obniżanie inflacji. Nastąpił wzrost wiarygodności stabilnego kursu walutowego, dzięki czemu nie występowały już wysokie zmiany cen dóbr importowanych, a kurs escudo pewnie utrzymywał się w granicach wyznaczonych przez ERM.

Badania MFW dotyczące procesów dezinflacyjnych w Hiszpanii w latach 90. wskazały na drugorzędne znaczenie w obniżeniu inflacji w latach 1995-1998 ze strony czynników podażowych, w tym cen żywności oraz czynników związanych z umiarkowanym wzrostem płac w tym okresie. W latach 1994-1998 inflacja mierzona wskaźnikiem CPI spadła w Hiszpanii z poziomu 4,7% do 1,8%. Wymienione wyżej czynniki w znaczący sposób przyczyniły się do kształtowania inflacji w okresie 1990-1998.

Poniższa tabela przedstawia miernik inflacji i inne z nią związane wskaźniki w latach 1990-1998.

<sup>1</sup> Pass through – pojęcie stosowane dla określenia wielkości inflacji wywołanej deprecjacją (aprecjacją) waluty krajowej.

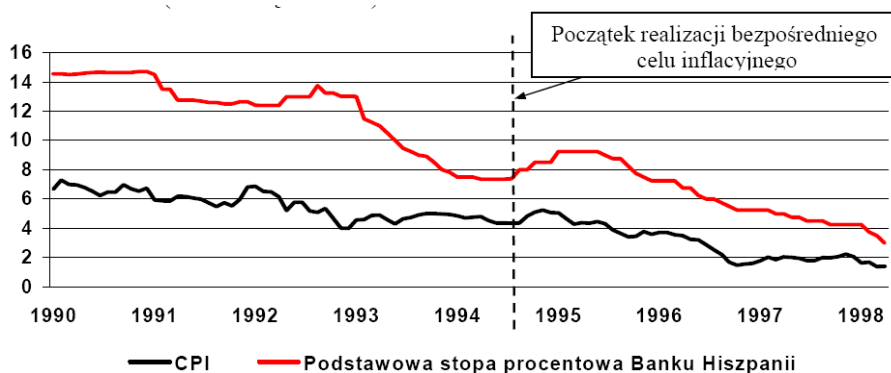
Tabela 2. Mierniki inflacji i inne powiązane z nią wskaźniki w latach 1990-1998

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
Zharmonizowany wskaźnik cen konsumpcyjnych (HICP)	bd	5,9	5,9	4,9	4,6	4,6	3,6	1,9	1,8
Wskaźnik cen konsumpcyjnych (CPI)	6,7	5,9	5,9	4,6	4,7	4,7	3,6	2,0	1,8
Wartość referencyjna	bd	4,4	3,8	3,1	3,1	2,7	2,6	2,7	2,2
Deflator PKB	7,3	7,1	6,9	4,3	4,0	4,9	3,5	2,3	2,4
Ceny produkcyjne (PPI)	2,0	1,3	1,2	2,4	4,5	6,9	1,7	1,0	-0,7
Deflator cen importowych	-2,8	-1,5	1,2	6,1	5,8	4,4	0,7	3,4	-0,4
Jednostkowe koszty pracy	11,2	9,7	7,9	5,5	0,9	3,3	3,2	2,4	2,7
Średnie wynagrodzenie	10,0	10,4	10,4	8,3	3,9	3,5	5,5	3,3	2,6
Produktywność pracy	0,0	1,7	2,8	2,3	3,3	1,0	1,5	0,9	0,3
Realny wzrost PKB	3,8	2,5	0,9	-1,0	2,4	2,8	2,4	3,9	4,3
Luka popytowa (pkt. procentowe)	-1,8	-1,6	0,3	3,8	3,9	4,0	4,4	3,2	1,7

Źródło: zestawienie własne na podstawie danych OECD(2003), IMF(1998c, 2003c) oraz Eurostat.

## 2.2. Polityka pieniężna

Od początku realizacji strategii BCI do połowy 1995 r. podstawowa stopa procentowa Banku Hiszpanii została zwiększona o prawie 2 punkty procentowe i w czerwcu wynosiła 9,25%, podczas gdy inflacja nadal utrzymywała się na poziomie około 5%.



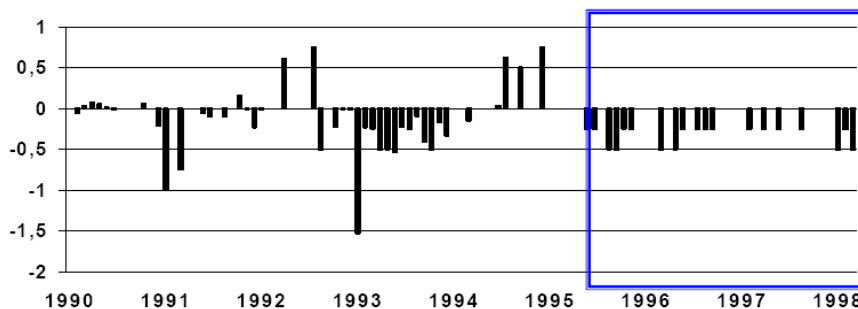
Wykres 2. Inflacja CPI w Hiszpanii oraz podstawowa stopa procentowa Banku Hiszpanii

Źródło: IMF IFS.

