

Konrad Szela^g*

ORCID: 0000-0002-0692-7910

konrad.szela^g@arp.pl, kszela@sgh.waw.pl

Nowa strategia polityki pieniężnej Europejskiego Banku Centralnego – kontynuacja i zmiana

Streszczenie

Pierwotna strategia polityki pieniężnej EBC została przyjęta w 1998 r., a następnie zaktualizowana w 2003 r. Od tamtego czasu nastąpiło wiele istotnych zdarzeń i wstrząsów, których doświadczył europejski system ekonomiczno-społeczny (kryzysy finansowe i gospodarcze, okresy bardzo niskiej inflacji i niekonwencjonalnej polityki pieniężnej, pandemia COVID-19 itp.). Ponadto sprawą o rosnącym znaczeniu w UE stały się zmiany klimatyczne. Wszystko to skłoniło do przeglądu i weryfikacji strategii EBC. Nowa strategia została opublikowana w lipcu 2021 r.

Artykuł koncentruje się na nowych elementach strategii EBC. Pierwszym z nich jest kwestia kosztów mieszkaniowych (ang. *owner-occupied housing*) i ich planowanego włączenia do zakresu wskaźnika inflacji stosowanego przez EBC (HICP). Ma to poprawić transgraniczną porównywalność wskaźnika HICP, a także jego reprezentatywność, gdyż koszty mieszkaniowe stanowią istotną część konsumpcji gospodarstw domowych. Drugim elementem są zmiany klimatyczne i ich konsekwencje gospodarcze, które należy brać pod uwagę w polityce pieniężnej EBC. W artykule przedstawiono różne poglądy, argumenty za i przeciw, zalety i wady itp. Ostatnia część opracowania zawiera wnioski i rekomendacje.

Słowa kluczowe: bank centralny, strategia, polityka pieniężna, inflacja, koszty mieszkaniowe, zmiany klimatyczne, test warunków skrajnych

JEL: E52, E58, Q54

* Konrad Szela^g – wicedyrektor Biura Analiz i Strategii w Agencji Rozwoju Przemysłu S.A. i współpracownik Katedry Systemu Finansowego w Szkole Głównej Handlowej w Warszawie.

Artykuł wyraża wyłącznie osobiste poglądy autora.

The new monetary policy strategy of the European Central Bank – continuity and change

Abstract

The ECB's original monetary policy strategy was adopted in 1998 and updated in 2003. Since then, there have been several important developments and shocks experienced by the European economy (financial and economic crises, periods of very low inflation and unconventional monetary policy, COVID-19 pandemic, etc.). Moreover, in the meantime, climate change has become an issue of growing importance in the EU. All those issues have prompted a review and update of the ECB's strategy. The new strategy was published in July 2021.

This article focuses on several new elements of the ECB's strategy. The first one is the issue of the costs of living in private homes (owner-occupied housing – OOH) and their planned integration into the coverage of the ECB's inflation index (HICP). This is aimed at improving cross-country comparability as well as the representativeness of the HICP, as OOH costs represent an important share of household consumption. The second element is climate change and its economic consequences, which are to be taken into account when making monetary policy decisions by the Governing Council. Different views, pros and cons, advantages and disadvantages have been presented with regard to the above issues. The last part of the article provides some concluding remarks and recommendations.

Key words: central bank, strategy, monetary policy, inflation, owner-occupied housing, climate change, stress test

Wstęp

Pierwotna strategia polityki pieniężnej Europejskiego Banku Centralnego (EBC) została przyjęta w 1998 r. tuż przed wprowadzeniem euro w 1999 r., a następnie zaktualizowana w 2003 r. Od tamtego czasu gospodarka europejska i jej otoczenie podlegały istotnym zmianom, co przyczyniło się do kolejnego przeglądu strategii EBC. Dodatkowym czynnikiem weryfikacji strategii polityki pieniężnej EBC stały się wyzwania klimatyczne i środowiskowe oraz ich znaczenie w polityce Unii Europejskiej (UE).

Strategia banku centralnego powinna być stosunkowo stabilna, ale jednocześnie powinna reagować na zmieniające się warunki ekonomiczne, aby uniknąć ryzyka dezaktualizacji. Aktualizacja strategii powinna więc zawierać zarówno elementy kontynuacji, jak i zmiany. Celem niniejszego artykułu jest przybliżenie tych aspektów strategii EBC, które stanowią nowość, a także dokonanie ich wstępnej oceny. Natomiast elementy kontynuacji zostaną przedstawione jedynie pokrótce jako tło analizy oraz przesłanka do dalszej dyskusji.

1. Przesłanki i wyniki przeglądu strategii polityki pieniężnej EBC

Pierwotna strategia polityki pieniężnej EBC składała się z następujących elementów¹:

- cel inflacyjny w postaci stabilności cen sformułowany na zasadzie tzw. podwójnego klucza (ang. *double-key formulation*), tj. określenie granicy wzrostu wskaźnika HICP w ujęciu rocznym o mniej niż 2% oraz wskazanie pożądanego poziomu inflacji w strefie euro („poniżej, ale blisko 2%”);
- średniookresowa orientacja polityki pieniężnej;
- ocena zagrożeń dla stabilności cen na podstawie dwufilarowej analizy (ekonomicznej i monetarnej) – podlegająca kontroli krzyżowej przed sformułowaniem ostatecznej oceny.

Na początku XXI wieku otoczenie makroekonomiczne w Europie i na świecie było inne niż dziś. Z punktu widzenia EBC kluczowe znaczenie miały zmiany strukturalne, jak wzrost wydajności pracy, popyt na bezpieczne i płynne aktywa, struktura demograficzna, a także inne zmiany, które obniżyły realną stopę równowagi, czyli stopę procentową, przy której gospodarka funkcjonuje wykorzystując cały swój potencjał (Bundesbank 2017 i 2021; Brand i in. 2018; EBC 2021c).

Istotne znaczenie miały także turbulencje na rynkach finansowych (np. globalny kryzys finansowy i kryzys zadłużenia w strefie euro), a ponadto utrzymujący się od 2013 r. niski poziom inflacji (poniżej celu inflacyjnego EBC) czy stosowanie niekonwencjonalnych instrumentów polityki pieniężnej od 2014 r. (w celu przeciwdziałania presji dezinflacyjnej). Według niektórych autorów do końca 2014 r. stało się jasne, że strefa euro przeszła do nowego systemu (ang. *second regime*), w którym zaczęły dominować negatywne szoki popytowe, a w takich okolicznościach pułap 2% inflacji *de facto* przestał obowiązywać i działać jako czynnik stabilizujący (Rostagno i in. 2019). Wreszcie, pandemia COVID-19, będąca nowym doświadczeniem okazała się poważnym wstrząsem dla światowej gospodarki w związku z przerwaniem łańcuchów dostaw w zglobalizowanej gospodarce. Warto dodać, że początkowo pandemia wywierała presję na obniżenie inflacji, a ostatnio wręcz odwrotnie.

Powyższe wydarzenia, w połączeniu z innymi globalnymi zjawiskami (globalizacja, cyfryzacja, zmiany klimatyczne, ewolucja systemu finansowego i metod komunikacji itp.), wymagały adekwatnych reakcji właściwych decydentów. Między innymi, na początku 2020 r. Rada Prezesów zainicjowała przegląd strategii polityki pieniężnej EBC, z uwzględnieniem wniosków z procesu konsultacji społecznych, w których uczestniczyło wielu interesariuszy. Konsultacje te miały różne formy, jak np. wysłuchania publiczne (zarówno w EBC, jak i w narodowych bankach centralnych), dedykowane portale internetowe w celu poznania opinii publicznej, specjalistyczne konferencje z udziałem ekspertów finansowych i przedstawicieli instytucji naukowych, wreszcie dialog z Parlamentem Europejskim w formule wysłuchania publicznego

¹ Szerzej na temat pierwotnej strategii EBC – zob. np.: Duisenberg 1998; EBC 1998, 2000 i 2001; Szeląg 2003.

na forum komisji ECON². Ponadto w debacie nad strategią wykorzystano również wnioski z raportów opracowanych przez kilkanaście zespołów eksperckich³. Konsultacje te były do pewnego stopnia podobne do tych, które w USA przeprowadziła Rezerwa Federalna w latach 2019–2020.

Po zakończeniu procesu konsultacji nowa strategia polityki pieniężnej EBC została opracowana, uchwalona i ogłoszona 8 lipca 2021 r. W porównaniu ze strategią z 2003 r. pewne jej elementy zostały utrzymane, a inne zmodyfikowane. Kluczowe elementy nowej strategii EBC to (EBC 2021c):

- **Wskaźnik inflacji:** Stosowany dotychczas zharmonizowany wskaźnik cen konsumpcyjnych (HICP) pozostaje właściwą miarą inflacji w strefie euro⁴, ale pomiar inflacji można jeszcze udoskonalić poprzez włączenie do zakresu wskaźnika HICP nowych elementów (w szczególności kosztów mieszkaniowych).
- **Ilościowy i symetryczny cel inflacyjny:** Przyjęto punktowy cel inflacyjny na poziomie 2%⁵. Zrezygnowano zaś z formuły „podwójnego klucza”, gdyż była ona postrzegana jako asymetryczna, co stwarzało problemy interpretacyjne dotyczące faktycznego poziomu celu inflacyjnego (poziom 2% interpretowano bowiem jako pułap). Cel inflacyjny musi być jednoznaczny, a to może zostać osiągnięte dzięki zastosowaniu celu symetrycznego.
- **Średniookresowa orientacja polityki pieniężnej:** Podejście to sprawdziło się w przeszłości i zostanie utrzymane. Zapewnia ono elastyczność w reagowaniu na wstrząsy gospodarcze, eliminuje zdarzenia przejściowe lub jednorazowe, uwzględnia opóźnienia w mechanizmie transmisji polityki pieniężnej itp.
- **Ocena proporcjonalności decyzji dotyczących polityki pieniężnej:** Podobnie jak dotychczas, będzie się ona opierać na dwóch odrębnych filarach (analizie ekonomicznej i analizie monetarnej), przy czym zakres tej ostatniej będzie szerszy i obejmie także analizę finansową, a ponadto nie będzie już stosowana kontrola krzyżowa między oboma filarami.

² Komisja Gospodarcza i Monetarna w Parlamencie Europejskim.

³ Zespół ekspercki ds. celu inflacyjnego w postaci stabilności cen, Zespół ekspercki ds. cyfryzacji, Zespół ekspercki ds. globalizacji, Zespół ekspercki ds. interakcji monetarno-fiskalnych, Zespół ekspercki ds. komunikacji w polityce pieniężnej, Zespół ekspercki ds. modelowania, Zespół ekspercki ds. niebankowego pośrednictwa finansowego, Zespół ekspercki ds. oczekiwań inflacyjnych, Zespół ekspercki ds. pomiaru inflacji, Zespół ekspercki ds. polityki makroostrożnościowej, polityki pieniężnej i stabilności finansowej, Zespół ekspercki ds. wydajności pracy, innowacji i postępu technologicznego, Zespół ekspercki ds. zatrudnienia, Zespół ekspercki ds. zmian klimatycznych.

⁴ Ocena adekwatności wskaźnika HICP opierała się na czterech kryteriach: aktualności, rzetelności (np. rzadkie zmiany), porównywalności (w czasie i pomiędzy krajami) oraz wiarygodności. Te same kryteria zastosowano również podczas poprzedniego przeglądu strategii, który został przeprowadzony w 2003 r. (Issing 2003; EBC 2021c). Por. także kryteria zastosowane do wyboru pierwotnej strategii z 1998 r. (EIW 1997a i 1997b; Szeląg 2003).

⁵ Istnieją opinie, że cel inflacyjny powinien być nieco wyższy niż 2%, a EBC powinien przeprowadzać okresowe przeglądy swojego celu inflacyjnego (Reichlin i in. 2021). Po światowym kryzysie finansowym część ekonomistów sugerowała podniesienie celu inflacyjnego do 4% (Blanchard i in. 2010), a ostatnio podobne idee ponownie zyskały popularność biorąc pod uwagę rosnącą inflację i obecne oczekiwania inflacyjne.

Jeśli chodzi o nowe elementy strategii EBC, to oprócz wspomnianej kwestii kosztów mieszkaniowych nowością jest decyzja Rady Prezesów o zaangażowaniu EBC w sprawę zmian klimatycznych oraz ich wpływu na gospodarkę i politykę pieniężną. Ponadto istotnym *novum* jest okresowy przegląd strategii – najbliższy zaplanowano na 2025 r.

2. Poprawa pomiaru inflacji – koszty mieszkaniowe

Jak wspomniano, jednym z wniosków płynących z przeglądu strategii EBC jest to, że wskaźnik HICP pozostaje właściwą miarą inflacji w strefie euro z punktu widzenia celów polityki pieniężnej, jednak powinien on zostać udoskonalony poprzez włączenie do formuły obliczania nowych składowych, w szczególności kosztów mieszkaniowych, gdyż koszty te stanowią istotny element konsumpcji gospodarstw domowych (EBC 2021c i 2021e).

Kwestia kosztów mieszkaniowych, która jest obecnie przedmiotem debaty, ma dość długą historię. W 1997 r., kiedy po raz pierwszy opublikowano wskaźnik HICP, podjęto również próby skonstruowania wskaźnika kosztów mieszkaniowych (dalej: wskaźnik OOH – ang. *owner-occupied housing*) opartego na metodzie kosztu nabycia netto (zob. tabela 1), ale wystąpiły poważne problemy z jego stosowaniem w praktyce w państwach członkowskich UE⁶. W 2000 r. Eurostat uruchomił program pilotażowy, którego celem było zachęcenie państw członkowskich UE do zbierania możliwości opracowania takiego wskaźnika. W latach 2013 i 2016 instytucje unijne przyjęły dwa rozporządzenia – jedno z nich stanowiło podstawę prawną do opracowywania kwartalnego wskaźnika OOH opartego na metodzie kosztu nabycia netto (Komisja Europejska 2013), a drugie wprowadziło wymogi dotyczące opracowywania i publikowania tego wskaźnika (Parlament Europejski i Rada 2016). Ostatnie z tych rozporządzeń zobowiązywało Komisję do przygotowania do końca 2018 r. raportu oceniającego, czy wskaźnik OOH może zostać włączony do HICP (Komisja Europejska 2018).

W kontekście planowanego włączenia kosztów mieszkaniowych do wskaźnika HICP należy na wstępie wspomnieć o dwóch kwestiach. Pierwsza z nich to wymogi prawne. Zgodnie z ww. rozporządzeniem z 2016 r., HICP opiera się na „zmianach cen i wagach produktów, które objęte są wydatkami pieniężnymi na spożycie w sektorze gospodarstw domowych”, tj. powinien być skoncentrowany na transakcjach pieniężnych oraz celach konsumpcyjnych. Ponadto rozporządzenie zobowiązuje państwa członkowskie do przekazywania Eurostatowi wskaźnika HICP i jego po-

⁶ Głównymi problemami leżącymi u podstaw wyłączenia tej składowej był brak jednolitej metodyki UE i odpowiednich danych we wszystkich państwach członkowskich UE. Koszty mieszkaniowe są uwzględnione w krajowym wskaźniku inflacji w Niemczech, ale nie są uwzględnione w innych krajach, np. w Belgii, Francji, Włoszech czy Hiszpanii. Niemcy zawsze opowiadały się za ujednoczeniem pomiaru wskaźnika OOH i włączeniem go do wskaźnika HICP (Bundesbank 2021). Z drugiej strony zwraca się uwagę, że koszty mieszkaniowe są uwzględniane we wskaźnikach inflacji większości rozwiniętych państw na świecie (Gros i Shamsfakhr 2021).

szczególnych wskaźników częściowych w interwałach miesięcznych. Druga kwestia to definicja kosztów mieszkaniowych i ich znaczenie. Koszty te związane są z różnymi aspektami zamieszkiwania w domu lub mieszkaniu (zakup, posiadanie, utrzymanie itp.). Obecnie wskaźnik HICP obejmuje tylko niektóre zmiany cen w zakresie wydatków mieszkaniowych (koszty utrzymania, drobne naprawy i inne koszty bieżące, ponoszone zarówno przez najemców, jak i właścicieli⁷), podczas gdy generalnie koszty mieszkaniowe stanowią znaczną część (około 13%) konsumpcji gospodarstw domowych w strefie euro (EBC 2021e)). Jednak opinie dotyczące znaczenia tych kosztów są podzielone. Niektórzy autorzy uważają, że koszty mieszkaniowe są bardzo istotne i pomocne w postrzeganiu inflacji przez konsumentów (Döhring i Mordonu 2007; Abildgren i Kuchler 2019; Zekaitė 2020), natomiast inni oceniają je jako raczej nieistotne (Aucremanne i in. 2007; Del Giovane i in. 2009). Istnieją także opinie, że włączenie kosztów mieszkaniowych do wskaźnika HICP może mieć zróżnicowany wpływ na poszczególne państwa strefy euro (Dany-Knedlik i Papadia 2021).