Wzrost podstawowej stopy procentowej Banku Hiszpanii w 1995 r. oznaczał zwiększenie różnicy w poziomach stóp procentowych Hiszpanii i innych krajów. Przykładowo różnica względem podstawowej stopy procentowej Bundesbanku w okresie od listopada 1994 r. do grudnia 1995 r. nominalnie wzrosła z 1,35 do 4 punktów procentowych. Realnie podstawowa stopa procentowa Banku Hiszpanii wzrosła z 3% pod koniec 1994 r. do prawie 5% pod koniec 1995 r. Zaostrzenie polityki pieniężnej w 1995 r. spowodowało spadek inflacji w 1996 r., co pozwoliło na rozpoczęcie ostrożnego obniżania stóp procentowych. Występowały jeszcze inne czynniki pozwalające rozluźnić politykę pieniężną w Hiszpanii:

- spadek oczekiwań inflacyjnych z przekonaniem o wejściu Hiszpanii do UGW. Narzędziem do mierzenia oczekiwań inflacyjnych stosowanym przez bank centralny była krzywa dochodowości i różnice w poziomie rynkowych stóp procentowych między Hiszpanią i innymi krajami (głównie długookresowe stopy procentowe jako kryterium konwergencji);
- stabilny kurs pesety hiszpańskiej- nieznacznie odchyłał się od dwustronnych kursów centralnych wyznaczonych w ramach systemu ERM;
- wzrost równowagi finansów publicznych.

Obniżki stóp procentowych w latach 1996-1998, tj. w okresie poprzedzającym przystąpienie do UGW, były dokonywane stopniowo. Cięcia podstawowej stopy procentowej Banku Hiszpanii wynosiły 25 lub 50 punktów bazowych. Ilustruje to wykres 3.



**Wykres 3. Skala zmian podstawowej stopy procentowej Banku Hiszpanii (w punktach procentowych)**

Źródło: IMF IFS.

Na początku lat 90. Hiszpania była krajem o umiarkowanej, ale trwałej inflacji, której poziom wahał się w przedziale od 4% do 6% rocznie. Wskaźnik ten był wyższy niż w większości krajów Europy Zachodniej. Nawet w okresie spowolnienia gospodarczego na początku lat 90. oraz recesji w 1993 r. wskaźnik wzrostu cen konsumpcyjnych nie obniżył się.

Proces dezinflacji rozpoczął się w Hiszpanii w 1996 r. Wówczas wskaźnik CPI spadł do poziomu poniżej 4%, by w kolejnym roku wynieść 2%. Oznaczało



to, że wzrost cen był znacznie niższy niż wartość referencyjna, która w 1997 r. wynosiła 2,7%, a Hiszpania spełniła w ten sposób inflacyjne kryterium konwergencji. W pierwszych dwóch latach członkostwa w UGW nastąpił ponowny wzrost inflacji, która w 1999 r. przekroczyła wartość referencyjną o 0,1 punktu procentowego. Ostatnie dwa lata poprzedzające przystąpienie Hiszpanii do UGW to okres skutecznej polityki dezinflacyjnej wynikającej z działań rządu w zakresie obniżania deficytu budżetowego, jak i banku centralnego [Mojon, 1999]. Inflacja została obniżona z poziomu umiarkowanego (4,6% w 1995 r.) do wielkości poniżej wartości referencyjnej (2% w 1997 r. i 1,8% w 1998 r.). Był to niewątpliwie sukces polityki pieniężnej, na który wpływ miały stosowane przez bank centralny instrumenty polityki pieniężnej.

### **2.3. Nominalna długookresowa stopa procentowa jako instrument polityki pieniężnej**

Omawiając zagadnienie długookresowej stopy procentowej warto zwrócić uwagę na jej wpływ na wielkość inflacji. Zmiany długookresowych stóp procentowych mogą wpływać na poziom inflacji za pośrednictwem następujących kanałów:

- zmiany długookresowych stóp procentowych prowadzą do zmian o przeciwnym kierunku w wydatkach finansowanych długookresowym kredytem; nawet, jeżeli realny poziom tych stóp nie zmienia się, ich wyższy nominalny poziom oznacza, że przy stałych nominalnych ratach spłat kredytu ich realny ciężar staje się relatywnie wyższy;
- wzrost (spadek) długookresowych stóp procentowych dokonuje się poprzez obniżenie (zwiększenie) cen papierów wartościowych o długim terminie pierwotnym; oznacza więc spadek (wzrost) majątku, a w efekcie wydatków uczestników rynku.

Można zaobserwować zależność odwrotną, tzn. gdy inflacja wpływa na długookresową stopę procentową. Dzieje się tak wtedy, gdy inflacja oddziałuje na oczekiwania inflacyjne. Inwestują w długookresowe papiery dłużne uczestnicy rynku akceptują taką stopę procentową, która pozwoli im uzyskać określony realny dochód. Jeżeli oczekują zwiększenia (zmniejszenia) inflacji, wtedy domagają się wyższego (niższego) wynagrodzenia. Na długookresowe stopy procentowe mają wpływ także stopy procentowe, ustalane przez bank centralny. Współzależność krótkookresowych stóp procentowych z długookresowymi stopami procentowymi określa teoria terminowej struktury stóp procentowych. Proces dostosowań w strukturze portfeli inwestycyjnych uczestników rynku, a w rezultacie w poziomie stóp o różnych terminach pierwotnych dobiega końca z chwilą, gdy oczekiwane przychody z danej inwestycji w długoterminowe instrumenty dłużne zrównoważą się z dochodami z takiej samej inwestycji w papiery krótkoterminowe, odnawianej w tym okresie.

Zgodnie z przedstawionymi zależnościami, wzrost stóp procentowych banku centralnego powinien prowadzić do spadku długookresowych stóp procentowych.