Istnieje wiele metod pomiaru kosztów mieszkaniowych w ramach wskaźnika cen towarów i usług konsumpcyjnych (zob. tabela 1). Najważniejsze z nich to:

- **metoda kosztu nabycia netto** (ang. *net acquisition approach*),
- **metoda użytkownika** (ang. *use approach*) – obejmująca metodę kosztów użytkownika i metodę czynszów imputowanych,
- **metoda płatności** (ang. *payment approach*).

W opinii Eurostatu wszystkie powyższe metody są oparte na solidnych założeniach i mają podstawy ekonomiczne. Wszystkie mają zarówno zalety, jak i wady, w zależności od szczegółowej formuły wskaźnika czy potrzeb użytkownika w zakresie pomiaru inflacji. Niemniej jednak, mając na uwadze kluczowe właściwości metody kosztu nabycia netto (wydatki związane z rzeczywistymi transakcjami pieniężnymi, brak potrzeby korzystania z cen kalkulacyjnych itp.), metoda ta została uznana za najbardziej odpowiednią do celów HICP (Eurostat 2017).

Według Komisji Europejskiej istnieją dwa kluczowe kryteria oceny, czy wskaźnik OOH nadaje się do włączenia do zakresu wskaźnika HICP:

- koncepcyjne – konieczność uwzględnienia rzeczywistych transakcji pieniężnych oraz kwestia włączenia aktywów do zakresu HICP (budynki mieszkalne, grunty⁸);
- praktyczne – możliwość opracowania wskaźnika zgodnie ze standardami HICP w zakresie częstotliwości i aktualności (w odstępach miesięcznych).

⁷ Według EBC średnia waga czynszów płaconych właścicielom przez najemców wynosi około 7% w strefie euro (i około 10% w Holandii i Niemczech).

⁸ Obecnie wskaźnik OOH uwzględnia pełną cenę transakcyjną związaną z zakupem lokali mieszkalnych, tj. budynku lokalu mieszkalnego i gruntu, na którym się znajduje. W teorii potencjalnym rozwiązaniem dla wskaźnika OOH mogłoby być wyłączenie komponentu gruntu z wag i cen wskaźnika, ale w praktyce byłoby to bardzo trudne (Eurostat 2017; Komisja Europejska 2018).

Tabela 1. Podstawowe metody pomiaru kosztów mieszkaniowych

Główne zastosowanie wskaźnika cen (CPI)	Definicja kosztów mieszkaniowych w danej metodzie	Składowe wskaźnika cen	Uwagi
Metoda kosztu nabycia netto			
Pozwala na pomiar zmiany w czasie całkowitych wydatków związanych ze wszystkimi transakcjami pieniężnymi dokonywanymi przez gospodarstwa domowe w celu nabycia towarów i usług na potrzeby konsumpcyjne	Koszt nabycia lokalu mieszkalnego przez gospodarstwo domowe na własne potrzeby	<ul style="list-style-type: none"> • Środki pieniężne wydane na zakup lokali mieszkalnych • Opłaty lokalne i inne opłaty związane z zakupem lub budową • Istotne naprawy i konserwacja • Ubezpieczenia związane z lokalami mieszkalnymi 	Metoda bardziej zgodna z definicją „wskaźnika inflacji”. Brak potrzeby korzystania z cen kalkulacyjnych.
Metoda użytkowania			
Pozwala na pomiar zmiany w czasie całkowitej wartości i usług konsumowanych przez gospodarstwa domowe	Koszt alternatywny związany z wykorzystaniem lokalu mieszkalnego na własne potrzeby przez gospodarstwo domowe	<ul style="list-style-type: none"> • Naprawy i konserwacja • Ubezpieczenie • Opłaty lokalne i inne opłaty związane z zakupem lub budową • Płatności odsetek hipotecznych • Amortyzacja lokali mieszkalnych • Koszt alternatywny dotyczący innych potencjalnych inwestycji 	Metoda bardziej zgodna ze wskaźnikiem kosztów utrzymania (<i>Cost-Of-Living Index – COLI</i>). Konieczność korzystania z cen kalkulacyjnych.
Metoda płatności			
Mierzy zmianę w czasie wszystkich płatności dokonywanych przez gospodarstwa domowe za wszystkie towary i usługi	Nakłady pieniężne związane z lokalem mieszkalnym	<ul style="list-style-type: none"> • Środki pieniężne wydane na zakup lokali mieszkalnych • Opłaty lokalne i inne opłaty związane z zakupem lub budową • Ubezpieczenia związane z lokalami mieszkalnymi • Naprawy i konserwacja • Płatności odsetek hipotecznych • Raty kredytu hipotecznego 	Metoda bardziej odpowiednia dla oceny dochodu pieniężnego (również dla wskaźnika COLI). Brak potrzeby korzystania z cen kalkulacyjnych.

Źródło: opracowanie własne na podstawie Eurostat (2017).

Wskaźnik OOH częściowo spełnia pierwsze kryterium, gdyż koncentruje się na rzeczywistych transakcjach pieniężnych, ale włączenie kosztu zakupu mieszkań (zarówno budynków, jak i gruntów) do zakresu HICP jest dość kontrowersyjne. Opinie na temat tego, czy koszt budynku i koszt gruntu powinny być traktowane jako wydatki konsumpcyjne (a zatem włączone do wskaźnika cen konsumpcyjnych), czy też jako aktywa trwałe (wyłączone z jego zakresu), są podzielone nawet w oficjalnych statystykach krajowych. Jeśli chodzi o drugie kryterium, to wskaźnik HICP jest obliczany co miesiąc i publikowany 15 dni po zakończeniu miesiąca, a wskaźnik OOH jest obliczany kwartalnie i publikowany 100 dni po zakończeniu kwartału. Z tego względu uznano, że wskaźnik OOH nie nadaje się do włączenia do wskaźnika HICP (Komisja Europejska 2018).

Mając świadomość powyższej opinii Komisji, a także faktu, że jakość wskaźnika HICP jako miary inflacji jest stale podnoszona przez Eurostat i urzędy statystyczne państw członkowskich UE⁹, EBC jest zdania, że HICP wymaga udoskonalenia, ponieważ nie ma przekonujących dowodów na to, że błąd pomiaru HICP (ang. *measurement bias*) został istotnie zmniejszony od ostatniego przeglądu strategii (EBC 2021e). W opinii Rady Prezesów można to osiągnąć włączając koszty mieszkaniowe do formuły wskaźnika HICP. Poprawiłoby to zarówno reprezentatywność wskaźnika HICP/HICP-H (wskaźnik HICP rozszerzony o wskaźniki OOHPI Eurostatu – zob. dalej), jak i jego transgraniczną porównywalność (gdyż znaczenie kosztów mieszkaniowych istotnie różni się w poszczególnych państwach strefy euro).

Jeżeli chodzi o nową formułę wskaźnika HICP-H to w raporcie z ostatniego przeglądu strategii EBC przeanalizowano dwie opcje, tj. metodę kosztu nabycia netto (ang. *NA approach – net acquisition*) oraz metodę czynszów imputowanych (ang. *RE approach – rental equivalence*). Pierwsza metoda oparta jest na rzeczywistych cenach transakcyjnych zakupu nowych lokali mieszkalnych, natomiast druga metoda wykorzystuje kalkulacyjne koszty mieszkaniowe oparte na czynszach porównywalnych lokali mieszkalnych. Po przeanalizowaniu zalet i wad obu opcji stwierdzono, że metoda kosztu nabycia netto może stanowić dobrą podstawę do włączenia kosztów mieszkaniowych do formuły wskaźnika HICP, tym bardziej, że Eurostat publikuje już kwortalne wskaźniki cen OOH oparte na tej metodzie (tzw. wskaźniki OOHPI dla krajów strefy euro). Mogą one być punktem wyjścia do dalszych prac nad opracowaniem formuły wskaźnika HICP-H. Problemem są jednak nietożsame interwały ich obliczania (OOHPI – kwartalnie, HICP – miesięcznie), a także terminy ogłaszania obu wskaźników – znacznie późniejsze w przypadku OOHPI (EBC 2021e). Z drugiej strony, istnieją opinie, że jednak metoda czynszów imputowanych – zbliżona do podejścia stosowanego w USA – byłaby lepsza niż metoda kosztu nabycia netto (Whelan 2021).

⁹ Jakość wskaźnika HICP została udoskonalona w następujących kwestiach: reprezentatywności rzeczywistych zmian cen, porównywalności w czasie i krajach, publikacji w bardziej terminowy sposób, dostępności danych itp. (EBC 2021e).

Rada Prezesów zaleciła opracowanie harmonogramu prac obejmującego cztery etapy (zob. rysunek 1). Na ostatnim etapie będzie możliwe stosowanie wskaźnika HICP-H jako głównego wskaźnika polityki pieniężnej w strefie euro. Natomiast w okresie przejściowym kwartalny wskaźnik OOH byłby traktowany jako dodatkowa miara oceny wpływu kosztów mieszkaniowych na inflację (EBC 2021c). Oczekuje się, że koszty mieszkaniowe będą stanowić około 10% zmodyfikowanego wskaźnika HICP (Bundesbank 2021). Istnieją również opinie, że działania przewidziane w harmonogramie EBC powinny ulec przyśpieszeniu ze względu na silną presję inflacyjną będącą efektem pandemii (Bonatti i Fracasso 2021).

Rysunek 1. Etapy prac nad włączeniem wskaźnika OOH do zakresu wskaźnika HICP



Źródło: opracowanie własne na podstawie EBC (2021c).

3. Banki centralne a gospodarcze skutki zmian klimatycznych

Analiza porównawcza nowej strategii polityki pieniężnej EBC z poprzednimi strategiami z lat 1998 i 2003 wskazuje, że wprowadzone zmiany mają głównie charakter ewolucyjny, a nie rewolucyjny. To co jest istotnym *novum* to uwzględnienie kwestii klimatycznych w procesie podejmowania decyzji z zakresu polityki pieniężnej (w ramach mandatu EBC¹⁰). Takie podejście jest zgodne z polityką klimatyczną UE, ale bywa uznawane za kontrowersyjne.

W pracach nad nową strategią EBC korzystano z raportów przygotowanych przez kilka zespołów eksperckich. Jednym z nich był zespół zajmujący się zmianami

¹⁰ Artykuł 127 Traktatu o funkcjonowaniu UE (dotyczący podstawowego celu Europejskiego Systemu Banków Centralnych (ESBC), jakim jest utrzymanie stabilności cen) odnosi się do art. 3 Traktatu o UE, który wskazuje kluczowe cele UE – jednym z nich jest „wysoki poziom ochrony i poprawy jakości środowiska”. W związku z tym przyczynianie się do osiągnięcia tego celu można uznać za jeden z dodatkowych celów EBC/ESBC (bez uszczerbku dla celu podstawowego).

klimatycznymi. W raporcie tego zespołu (EBC 2021f) przedstawiono wiele argumentów zarówno za, jak i przeciw zaangażowaniu banków centralnych w kwestie klimatyczne. Z raportu wynika, że zmiany klimatyczne mogą wpływać na ogólną sytuację makroekonomiczną (aktywność gospodarczą, inflację, rynki finansowe itp.) głównie dwoma kanałami:

- **ryzyko fizyczne** – wynikające z procesu globalnego ocieplenia, ekstremalnych zjawisk pogodowych i klęsk żywiołowych (huragany, powodzie, upały, susze itp.) czy katastrof ekologicznych;
- **ryzyko transformacyjne** – związane z rosnącymi kosztami regulacyjnymi emisji dwutlenku węgla (co może zachęcać do inwestycji w technologie niskoemisyjne).

Jeśli chodzi o wpływ zmian klimatycznych na gospodarkę UE, to istnieje wysoki stopień niepewności oraz zróżnicowane poglądy i wyniki analiz w tym zakresie. Zarówno koncepcje teoretyczne, jak i badania empiryczne, wskazują, że konsekwencje społeczno-gospodarcze i straty ekonomiczne wynikające ze zmian klimatu będą się zwiększać, zwłaszcza w perspektywie długookresowej, a ponadto będą nierównomiernie rozłożone terytorialnie, branżowo czy w różnych grupach społecznych. Badania teoretyczne nad fizycznymi skutkami zmian klimatu wskazują na ich stosunkowo silny negatywny wpływ na globalny PKB, choć skala zależy od przyjmowanego scenariusza i waha się od 1% do 62% (Dietz i Stern 2015; Nordhaus 2017). Z kolei badania empiryczne wskazują, że zmiany klimatyczne będą mieć prawdopodobnie ograniczony wpływ na Europę w ciągu najbliższych kilku dekad, choć i tutaj wpływ ten nie będzie taki sam dla poszczególnych krajów. Szacunki wskazują, że zmiany klimatyczne będą powodować zmniejszenie dochodów lub obniżenie realnego PKB na mieszkańca w skali od 1% do 7%, w zależności od scenariusza (Tol 2018; Kahn i in. 2019 i 2021). Przestrzenny rozkład strat będzie kilkakrotnie większy w południowej Europie niż w jej północnej części (EBC 2021f).

Jeśli chodzi o wpływ na inflację, to zmiany klimatyczne i ekstremalne zjawiska pogodowe przekładają się głównie na ceny żywności, ale także na popyt i podaż energii, co z kolei wpływa na ceny innych produktów i usług. Analizy wskazują, że klęski żywiołowe miały dotychczas znacznie mniejszy wpływ w państwach rozwiniętych, a dużo poważniejszy w krajach rozwijających się (Parker 2017). Istnieją też badania, które wskazują, że bardzo gorące lata będą mieć znaczący wpływ na ceny w perspektywie średniookresowej (EBC 2021f).

Zmiany klimatyczne mogą również prowadzić do masowych migracji mających konsekwencje dla zdrowia i życia migrantów, co z kolei może mieć wpływ na podaż pracy, strukturalne bezrobocie lub zmiany wydajności pracy (Seppänen i in. 2006; Heal i Park 2016; Hsiang i in. 2017; Bamber i in. 2019). Inni badacze nie stwierdzili jednak istotnego wpływu zmian klimatycznych (np. szoków termicznych) na wydajność pracy (Letta i Tol 2019).

Ponadto zmiany klimatyczne i ekstremalne zjawiska pogodowe mogą stanowić obciążenie dla finansów publicznych, choć badania empiryczne wskazują na raczej ograniczone skutki budżetowe (Heipertz i Nickel 2008; Lis i Nickel 2010; Melecky

i Raddatz 2011). Skutki te można znacząco zmniejszyć podejmując z wyprzedzeniem stosowne działania zapobiegawcze (Catalano i in. 2020). Oprócz ekstremalnych zjawisk pogodowych również opóźniona transformacja energetyczna będzie mieć negatywny wpływ na finanse publiczne w perspektywie długookresowej w porównaniu z uporządkowaną transformacją (EBC 2021f).

Eksperci identyfikują wiele kanałów oddziaływania, za pośrednictwem których zmiany klimatyczne mogą wpływać na europejską gospodarkę. Wskazują na potencjalne szoki podażowe (żywność, energia, zasoby kapitałowe, technologia) i popytowe (energia, inwestycje, konsumpcja, handel), a także zagregowany wpływ na produkcję i zmienne nominalne (PKB, płace, inflacja) (Batten 2018). Istnieją także opinie, że ryzyko klimatyczne może wpływać na mechanizm transmisji polityki pieniężnej za pośrednictwem rynków finansowych i sektora bankowego. Głównymi kanałami w tym zakresie są: stopy procentowe, kredyty i pożyczki (bankowe i poza-bankowe), ceny aktywów, kurs walutowy, a także oczekiwania (zob. tabela 2).