Jednak zaostrenie polityki pieniężnej może mieć opóźniony wpływ na spadek stopy długookresowej lub nawet wpłynąć na jej krótkookresowy wzrost, gdyż:

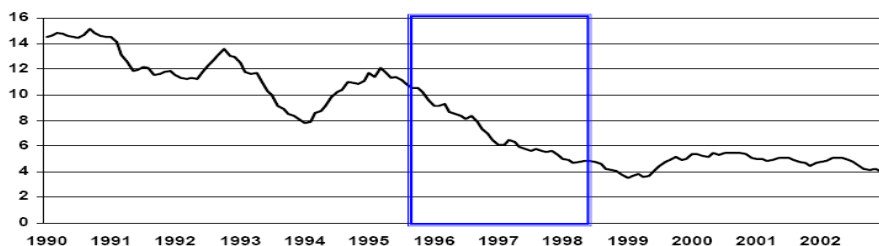
- może pojawić się przypuszczenie, że bank centralny zaostri politykę monetarną, ponieważ spodziewa się wzrostu inflacji; wzrost stóp procentowych banku centralnego może być zatem sygnałem do podniesienia oczekiwań inflacyjnych i tym samym wzrostu długookresowej stopy procentowej;
- inwestorzy mogą spodziewać się, że zaostrenie polityki monetarnej dziś, może oznaczać jej rozluźnienie w przyszłości.

Innym czynnikiem wyjaśniającym zmiany stóp procentowych o różnych terminach pierwotnych, które przebiegają inaczej niż wskazuje teoria terminowej struktury stóp, jest zmieniające się ryzyko danego kraju [Pill, 1996].

Analizując kształtowanie się długookresowych stóp procentowych w Hiszpanii w latach 1990-1998 można wyróżnić dwa etapy:

- lata 1990-1994- okres, w którym poziom długookresowych stóp procentowych wahał się w przedziale od 10 do 15%, podczas gdy inflacja utrzymywała się na poziomie od 4,6 do 6,7%;
- lata 1995-1998- okres, w którym początkowo ze względu na wysoką inflację długookresowe stopy procentowe rosły, a następnie wobec stopniowego obniżania inflacji, malały.

Poniższy wykres przedstawia kształtowanie się długoterminowych stóp procentowych w Hiszpanii w okresie od 1990 do 2002 r.



**Wykres 4. Długookresowa nominalna stopa procentowa w Hiszpanii w latach 1990-2002 (oprocentowanie dziesięcioletnich obligacji skarbowych)**

Źródło: IMF IFS.

Na początku lat 90. długookresowe stopy procentowe utrzymywały się na wysokim poziomie powyżej 14%. Wynikało to z wysokiej inflacji oraz wysokich oczekiwań inflacyjnych. Do końca 1992 r. oprocentowanie obligacji 10-letnich Hiszpanii wahało się w przedziale 11-14%. Na początku 1993 r. Bank Hiszpanii zaczął rozluźniać politykę pieniężną, by pobudzić gospodarkę, która znalazła się w recesji [Sastre, 1998]. Wraz z obniżaniem krótkookresowych stóp procentowych następował również spadek stopy długookresowej- z prawie 14% pod koniec 1992 r. do 8% pod koniec 1993 r. W latach 1994-1995 długookresowa stopa procentowa ponownie zaczęła wzrastać.

Głównym czynnikiem decydującym o wysokim poziomie długookresowej stopy procentowej była wysoka inflacja, która w latach 1990-1994 wynosiła od 4,6 do 6,7% rocznie, tj. od 1,5 do 2,1 punktu procentowego powyżej wartości referencyjnej. Wysokie stopy były również odpowiedzią na wysokie oczekiwania inflacyjne. Wynikały one ze spodziewanego wzrostu cen ropy naftowej, którego przyczyną był konflikt w Zatoce Perskiej. Koniec wojny w Zatoce Perskiej (w lutym 1991) wpłynął na obniżenie oczekiwań inflacyjnych i krótkotrwałą, niewielką obniżkę długookresowych stóp procentowych. Spadek stóp na początku 1993 r. wynikał z rosnącego popytu na hiszpańskie obligacje skarbowe ze strony inwestorów zagranicznych. Wysokie realne oprocentowanie hiszpańskich papierów dłużnych przyciągało inwestorów, szczególnie w związku z dokonaniem liberalizacji prawa dewizowego w 1992 r.

W czerwcu 1994 r. uniezależniono Bank Hiszpanii od rządu – zgodnie z wymogami Traktatu z Maastricht. Oznaczało to, że rząd nie mógł pokrywać deficytu budżetowego funduszami z banku centralnego, przez co musiał zwiększyć podaż obligacji skarbowych [Banco de Espana, 1998b]. W konsekwencji tego oprocentowanie zaczęło wzrastać. W efekcie długookresowa stopa procentowa z powrotem wzrosła z 8% na początku 1994 r. oraz do 12% na początku 1995 r.

Na początku 1995 r. Bank Hiszpanii kontynuował – zapoczątkowaną po uzyskaniu niezależności – politykę podnoszenia stóp procentowych. Polityka wysokich stóp procentowych była narzędziem realizacji bezpośredniego celu inflacyjnego. Wraz z krótkookresowymi stopami rosły także stopy długookresowe. Taka zależność była wywołana wzrostem oczekiwań inflacyjnych: rząd zwiększył podaż obligacji skarbowych, by pokryć wysoki deficyt budżetowy.

Wysokie stopy banku centralnego i obniżany (od 1995 r.) deficyt finansów publicznych, doprowadziły do spadku inflacji w 1996 r. do 3,6% z poziomu 4,7% rok wcześniej. Długookresowe stopy procentowe ulegały również stopniowemu obniżaniu- następował proces ich stopniowej konwergencji z poziomem w innych krajach UE: 11% w 1995 r., 8,2% w 1996 r., 5,8% w 1997 r. i 4,6% w 1998 r. W 1997 r. długookresowa stopa procentowa w Hiszpanii osiągnęła poziom poniżej wartości referencyjnej, a w 1998 r. była jedynie o 0,2 punktu procentowego wyższa od średniej trzech krajów charakteryzujących się najniższą inflacją, na podstawie których liczona była wartość referencyjna.