Istnieje wiele ograniczeń, na które napotykają banki centralne w działaniach na rzecz przeciwdziałania skutkom zmian klimatycznych. Najważniejsze z nich można podsumować w następujący sposób (Boneva i in. 2021):

- **Naruszenie podstawowego zakresu mandatu banku centralnego.** Większość banków centralnych nie ma w swoich mandatach żadnego bezpośredniego odniesienia do kwestii środowiskowych, co budzi wątpliwości, czy mają one podstawę, aby wykorzystywać narzędzia polityki pieniężnej do wspierania celów związanych ze zrównoważonym rozwojem (Dikau i Volz 2021). Część banków centralnych ma pośredni mandat do wspierania działań rządu swojego kraju, ale istnieją wątpliwości, czy jest to wystarczające, aby banki centralne odgrywały aktywną rolę w zakresie spraw klimatycznych (Solana 2018; Schoemaker 2021).
- **Zagrożenie niezależności lub przekroczenie kompetencji.** Wyzwania wynikające ze zmian klimatycznych mają wyraźny wymiar polityczny, w związku z czym politycy (wybierani i odpowiedzialni przed swoimi wyborcami) są lepiej niż banki centralne umocowani do zajmowania się kwestiami związanymi z klimatem, organizowania niezbędnych debat społecznych (np. na temat zmian w zakresie produkcji i nawyków konsumpcyjnych) itp.
- **Zakłócenia na rynkach finansowych.** Istnieją opinie, że „zazielenianie” polityki pieniężnej może prowadzić do zakłóceń na rynkach finansowych, w szczególności biorąc pod uwagę obecny niedobór tzw. zielonych obligacji (Schnabel 2020 i 2021). Brakuje powszechnie akceptowanych standardów rynkowych określających, co należy uznawać za inwestycje „zielone” lub „nieekologiczne”. Banki centralne mogłyby opracować swoje wewnętrzne definicje i klasyfikacje w tym zakresie, ale jednocześnie mogłyby być wówczas oskarżane o arbitralną dyskryminację lub faworyzowanie niektórych branż w stosunku do innych.
- **Publiczna krytyka przyznania nadmiernych uprawnień bankowi centralnemu.** Jeśli banki centralne publicznie komunikują pilną potrzebę „zazielenienia” systemu finansowego, może to być postrzegane jako działania mające na celu przyznanie im większego zakresu zadań i szerszych uprawnień.

- **Kreowanie nadmiernych oczekiwań.** Jeśli banki centralne przedstawiają się publicznie jako liderzy w zakresie spraw klimatycznych, może to prowadzić do podsycania nadmiernych oczekiwań dotyczących tego, co naprawdę są one w stanie osiągnąć. Istnieją wątpliwości, czy polityka pieniężna może być użyteczna w przeciwdziałaniu zmianom klimatycznym. Niedawne badania wskazują, że działania banków centralnych mają bardzo ograniczony wpływ na zmniejszenie emisji dwutlenku węgla i osiągnięcie celów klimatycznych (Ferrari i Nispi Landi 2020; Ferrari i Pagliari 2021).

Tabela 2. Kanały transmisji polityki pieniężnej a potencjalny wpływ zmian klimatycznych

Kanał transmisji	Ryzyko fizyczne wynikające z globalnego ocieplenia, ekstremalnych zjawisk pogodowych i klęsk żywiołowych	Ryzyko transformacyjne wynikające z działań na rzecz redukcji emisji dwutlenku węgla, cen uprawnień do emisji itp.
Kanał stóp procentowych	Pozaoდsetkowe czynniki kosztowe nabierają znaczenia, osłabiając reakcje w zakresie inwestycji i oszczędności na zmiany stóp procentowych.	Niepewność dotycząca czasu i szybkości reakcji władz zwiększa premię za ryzyko, a także zmienność. Występuje wpływ na naturalną stopę procentową.
Kanał kredytowy	Straty finansowe zmniejszają zdolność kredytową pożyczkobiorców, zabezpieczenia bankowe i rentowność. Skala kredytów zagrożonych ogranicza ogólną podaż kredytów. Niepewność ogranicza bankom rynkową dostępność finansowania.	Straty finansowe zmniejszają zdolność kredytową pożyczkobiorców, zabezpieczenia bankowe i rentowność. Skala kredytów zagrożonych ogranicza ogólną podaż kredytów. Niepewność ogranicza bankom rynkową dostępność finansowania.
Kanał cen aktywów	Ryzyko fizyczne obniża wartość nieruchomości mieszkalnych. Straty finansowe obniżają wyceny firm.	Popyt zmienia się w różnych sektorach i regionach. Rośnie wolumen tzw. aktywów osieroconych (<i>stranded assets</i>), np. paliw kopalnych.
Kanał kursu walutowego	Istnieją zachęty do dewaluacji w celu osiągnięcia krótkoterminowego wzrostu konkurencyjności. Występuje także ogólna wyższa zmienność.	Tzw. graniczna opłata węglowa (<i>carbon border adjustment</i>) może zakłócić szlaki handlowe i globalne łańcuchy wartości.
Kanał oczekiwań	Polityka pieniężna staje się mniej przewidywalna z uwagi na niepewność dotyczącą utrzymywania się wstrząsów gospodarczych. Niejasne oczekiwania w zakresie podaży i popytu.	Niewłaściwie rozłożona w czasie polityka transformacyjna zmniejsza wiarygodność polityki pieniężnej i skuteczność komunikacji społecznej banku centralnego w zakresie planowanych działań (<i>forward guidance</i>).

Źródło: EBC (2021f).

Biorąc pod uwagę powyższe ograniczenia, rządy powinny odgrywać wiodącą rolę w polityce przeciwdziałania skutkom zmian klimatycznych, natomiast banki centralne mogłyby pełnić w tym zakresie funkcję wspierającą. Istnieją opinie, że nawet jeśli polityka pieniężna nie jest w stanie samodzielnie przyczynić się do przeciwdziałania zmianom klimatycznym, to może być użyteczna w przyśpieszeniu „zielonej transformacji”, zwłaszcza jeśli będzie wspierana przez politykę fiskalną, regulacje itp. (Annicchiarico i Di Dio 2015; Ferrari i Pagliari 2021; Benmir i Roman 2020; Boneva i in. 2021).

4. Zaangażowanie EBC w kwestie klimatyczne

Uwzględniając kontekst systemowy oraz uregulowania normatywne, Rada Prezesów jest przekonana, że EBC i Eurosystem powinny być zaangażowane w kwestie klimatyczne, gdyż jest to globalne wyzwanie cywilizacyjne, a także priorytet polityki UE po uchwaleniu Europejskiego Zielonego Ładu w grudniu 2019 r. Jednocześnie Rada Prezesów przyznaje, że to rządy ponoszą główną odpowiedzialność i posiadają właściwe narzędzia w zakresie przeciwdziałania skutkom zmian klimatycznych, ale EBC i narodowe banki centralne nie mogą być wyłączone z realizacji przyjętych programów z uwagi na fakt, że zmiana klimatu oraz związane z tym ryzyko fizyczne i transformacyjne wpływają na stabilność cen, mechanizm transmisji polityki pieniężnej, stabilność finansową, aktywa bilansowe Eurosystemu itp.

EBC zamierza udoskonalić swoje modele makroekonomiczne, w których wykorzystuje się rozległe bazy danych ekonomicznych, ale brakuje tam odpowiednich danych dotyczących klimatu. Problemem jest także horyzont czasowy modeli makroekonomicznych, który jest znacznie krótszy niż w przypadku analiz klimatycznych. Warto dodać, że większość banków centralnych nie ma systemów integrujących modele makroekonomiczne i klimatyczne, choć niektóre z nich¹¹ zaczęły opracowywać takie rozwiązania w celu lepszego szacowania makroekonomicznych skutków ryzyka klimatycznego (EBC 2021f).

W lipcu 2021 r. – ogłaszając nową strategię polityki pieniężnej EBC – Rada Prezesów ogłosiła również plan działania w zakresie klimatu (ang. *climate-related action plan*) wraz ze szczegółowym harmonogramem na lata 2021–2024 (EBC 2021d). Plan działania i harmonogram nakreślają najważniejsze przedsięwzięcia EBC mające na celu odpowiednie odzwierciedlenie kwestii klimatycznych w jego polityce pieniężnej. Ponadto na początku 2021 r. w EBC zostało utworzone Centrum ds. Zmian Klimatu (EBC 2021a). Ma ono koordynować działania związane z klimatem zarówno wewnątrz organizacji (w ramach EBC), jak i na zewnątrz (w ramach Eurosystemu). Działania Centrum koncentrować się będą na:

¹¹ Na przykład Bank Anglii, Bank Kanady, Bank Holandii czy Bank Francji (zob. Scott i in. 2017; Ens i Johnston 2020; Vermeulen i in. 2018; Allen i in. 2020).

- modelach makroekonomicznych i ocenie wpływu zmian klimatycznych na mechanizm transmisji polityki pieniężnej,
- danych statystycznych potrzebnych do analizy ryzyka związanego ze zmianą klimatu,
- udostępnianiu informacji o warunkach kwalifikacji aktywów jako zabezpieczenie i do skupu aktywów,
- doskonaleniu metod oceny ryzyka,
- opracowaniu zasad dotyczących zabezpieczeń¹²,
- skupie aktywów sektora przedsiębiorstw¹³.

Jednym z kluczowych elementów planu działania i harmonogramu EBC jest klimatyczny test warunków skrajnych w gospodarce (ang. *economy-wide climate stress test*). Jego celem jest ocena odporności europejskich i globalnych przedsiębiorstw oraz banków na ryzyko fizyczne i transformacyjne (na podstawie różnych założeń dotyczących przyszłej polityki klimatycznej). Zakres tego testu znacznie się rozszerzył w porównaniu z testami z lat wcześniejszych. W 2021 r. objął on około 4 mln podmiotów z całego świata i 1600 skonsolidowanych grup bankowych w strefie euro. Wyniki testu opublikowano we wrześniu 2021 r., a syntetycznie można je przedstawić w następujący sposób: istnieją korzyści wynikające z wczesnego przygotowania się do zmian klimatycznych, skutki ryzyka klimatycznego mogą być skoncentrowane w niektórych regionach i sektorach, ryzyko fizyczne będzie wzrastać w przypadku braku przechodzenia na bardziej ekologiczną gospodarkę, spodziewane straty banków mogą być istotne i spowodowane głównie ryzykiem fizycznym (Alogoskoufis i in. 2021).

Metody przeprowadzenia testu EBC oraz jego wyniki będzie można wykorzystać podczas planowanego na 2022 r. testu warunków skrajnych dotyczących bilansu Eurosystemu – mającego na celu ocenę jego ekspozycji na ryzyko związane ze zmianami klimatycznymi. Będą również przydatne w nadzorczym teście warunków skrajnych dotyczącym poszczególnych banków bezpośrednio nadzorowanych przez EBC – zwanym też testem warunków skrajnych w zakresie ryzyka klimatycznego (ang. *Climate Risk Stress Test – CST*)¹⁴. Jednym z jego głównych celów jest

¹² We wrześniu 2020 r. EBC zdecydował, że obligacje z kuponami powiązаныmi z celami zrównoważonego rozwoju będą mogły być kwalifikowane jako zabezpieczenie banku centralnego od 1 stycznia 2021 r. (EBC 2020).

¹³ W lutym 2021 r. banki centralne Eurosystemu (w tym EBC) uzgodniły wspólne stanowisko w sprawie zasad zrównoważonego i odpowiedzialnego inwestowania uwzględniającego kwestie klimatyczne – w odniesieniu do denominowanych w euro portfeli niezwiązanych z polityką pieniężną (EBC 2021b). Uzupełnienie tej decyzji nastąpi w pierwszym kwartale 2023 r., kiedy to EBC planuje rozpoczęcie udostępniania informacji dotyczących kwestii klimatycznych w ramach programu skupu aktywów sektora przedsiębiorstw (CSPP).

¹⁴ Stosowane są również inne nazwy, np. 2022 ECB Climate Risk Stress Test (gdyż EBC ma być koordynatorem tego ćwiczenia) lub 2022 SSM Climate Risk Stress Test (gdyż ćwiczenie to ma być prowadzone w ramach Jednolitego Mechanizmu Nadzorczego – Single Supervisory Mechanism). Jednolity Mechanizm Nadzorczy (SSM) to system nadzoru bankowego, który obejmuje EBC i krajowe organy nadzoru z państw strefy euro. EBC sprawuje bezpośredni nadzór nad 113 istotnymi bankami z państw strefy euro, które posiadają około 82% aktywów bankowych w tych krajach (EBC 2021h).

rozwijanie zdolności banków i organów nadzoru do identyfikowania oraz oceny ryzyka klimatycznego. Zgodnie z metodyką ogłoszoną przez EBC w październiku 2021 r. (EBC 2021g; Walter 2021), ćwiczenie będzie prowadzone od marca do lipca 2022 r. i będzie składać się z następujących trzech modułów:

- główny kwestionariusz jakościowy,
- wskaźniki ryzyka klimatycznego (wzajemna analiza porównawcza),
- oddolne prognozy testu warunków skrajnych.

Moduły te zostały scharakteryzowane w tabeli 3.

Tabela 3. Metodyka i zakres klimatycznego testu warunków skrajnych (CST) planowanego na 2022 r.

Moduł 1 Główny kwestionariusz jakościowy	Moduł 2 Wskaźniki ryzyka klimatycznego (wzajemna analiza porównawcza)	Moduł 3 Oddolne prognozy testu warunków skrajnych
<p>Ma na celu ocenę, w jaki sposób banki rozwijają swoje zdolności w zakresie klimatycznych testów warunków skrajnych, które można wykorzystać jako narzędzie zarządzania ryzykiem.</p> <p>Co do zasady pytania zawarte w ankiecie dotyczą jakościowych informacji na temat obecnych praktyk banku, tj. <i>status quo</i> w momencie przeprowadzania testu warunków skrajnych.</p> <p>Kwestionariusz składa się z 11 bloków. Bloki od 1 do 10 dotyczą wewnętrznych procedur banku w zakresie testowania warunków skrajnych. Blok 11 dotyczy założeń opracowanych przez bank w kontekście planowanego ćwiczenia CST 2022.</p>	<p>Ma na celu porównanie banków na podstawie wspólnego zestawu mierników dotyczących ryzyka klimatycznego.</p> <p>Mierniki mają na celu ocenę ekspozycji banków na firmy wysokoemisyjne, tj. określenie, w jakim stopniu banki opierają się na dochodach z wysokoemisyjnych gałęzi przemysłu i jaka wielkość emisji gazów cieplarnianych jest finansowana przez banki.</p> <p>Banki proszone są o podział swoich ekspozycji pomiędzy 22 branże. W załączonej notcie mają także przedstawić informacje na temat działań podjętych przez dany bank w przeszłości w celu sfinansowania tzw. zielonej transformacji.</p>	<p>Dotyczą ryzyka fizycznego i ryzyka transformacyjnego.</p> <p>Mają na celu ocenę, w jaki sposób ekstremalne zjawiska pogodowe wpłyną na banki w kolejnym roku, jak podatne są banki na gwałtowny wzrost opłat za emisję dwutlenku węgla w ciągu najbliższych 3 lat, jak banki zareagują na scenariusze transformacji w ciągu najbliższych 30 lat itp.</p> <p>Test warunków skrajnych uwzględni wpływ ryzyka transformacyjnego opartego na ryzyku kredytowym i ryzyku rynkowym. Bilans statyczny służy do oceny krótkookresowych podatności (słabych punktów), podczas gdy bilans dynamiczny powinien zostać wykorzystany do stworzenia strategii długookresowej.</p>

Źródło: opracowanie własne na podstawie: EBC (2021g) i Walter (2021).

Plan działania EBC w zakresie klimatu wpisuje się w politykę klimatyczną UE i niedawne unijne inicjatywy dotyczące udostępniania informacji, ich klasyfikacji, a także sprawozdawczości w zakresie zrównoważonego podejścia do środowiska. W szczególności uwzględnia on:

- rozporządzenie w sprawie udostępniania informacji (przyjęte w listopadzie 2019 r.) – ustanawiające obowiązki w zakresie udostępniania informacji dotyczących zrównoważonego rozwoju w sektorze usług finansowych (Komisja Europejska 2019);
- rozporządzenie w sprawie taksonomii (przyjęte w czerwcu 2020 r.) – określające warunki, jakie musi spełniać dana działalność gospodarcza, aby mogła zostać zakwalifikowana jako zrównoważona pod względem środowiskowym (Komisja Europejska 2020);
- dyrektywę w sprawie sprawozdawczości przedsiębiorstw dotyczącej zrównoważonego rozwoju (projekt przyjęty w kwietniu 2021 r.¹⁵) – ustanawiającą unijne przepisy zobowiązujące duże przedsiębiorstwa do publikowania regularnych raportów na temat społecznych i środowiskowych skutków ich działalności (Komisja Europejska 2021).