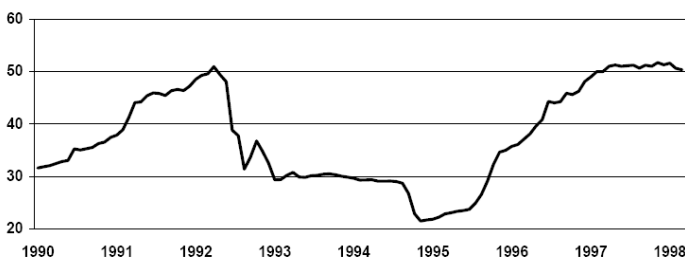
Sukces w postaci obniżenia inflacji do planowanego poziomu 2% pozwolił na stopniowe obniżanie krótkookresowych stóp procentowych, w ślad za którymi zmniejszały się stopy długookresowe. Dodatnia zależność między krótkimi i długimi stopami została wywołana poprzez zwiększające się przekonanie uczestników rynku o możliwości wypełnienia przez Hiszpanię kryteriów z Maastricht. To z kolei spowodowało mniejsze ryzyko kraju i antycypowanie kolejnych obniżek krótkookresowych stóp procentowych. Dzięki temu w czasie dwuletniego okresu referencyjnego (1997-1998), poprzedzającego przystąpienie do UGW, Hiszpanii udało się wypełnić kryterium długookresowych stóp procentowych.

## 2.4. Polityka kursowa Banku Hiszpanii

Waluta hiszpańska od początku lat 90. uczestniczyła w systemie ERM<sup>2</sup>, w którym pozostała mimo kryzysu w latach 1992-1993. Analizę kształtowania się kursu pesety hiszpańskiej od początku lat 90. do momentu utworzenia UGW można podzielić na dwa okresy [Kollmann, 1997]:

- lata 1990-1995- mimo uczestniczenia w ESW kurs pesety podlegał licznym wahaniom, czterokrotnie przeprowadzona została dewaluacja;
- lata 1996- 1998- okres stabilizacji kursu pesety przed przystąpieniem do UGW.

Pasma dopuszczalnych wahań pesety hiszpańskiej od początku uczestnictwa w systemie ERM ustalone zostało na poziomie +/-6%. Od początku lat 90. nie ustawała presja na jej aprecjację, w wyniku czego jej kurs utrzymywał się blisko górnej granicy dopuszczalnych wahań. W 1991 r. peseta była najsilniejszą walutą w ERM [Grilli and Roubini 1992]. Dalszą presję na aprecjację pesety wywołało przeprowadzenie liberalizacji przepływów kapitałowych w lutym 1992 r., tj. wcześniej niż wymagał tego harmonogram tworzenia wspólnego rynku na obszarze UE. W Hiszpanii wówczas utrzymywały się na wysokim poziomie realne stopy procentowe. Obowiązkiem Banku Hiszpanii w związku z uczestnictwem pesety hiszpańskiej w systemie ERM było podjęcie działań zmierzających do utrzymania kursu pesety w ramach dopuszczalnego pasma wahań. Z tego powodu przeprowadzane były interwencje na rynku walutowym [Gourinchas and Tornell, 1996]. Aby osłabić walutę krajową Bank Hiszpanii od połowy 1990 r. do połowy 1992 r. sześć razy interweniował na rynku walutowym w wyniku czego skupił blisko 20 mld dolarów [Clarida and Gali, 1994]. Operacje te były jednak mało skuteczne, ponieważ kurs pesety hiszpańskiej nie obniżył się.



**Wykres 5. Rezerwy walutowe w Hiszpanii w latach 1990-1998 ( w mld USD)**

Źródło: IMF IFS.

W 1992 r. nastąpił kryzys w ESW, którego przyczynami były:

- wzrost inflacji w Niemczech (najsilniejszej gospodarki w ESW), w wyniku zwiększonych wydatków budżetowych po zjednoczeniu Niemiec Wschodnich i Zachodnich i będący tego skutkiem wzrost stóp procentowych;

<sup>2</sup> Przed przystąpieniem pesety do ERM, tj. 19 czerwca 1989 r. , Hiszpania stosowała kurs płynny.

- problemy z ratyfikacją Traktatu z Maastricht.

Kapitał zagraniczny zaczął gwałtownie odpływać z Hiszpanii. Oznaczało to silną presję spekulacyjną na deprecjację jej waluty, uznawanej wówczas za przewartościowaną. Jednocześnie silna presja deprecjacyjna objęła finta brytyjskiego i lira włoskiego. W wyniku interwencji walutowych Banku Hiszpanii wielkość rezerw walutowych od czerwca do września 1992 r. przeprowadzona została dewaluacja pesety hiszpańskiej. Skala dewaluacji pesety była niewielka i wyniosła 5%. W dniu 23 września 1992 r. bank centralny wprowadził na krótko następujące ograniczenia dla banków komercyjnych w zakresie transakcji zagranicznych [Goodfriend, 1995]. Były nimi:

- banki komercyjne, które zamierzały kupić pesety na terminowym rynku walutowym, zostały zobowiązane do każdorazowego składania w Banku Hiszpanii nieoprocentowanego depozytu walutowego równego wartości transakcji;
- banki komercyjne, które decydowały się udzielić kredytu denominowanego w pesetach nierezydentom, zostały zobowiązane do składania nieoprocentowanego depozytu walutowego w banku centralnym w wysokości kredytu (nie dotyczyło to kredytów handlowych);
- banki krajowe zostały zobowiązane do utrzymania rezerw gotówkowych w walutach obcych, by pokryć zobowiązania zaciągnięte w pesetach w swoich oddziałach zagranicznych i w krajowych oddziałach banków zagranicznych.