Podsumowanie

Poprzedni przegląd strategii polityki pieniężnej EBC został przeprowadzony 18 lat temu. Od tamtego czasu na świecie miało miejsce wiele ważnych zdarzeń gospodarczych, a otoczenie makroekonomiczne uległo znacznym zmianom. 18-letni okres realizacji strategii w kontekście burzliwych wydarzeń w otoczeniu w naturalny sposób wymagał kolejnego jej przeglądu i ewentualnej weryfikacji. Stanowi też przesłankę do częstszego dokonywania przeglądów w przyszłości, np. w około 5-letnich interwałach, co nie wyklucza doraźnych przeglądów ze względu na wystąpienie krytycznych zdarzeń w gospodarce. Byłoby to zbieżne z podejściem amerykańskiej Rezerwy Federalnej, która w 2020 r. – po zakończeniu przeglądu swojej strategii polityki pieniężnej – ogłosiła, że będzie dokonywać jej publicznego przeglądu mniej więcej co 5 lat.

Zmiany wprowadzone w strategii polityki pieniężnej EBC w 2021 r. to podejście zrównoważone łączące w sobie zarówno cechy kontynuacji, jak i zmiany. Kluczowe elementy strategii zostały utrzymane lub nieznacznie zmodyfikowane, ale jednocześnie zostały zaproponowane pewne korekty, a także całkowite nowości.

Jeśli chodzi o zmiany, to bardzo ważna jest decyzja Rady Prezesów o włączeniu kosztów mieszkaniowych do zakresu wskaźnika HICP. Koszty te stanowią znaczną część konsumpcji gospodarstw domowych w strefie euro, ale obecnie HICP obejmuje jedynie niektóre zmiany cen związane z kosztami mieszkaniowymi. W związku

¹⁵ W grudniu 2021 r. wniosek legislacyjny Komisji Europejskiej zawierający projekt dyrektywy CSRD (Corporate Sustainability Reporting Directive) był omawiany w Parlamencie Europejskim. Dyrektywa ta ma zostać przyjęta do końca 2022 r. i wejść w życie w 2023 r. (wstępny harmonogram).

z tym nowa formuła HICP poprawiłaby zarówno jego reprezentatywność (wydatki na mieszkalnictwo stanowią bowiem dużą część wydatków konsumpcyjnych), jak i jego porównywalność w wymiarze transgranicznym (obecnie znaczenie kosztów mieszkaniowych różni się znacznie w poszczególnych państwach strefy euro).

Będzie to zapewne trudne zadanie, biorąc pod uwagę fakt, że w niektórych państwach członkowskich nie ma odpowiednich baz danych potrzebnych do opracowania zharmonizowanej metodyki liczenia w UE. Niemniej jednak Eurostat publikuje już kwartalne wskaźniki dotyczące kosztów mieszkaniowych (tzw. wskaźniki OOHPI), co może być punktem wyjścia do dalszych prac nad rozszerzeniem zakresu wskaźnika HICP, a także nad procedurami jego wyliczenia i publikowania (częstotliwość i terminy). Wyzwania metodyczne i organizacyjne sprawiły, że EBC zaproponował 5-letni harmonogram działań w tym zakresie. Koszty mieszkaniowe powinny być uwzględniane nie tylko we wskaźniku inflacji dla całej strefy euro (HICP), ale także we wskaźnikach cen konsumpcyjnych (CPI) krajów UE, zwłaszcza tych, w których jeszcze ich nie uwzględniono. Zrealizowanie przyjętych założeń i harmonogramu poprawiłoby harmonizację HICP i CPI.

Pomimo wskazanego zrównoważonego podejścia do aktualizacji strategii polityki pieniężnej, elementem zupełnie nowym czy wręcz innowacyjnym jest włączenie kwestii klimatycznych w zakres tej polityki. Oznacza to zwiększanie spójności polityki UE i EBC w tym obszarze, choć niekiedy uważane jest ono za dość kontrowersyjne. Chodzi zwłaszcza o brak bezpośredniego wpływu polityki pieniężnej na ograniczenie emisji gazów cieplarnianych. Coraz częściej podnosi się kontekst polityczny przeciwdziałania skutkom zmian klimatycznych, w tym bezpośrednią rolę polityków wybieranych i odpowiedzialnych przed wyborcami, w odróżnieniu od banków centralnych. Podnosi się ponadto ryzyko naruszenia podstawowego zakresu mandatu banku centralnego, stwarzanie zakłóceń na rynkach finansowych, wreszcie kreowanie nadmiernych oczekiwań. Biorąc to pod uwagę, banki centralne powinny być ostrożne w angażowaniu się w sprawy związane z klimatem.

Z drugiej jednak strony, wyzwania ekologiczne i klimatyczne w coraz większym stopniu wpływają na sytuację makroekonomiczną, a nawet egzystencję ludności określonych regionów czy kontynentów. Osiągnięcie konsensusu w tych kwestiach utrudnia brak powszechnej zgody co do skali zagrożeń i tempa ich materializowania się, a także zróżnicowana sytuacja poszczególnych krajów czy kontynentów w zakresie ich potencjału do przeciwdziałania tym zagrożeniom. Dotyczy to także braku jednolitego stanowiska państw członkowskich UE. Niezależnie od braku porozumienia w powyższych kwestiach wskazuje się dwa konkretne kanały oddziaływania. Pierwszy dotyczy ryzyka fizycznego (ekstremalne zjawiska pogodowe, klęski żywiołowe, katastrofy ekologiczne itp.). Drugi kanał to ryzyko transformacyjne związane z rosnącymi kosztami regulacyjnymi emisji dwutlenku węgla. Na tym tle rola krajowych banków centralnych i EBC wymaga zdefiniowania w zakresie wspierania działań rządów.

Subsydiarny charakter funkcji i zadań krajowych banków centralnych oraz EBC może opierać się m.in. na dużym potencjale analityczno-badawczym, a także posiadanych przez nie bazach danych. Można tu wskazać np. plany EBC dotyczące doskonalenia swoich modeli makroekonomicznych opisujących wpływ zmian klimatycznych na gospodarkę, a także wykorzystanie modeli klimatycznych w celu integracji obu tych obszarów badawczych. To ostatnie zadanie jest szczególnie ważne w związku z faktem, że większość banków centralnych nie ma obecnie takich zintegrowanych narzędzi. Interesującym przedsięwzięciem wydaje się także przeprowadzanie tzw. klimatycznych testów warunków skrajnych. EBC planuje przeprowadzić taki test w 2022 r. wśród nadzorowanych banków. Planowane przedsięwzięcie wygląda interesująco, przy czym nie jest jasna skala jego uciążliwości dla uczestniczących podmiotów. Warto już obecnie rozważyć wykorzystanie wyników tego badania przez inne zainteresowane podmioty (instytucje UE, krajowe parlamenty i rządy, uczelnie i instytucje naukowe itp.).

Kwestią szczególnego zainteresowania EBC i narodowych banków centralnych powinien być wpływ polityki klimatycznej UE na inflację (głównie takich inicjatyw, jak Europejski Zielony Ład czy pakiet „Fit for 55”). Konsekwencje programów i działań UE na rzecz przeciwdziałania zmianom klimatycznym muszą być właściwie oszacowane przy uwzględnieniu nie tylko aspektów ekologicznych, ale również społecznych i gospodarczych możliwości absorpcji wymaganych nakładów, a także ich odpowiedniego rozłożenia w czasie i przestrzeni. Chodzi tu m.in. o skalę procesów inflacyjnych w następstwie wdrażania tzw. zielonej transformacji (rosnące koszty emisji dwutlenku węgla, presja na stosowanie ekologicznych technologii, zakaz stosowania paliw kopalnych itp.). Zjawisko to określane jest mianem „zielonej inflacji” (ang. *greenflation*). Na podkreślenie zasługuje tu zwłaszcza problem szybko rosnących cen uprawnień do emisji dwutlenku węgla, które wpływają istotnie na znaczną część cen detalicznych i hurtowych towarów i usług w państwach członkowskich UE.