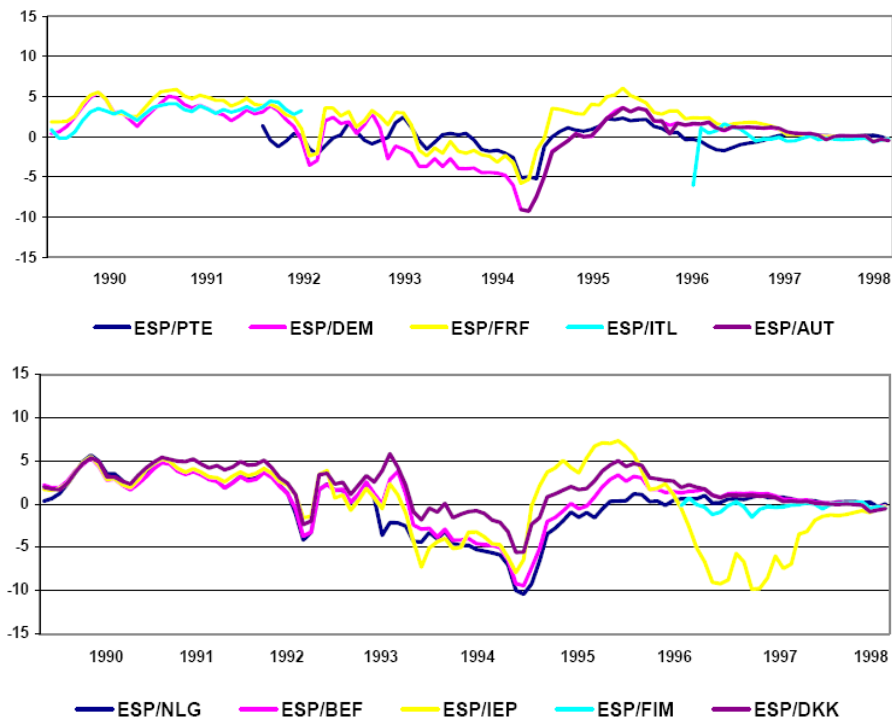
Po dwóch tygodniach wprowadzono nowe wymagania, dotyczące konieczności składania depozytów w banku centralnym w przypadku sprzedaży waluty krajowej nierezydentom na rynku spot oraz tzw. krótkiej sprzedaży, której podmiotem byli nierezydenci. Dewaluacja oraz wprowadzenie ograniczeń przepływu kapitału nie oznaczały końca kłopotów z kursem walutowym Hiszpanii. Presja na osłabienie pesety nie osłabiła się. Bank Hiszpanii prowadził z nią nieskuteczną walką poprzez interwencje walutowe. Od września do listopada 1992 r. ich wartość sięgnęła prawie 8 mld dolarów, nie dało to jednak zamierzonego rezultatu – kurs pesety nie został utrzymany. W dniu 23 listopada 1993 r. nastąpiła ponowna dewaluacja pesety – o 6%. W tym samym momencie zniesiono wprowadzone w ciągu ostatnich lat ograniczenia przepływów kapitałowych.

Na początku 1993 r. Bank Hiszpanii w celu odtworzenia poziomu rezerw walutowych wykorzystanych do interwencji walutowych w roku poprzednim, zaczął skupywać obce waluty. Jeszcze w lutym pojawiła się kolejna presja na deprecjację pesety hiszpańskiej. Ponownie przeprowadzone zostały interwencje walutowe – tym razem wielkość rezerw obniżyła się o prawie 7 mld dolarów. Ostatecznie jednak 14 maja 1993 r. nastąpiła trzecia już w latach 90. dewaluacja waluty hiszpańskiej o 7%.

Mimo kryzysu, jaki objął EMS, peseta hiszpańska nie opuściła systemu. W sierpniu 1993 r. banki centralne krajów uczestników systemu podjęły wspólną decyzję o rozszerzeniu dopuszczalnego pasma wahań do +/-15%. Oznaczało to większą swobodę dla polityki kursowej w przypadku kolejnych ataków spekulacji. Do końca 1993 r. i przez cały 1994 r. sytuacja na rynku walutowym była ustabilizowana [Canzoneri, Valles and Vinals, 1996].

Na początku 1995 r. ponownie pojawiły się kłopoty z utrzymaniem stabilności niektórych walut w systemie ERM. Głównym powodem był kryzys w krajach rozwijających się (głównie w Meksyku) oraz pogorszenie prognoz gospodarczych w Stanach Zjednoczonych. Presja na deprecjację pesety hiszpańskiej wynikała również z pojawiających się wątpliwości co do możliwości obsługi długu publicznego przez rząd hiszpański (w 1994 r. dług przekroczył 60% PKB i nadal wzrastał). Mimo prowadzonych interwencji walutowych w dniu 6 marca 1995 r. Bank Hiszpanii zdewaaluował pesetę o 7%. Natychmiast po tym kurs waluty hiszpańskiej zaczął się umacniać i już w połowie roku uzyskał swój poziom z początku roku [IMF, 1997].

Bilateralne kursy pesety hiszpańskiej w okresie referencyjnym, tj. od marca 1996 r. do lutego 1998 r., dla większości walut utrzymywały się blisko kursów centralnych. Niewielkie odchylenia miały charakter tymczasowy i nie zagrażały stabilności kursu walutowego. W miarę postępu konwergencji krótkookresowych stóp procentowych wobec pozostałych krajów Unii Europejskiej, odchylenia kursu pesety od jej kursów centralnych stale zmniejszały się. Bank Hiszpanii tylko raz interweniował na rynku walutowym skupując w styczniu 1997 r. niewiele ponad 3 mld dolarów. Poniższy wykres obrazuje odchylenia kursu pesety hiszpańskiej od bilateralnych kursów centralnych w omawianym okresie.



**Wykres 6. Odchylenia kursu pesety hiszpańskiej od bilateralnych kursów centralnych w latach 1990-1998**

Źródło: IMF IFS.

Odchylenie powyżej zera oznacza, że bilateralny kurs przewyższa kurs centralny – następuje aprecjacja pesety; poniżej zera oznacza, że bilateralny kurs znajduje się poniżej kursu centralnego – następuje deprecjacja pesety. Hiszpania wypełniła kursowe kryterium konwergencji i w dniu 1 stycznia 1999 r. stała się członkiem UGW.

### 3. Wykonanie polityki pieniężnej Banku Hiszpanii w latach 1990-1998- porównanie celów z realizacją

Niniejsza część poświęcona jest porównaniu założeń polityki pieniężnej w Hiszpanii z jej realizacją w okresie 1990-1998 [Kashyap and Stein, 2000]. Analiza ta pozwoli określić, w jakim stopniu zakładane w danym okresie cele polityki monetarnej zostały zrealizowane. Poniższa tabela prezentuje, w jaki sposób zrealizowany został cel pośredni polityki monetarnej w Hiszpanii przy wykorzystaniu dynamiki podaży pieniądza, a jakie były pierwotne założenia.

**Tabela 2. Dynamika podaży pieniądza a pośredni cel polityki monetarnej w Hiszpanii w latach 1990-1994**

	1990	1991	1992	1993	1994
<b>Planowany przyrost agregatu ALP</b>	6,5-9,5%	7-11%	8-11%	4,5-7,5%	3-7%
<b>Rzeczywisty przyrost agregatu ALP</b>	12,6%	10,8%	5,2%	8,6%	8,2%

Źródło: Bank Hiszpanii (1990-1994).

Od początku lat 90. jedynie raz Bank Hiszpanii zrealizował swój cel w postaci przyrostu podaży pieniądza – w 1991 r. wyniósł 10,8%, tj. minimalnie poniżej górnej granicy planowanego wzrostu. W 1992 r. rzeczywisty przyrost agregatu ALP był niższy od wyznaczonego przedziału, natomiast w pozostałych latach przewyższał górną granicę planowanego przedziału o 1,1- 3,2 punktu procentowego [Bernanke and Gertler, 1995].

Rzeczywisty przyrost podaży pieniądza w całym okresie 1990-1994 był zbliżony do sumy górnych granic planowanych przyrostów – obie wielkości wynosiły odpowiednio 54,2% i 55,1%. Nadmierna podaż pieniądza – szczególnie w latach 1993-1994- była tym samym źródłem presji inflacyjnej.

W kolejnej tabeli znajduje się zestawienie wartości nominalnych stóp długookresowych uzyskanych w latach 1990-1998 z ich wartościami referencyjnymi zakładanymi w danym okresie.

**Tabela 3. Długookresowa stopa procentowa w Hiszpanii w latach 1990-1998**

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
<b>Długookresowa stopa procentowa</b>	14,7	12,4	12,2	10,1	10,1	11,3	8,7	6,4	4,8
<b>Wartość referencyjna</b>	-	10,7	10,7	9,3	10,0	9,5	8,5	7,7	6,6

Źródło: IMF IFS, Eurostat.

Na początku lat 90. podstawowa stopa procentowa Banku Hiszpanii wynosiła 14,7%. W tym samym czasie w Niemczech podstawowa stopa procentowa Bundesbanku była około o 6,7 punktu procentowego niższa i wynosiła 8%. W ujęciu realnym różnica ta była mniejsza – w 1990 r. zmieniła się od 1,8 punktu procentowego (w kwietniu) do 3,1 punktu procentowego (we wrześniu), ponieważ inflacja w Hiszpanii utrzymywała się na umiarkowanym poziomie (6-7%), podczas gdy w Niemczech była dwukrotnie niższa.

Bank Hiszpanii miał ograniczone pole działania, gdyż z jednej strony musiał podnieść stopy procentowe, by zmniejszyć inflację, a z drugiej strony je obniżyć, by powstrzymać napływ zagranicznego kapitału i wywiązać się ze zobowiązania utrzymania pesety w ramach dopuszczalnego pasma wahań w systemie ERM. Na początku 1991 r. Bank Hiszpanii rozluźnił politykę pieniężną. Do połowy 1992 r. podstawowa stopa procentowa spadła zarówno nominalnie, jak i realnie, o 2,3 punktu procentowego. Jednak już w lipcu 1992 r. zaczął podnosić stopy procentowe, ale w 1993 r. ze względu na recesję ponownie je obniżył. Podstawowa stopa procentowa spadła łącznie w okresie od grudnia 1992 r. do grudnia 1993 r. o 2,1 punktu procentowego – z 12,2% do 10,1% [Alberola, Ayuso and Lopez-Salido, 1997].

W okresie 1990-1996 wartości długookresowej stopy procentowej przewyższały ich wartości referencyjne, jakie zakładano w tych latach. Tylko w 1994 r. udało się uzyskać zakładaną stopę procentową. W 1996 r. długookresowa stopa procentowa była tylko o 0,2 punktu procentowego wyższa od wartości założonej w tym roku. Od tego właśnie roku rozpoczął się proces konwergencji poziomu stóp procentowych. W latach 1997-1998 długoterminowe stopy procentowe zmniejszały się stopniowo i ukształtowały się na poziomie poniżej ich wartości referencyjnych [Malo de Molina, Gutierrez (red), 1998].

Jeśli chodzi o politykę kursu walutowego, jej celem było utrzymanie kursu pesety hiszpańskiej w ramach dopuszczalnego pasma wahań- początkowo było to +/-6%, a ostatecznie +/-2,25% w stosunku do bilateralnych kursów centralnych.

W latach 1990-1995 mimo starań nie udawało się utrzymać kursu pesety w tym przedziale, czego przejawem była aż czterokrotnie przeprowadzana dewaluacja waluty.

Dopiero od 1996 r. kurs pesety hiszpańskiej zaczął się stabilizować. Ten stan utrzymał się do 1998 r., co pozwoliło wypełnić kryterium kursowe. Dzięki temu od 1999 r. Hiszpania stała się członkiem UGW. Poniższa tabela przedstawia, w jaki sposób Hiszpanii udało zrealizować się bezpośredni cel inflacyjny w latach 1990-1998, który miał na celu utrzymania inflacji na niskim poziomie.



**Tabela 4. Mierniki inflacji w Hiszpanii w latach 1990-1998**

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
<b>Zharmonizowany wskaźnik cen konsumpcyjnych (HICP)</b>	bd	5,9	5,9	4,9	4,6	4,6	3,6	1,9	1,8
<b>Wskaźnik cen konsumpcyjnych (CPI)</b>	6,7	5,9	5,9	4,6	4,7	4,7	3,6	2,0	1,8
<b>Wartość referencyjna</b>	bd	4,4	3,8	3,1	3,1	2,7	2,6	2,7	2,2

Źródło: zestawienie własne na podstawie danych OECD(2003), IMF(1998c, 2003c) oraz Eurostat.

Na początku lat 90. inflacja w Hiszpanii utrzymywała się na wysokim poziomie- 6,7% w 1990 r. i 5,9% w latach 1991-1992. Wynikało to głównie z szybkiego tempa wzrostu płac. W kolejnym roku nastąpił spadek wzrostu cen o 1 punkt procentowy – głównie w wyniku recesji. W kolejnych latach – aż do 1996 r. – nie odnotowano postępu w obniżaniu inflacji, mimo iż lata 1994-1996 obejmowały pierwszy Program Zbieżności, który zakładał realizację kryteriów konwergencji – w tym kryterium inflacyjnego do 1997 r. W połowie lat 90. inflacja nadal znajdowała się na zbyt wysokim poziomie- w 1995 r. wynosiła 4,7%. W całym okresie od 1990 r. do 1996 r. wskaźnik cen konsumpcyjnych przewyższał wartości zakładanej inflacji w tych latach – odpowiednio w 1990 r. był wyższy o 1,5 punktu procentowego, w 1991 o 2,1 punktu procentowego, w latach 1993-1995 był wyższy o około 1,5-2 punktu procentowego, natomiast w 1996 r. o 1 punkt procentowy. Dopiero w 1997 r. i 1998 r. inflacja ukształtowała się na niższym poziomie niż zakładano.

## Podsumowanie

Okres 1990-1998 był etapem przejściowym dla polityki gospodarczej Hiszpanii. Głównym celem, do którego dążono w tym okresie, było spełnienie warunków konwergencji, które umożliwiłby Hiszpanii wejście do UGW. Osiągnięcie tego założenia wywarło znaczny wpływ na politykę pieniężną Banku Hiszpanii w latach 90. Najważniejszymi czynnikami wywołującymi wzrost cen w Hiszpanii w pierwszej połowie lat 90. były: presja płacowa oraz kilkakrotne dewaluacje. Jednak mimo dewaluacji o łącznej wartości ponad 27%, inflacja w latach 1993-1994 nie przekroczyła poziomu z 1992 r. Świadczyło to o tym, że ceny w Hiszpanii w tym okresie wykazywały duży stopień sztywności. Bank centralny wobec luźnej polityki fiskalnej musiał prowadzić restrykcyjną politykę monetarną, aby nie dopuścić do dalszego zwiększania inflacji [Jareio, Sebastian and Valles, 1997].

Obniżenie inflacji do stabilnego poziomu (za taki uznawano inflację na poziomie do 2%) utrudniała polityka rządu, który w pierwszej połowie lat 90. wykazywał brak dyscypliny budżetowej. Natomiast utrzymująca się na wysokim poziomie inflacja nie pozwalała na obniżenie długookresowej stopy procentowej oraz stabilności kursu walutowego. Obniżanie inflacji w Hiszpanii w latach 1996-1998 było konsekwencją wzrostu jakości zarówno polityki monetarnej, jak i fiskalnej [Eichenbaum and Evans, 1995]. Wzrost dyscypliny finansów publicznych, uniezależnienie banku centralnego, zacieśnienie polityki monetarnej oraz perspektywa przystąpienia Hiszpanii do UGW – były najważniejszymi czynnikami, które pozwoliły obniżyć inflację do wymaganego poziomu.

Należy powtórzyć po raz kolejny, iż w latach 1990-1998 największe znaczenie w polityce pieniężnej Banku Hiszpanii miał kanał dochodu do dyspozycji oraz kanał kursu walutowego, mniejsze znaczenie miały kanały: popytowy i kredytowy [Kishan, and Opiela, 2000], natomiast kanał majątkowy nie został w ogóle wykorzystany. Po wejściu do UGW Hiszpania pozbawiona została się (z założenia) obu głównych kanałów polityki pieniężnej i ten fakt tłumaczy w znacznym stopniu problemy makroekonomiczne tego kraju po osiągnięciu członkostwa w strefie euro.

## Literatura

- Alberola Enrique, Ayuso Juan and Lopez-Salido David. 1997. *When May Peseta Depreciations Fuel Inflation?* Bank of Spain.
- Andres Javier, Mestre Ricardo and Valles Javier. 1997. *A structural model for the analysis of the monetary transmission mechanism. Forthcoming in Monetary Policy and Inflation in Spain.* McMillan.
- Baka Władysław. 2001. *Bankowość centralna. Funkcje, metody, organizacja.* Warszawa.
- Banco de Espana. 1990. 1991. 1992. 1993. 1994. 1995. 1996. 1997. 1998. 1999. 2000. 2001. 2002. Annual Report.
- Banco de Espana. 1998b. *Convergence Report presented by the Governor of the Banco de Espana.*
- Bernanke Ben Shalom and Gertler Mark. 1995. „Inside the black box: the credit channel of monetary policy transmission”. *The Journal of Economic Perspectives*, 9(4), pp. 27-48.
- Buiter Willem and Miller Marcus. 1981. *Monetary Policy and International Competitiveness: the problems of adjustment*, Oxford Economic Papers, 143-175.
- Canzoneri Matthew, Valles Javier and Vinals Jose. 1996. “Do exchange rates move to address international macroeconomic imbalances?”. CEPR, Discussionpaper, nQ 1498.
- Chałupa Tadeusz. 2011. *Koniunktura gospodarcza w wybranych krajach w okresie kryzysu finansowego.* Warszawa: Ministerstwo Gospodarki, s. 24-26.
- Clarida Richard and Gali Jordi. 1994. *Sources of real exchange rate fluctuations: How important are nominal shocks?* Carnegie-Rochester Conference series on Public Policy, 41.

- Ehrmann Michael, Gambacorta Leonardo, Martínez Pagés Jorge, Sevestre Patrick and Worms Andreas. 2001. "The role of banks in monetary policy transmission in the euro area". Banco de España Working Paper no.0118.
- Eichenbaum Martin and Evans Charles. 1995. "Some empirical evidence on the effects of shocks to monetary policy on exchange rates". *Quarterly Journal of Economics*, 105, 975-1009.
- Goodfriend Marvin. 1995. *The impact of monetary policy on bank balance sheets: A comment*, Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy, 42, pp. 197-202.
- Gourinchas Pierre-Olivier and Tornell Aaron. 1996. "Exchange rate dynamics and learning, Harvard Institute of Economic Research". Discussion Paper 1771.
- Grilli Vittorino and Roubini Nouriel. 1992. "Liquidity and exchange rates". *Journal of International Economics*, 32, 339-352.
- "Hiszpańskie banki dostaną 37 mld euro", Dostępny w Internecie.
- IMF. 1997. *Spain Recent Economic Developments and Selected Issues*. IMF Staff Country Report No. 97/39, International Monetary Fund, May.
- Jareño Jase Maria, Sebastian Miguel and Valles Javier. 1997. *Identifying monetary policy in Spain*. Bank of Spain.
- Kashyap Anil and Stein Jeremy. 1995. *The impact of monetary policy on bank balance sheets*. Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy, 42, pp. 151-195.
- Kashyap Anil and Stein Jeremy. 2000. "What do a million observations on banks say about the transmission of monetary policy?". *American Economic Review*, 90, pp. 407-428.
- Kim Soyoung. 1997. *Identifying monetary policy interactions: Who stabilizes the intra-European exchange rate*. Bank of Spain.
- Kishan Ruby P and Opiela Timothy P. 2000. "Bank size, bank capital and the bank lending channel". *Journal of Money, Credit and Banking*, 32(1), pp. 121-141.
- Kollmann Robert. 1997. *The exchange rate in a dynamic-optimizing current account model with nominal rigidities: a quantitative investigation*. International Monetary Fund, WP/97/7.
- "Kryzys w Hiszpanii. Jest decyzja eurogrupy", Dostępny w Internecie.
- „Kryzys w Hiszpanii. Rząd przygotował zmiany gospodarcze”, Dostępny w Internecie.
- Malo de Molina Jose Luis, Gutierrez Fred (red.). 1998. *Monetary Policy and Inflation in Spain*. Banco de España.
- Manzano Maria Cruz and Galmés Sofia. 1996. "Credit institutions' price policies and type of customer: impact on the monetary transmission mechanism". Banco de España Working paper no.9605.
- Mojon Benoit. 1999. *Credit channel(s) in the euro area: what is the evidence of distributional effects?*. Banco de España.
- Morgan Donald. 1998. "The credit effects of monetary policy: evidence using loan commitments". *Journal of Money, Credit and Banking*, 30, pp. 102-118.
- Pill Herman. 1996. "Bank behaviour and monetary policy in a small open economy: the case of Spain". Banco de España.
- "Pomoc dla Hiszpanii. Zapadła ważna decyzja", Dostępny w Internecie.

- Sastre Teresa. 1998. The role of the banking system in the monetary transmission mechanism. In *Monetary policy and inflation in Spain*, ed. Jose Luis Malo de Molina et al. Banco de España.
- [www 1] <http://epp.eurostat.ec.europa.eu>.
- [www 2] <http://www.oecd-ilibrary.org>.
- [www 3] <http://www.tradingeconomics.com>.
- [www 4] <https://www.google.pl/publicdata>.

## **WHY DOES NOT SPAIN SUCCEED IN THE EURO ZONE? ANALYSIS OF MONETARY POLICY OF THE BANK OF SPAIN DURING THE 1990-1998 PERIOD**

### **Summary:**

The period of 1990-1998 was a transitional stage in the Spanish economic policy. The main objective pursued in that period was to meet the convergence criteria of the country's entry into the Economic and Monetary Union. This approach had a significant impact on the monetary policy of the Bank of Spain in the 1990s. In the first half of the 1990s the most important factors behind the growth of prices in Spain were wage pressures and repeated devaluations. The central bank in view of loose fiscal policy had to conduct a restrictive monetary policy to prevent a further increase in inflation.

**Keywords:** Spanish economy, the Bank of Spain, monetary policy, interest rates, inflation.