Sprawą o kluczowym znaczeniu dla banków centralnych jest właściwa komunikacja. W swojej nowej strategii EBC wskazał na potrzebę jak najbardziej zrozumiałego komunikowania i wyjaśniania swoich decyzji oraz działań różnym odbiorcom – zarówno profesjonalistom, jak i szerokiej publiczności. Tym bardziej, że zdecydowana większość społeczeństwa nie jest przygotowana, aby rozumieć skomplikowane zagadnienia polityki pieniężnej, ale to właśnie ta polityka wpływa istotnie na ich codzienne życie. W tym kontekście należy wymienić przynajmniej następujące obszary niezbędnej obecnie komunikacji ze strony EBC. Po pierwsze, trzeba wyjaśnić opinii publicznej, dlaczego EBC zdecydował się zaangażować w sprawy klimatyczne. W szczególności EBC powinien objaśnić w przystępny sposób potencjalny wpływ zmian klimatycznych na ceny, uświadamiając, że stabilność cen jest głównym celem zarówno EBC, jak i innych banków centralnych. Po drugie, zrozumiała komunikacja będzie niezbędna z uwagi na planowane włączenie kosztów mieszkaniowych do wskaźnika HICP – tym bardziej, że eksperymentalny wskaźnik HICP obejmujący te koszty ma być publikowany co kwartał w okresie przejściowym (równoległe do dotychczasowego głównego wskaźnika HICP, co może powodować nieporozumienia).

Warto podkreślić, że obecny przegląd strategii EBC może być inspiracją także dla banków centralnych spoza strefy euro. Jednym z nich jest Narodowy Bank Polski (NBP), którego strategia polityki pieniężnej została przyjęta w 2003 r. i od tamtego czasu nie była weryfikowana, mimo istotnych zmian w otoczeniu politycznym i makroekonomicznym. Strategia NBP zawiera liczne odniesienia do planowanego wówczas członkostwa Polski w strefie euro, co nie odzwierciedla aktualnego stanowiska polskiego rządu. Przegląd strategii NBP byłby również zasadny ze względu na wysoki obecnie poziom inflacji w stosunku do celu inflacyjnego i prawdopodobieństwo długofalowego utrzymania się tej rozbieżności (m.in. ze względu na przedsięwzięcia buforujące konsekwencje pandemii COVID-19, jak i wymogi polityki klimatycznej UE). Dokonując przeglądu strategii NBP warto byłoby więc poddać dyskusji adekwatność celu inflacyjnego NBP w stosunku do obecnej i prognozowanej sytuacji gospodarczej, jak również inne istotne kwestie, np. zakres kompetencji RPP i jej interakcje z Zarządem NBP, czy też współzależność polityki pieniężnej banku centralnego i polityki gospodarczej rządu. Dokonanie przeglądu strategii polityki pieniężnej NBP i jej aktualizacja powinny być zadaniem Rady Polityki Pieniężnej kolejnej kadencji.

Bibliografia

Albidgren K., Kuchler A., *Revisiting the inflation perception conundrum*, Danmarks Nationalbank, Working Paper, nr 144, listopad 2019.

Allen T., Dees S., Boissinot J., Caicedo Graciano C.M., Chouard V., Clerc L., de Gaye A., Devulder A., Diot S., Lisack E., Pegoraro F., Rabaté M., Svartzman R. and Vernet L., *Climate-related scenarios for financial stability assessment: an application to France*, Banque de France, Working Paper, nr 774, lipiec 2020.

Alogoskoufis S., Dunz N., Emambakhsh T., Hennig T., Kaijser M., Kouratzoglou Ch., Muñoz M.A., Parisi L., Salleo C., *ECB economy-wide climate stress test. Methodology and results*, Europejski Bank Centralny, Occasional Paper, nr 281, wrzesień 2021.

Annicchiarico B., Di Dio F., *Environmental policy and macroeconomic dynamics in a new Keynesian model*, „Journal of Environmental Economics and Management” 2015, tom 69, styczeń.

Aucremanne L., Collin M., Stragier T., *Assessing the gap between observed and perceived inflation in the euro area: is the credibility of the HICP at stake?*, Banque Nationale de Belgique, Working Paper Research, nr 112, kwiecień 2007.

Bamber J.L., Oppenheimer M., Kopp R.E., Aspinall W.P., Cooke R.M., *Ice sheet contributions to future sea-level rise from structured expert judgment*, Proceedings of the National Academy of Sciences of the United States of America (PNAS), tom 166, nr 23, czerwiec 2019.

Batten S., *Climate change and the macro-economy: a critical review*, Bank of England, Staff Working Paper, nr 706, styczeń 2018.

Benmir G., Roman J., *Policy interactions and the transition to clean technology*, London School of Economics and Political Science, Centre for Climate Change Economics and Policy, Working

Paper, nr 368 / Grantham Research Institute on Climate Change and the Environment, Working Paper, nr 337, kwiecień 2020.

Blanchard O., Dell'Ariccia G., Mauro P., *Rethinking macroeconomic policy*, International Monetary Fund, IMF Staff Position Note, SPN/10/03, luty 2010.

Bonatti L., Fracasso A., *Including owner-occupied housing costs in the HICP: Some technical and policy remarks*, [w:] *Inflation measurement: Role of owner-occupied housing costs*, Parlament Europejski, listopad 2021.

Boneva L., Ferrucci G., Mongelli F. P., *To be or not to be "green": how can monetary policy react to climate change?*, Europejski Bank Centralny, Occasional Paper, nr 285, listopad 2021.

Brand C., Bielecki M., Penalver A. (eds.), *The natural rate of interest: estimates, drivers, and challenges to monetary policy*, Europejski Bank Centralny, Occasional Paper, nr 217, grudzień 2018.

Bundesbank, *The Eurosystem's monetary policy strategy*, Deutsche Bundesbank, Monthly Report, wrzesień 2021.

Catalano M., Forni L. Pezzolla E., *Climate-change adaptation: The role of fiscal policy*, Resource and Energy Economics, tom 59, luty 2020.

Dany-Knedlik G., Papadia A., *Owner-occupied housing costs and monetary policy: Goals and challenges for the euro area*, [w:] *Inflation measurement: Role of owner-occupied housing costs*, Parlament Europejski, listopad 2021.

Del Giovane P., Fabiani S., Sabbatini R., *What's behind 'inflation perceptions'? A survey-based analysis of Italian consumers*, „Giornale degli Economisti e Annali di Economia”, Nuova Serie 2009, tom 68, nr 1.

Dietz S., Stern N., *Endogenous growth, convexity of damage and climate risk: How Nordhaus' framework supports deep cuts in carbon emissions*, „Economic Journal” 2015, tom 125, nr 583.

Dikau S., Volz U., *Central bank mandates, sustainability objectives and the promotion of green finance*, „Ecological Economics” 2021, tom 184, czerwiec.

Döhring B., Mordonu A., *What drives inflation perceptions? A dynamic panel data analysis*, Komisja Europejska, European Economy – Economic Papers, nr 284, lipiec 2007.

Duisenberg W.F., *The ESCB's stability-oriented monetary policy strategy*, przemówienie w Institute of European Affairs, Dublin, 10 listopada 1998.

EBC, *A stability-oriented monetary policy strategy for the ESCB*, Europejski Bank Centralny, komunikat prasowy, 13 października 1998.

EBC, *The two pillars of the ECB's monetary policy strategy*, Europejski Bank Centralny, Monthly Bulletin, listopad 2000.

EBC, *The monetary policy of the ECB*, Europejski Bank Centralny, Frankfurt n. Menem, sierpień 2001.

EBC, *The outcome of the ECB's evaluation of its monetary policy strategy*, Europejski Bank Centralny, Monthly Bulletin, czerwiec 2003.

EBC, *ECB to accept sustainability-linked bonds as collateral*, Europejski Bank Centralny, komunikat prasowy, 22 września 2020.

EBC, *ECB sets up climate change centre*, Europejski Bank Centralny, komunikat prasowy, 25 stycznia 2021a.

EBC, *Eurosystem agrees on common stance for climate change-related sustainable investments in non-monetary policy portfolios*, Europejski Bank Centralny, komunikat prasowy, 4 lutego 2021b.

EBC, *An overview of the ECB's monetary policy strategy*, Europejski Bank Centralny, lipiec 2021c.

EBC, *ECB presents action plan to include climate change considerations in its monetary policy strategy*, Europejski Bank Centralny, komunikat prasowy, 8 lipca 2021d.

EBC, *Inflation measurement and its assessment in the ECB's monetary policy strategy review*, Europejski Bank Centralny, Occasional Paper, nr 265, wrzesień 2021e.

EBC, *Climate change and monetary policy in the euro area*, Europejski Bank Centralny, Occasional Paper, nr 271, wrzesień 2021f.

EBC, *Climate risk stress test. SSM stress test 2022*, Europejski Bank Centralny, październik 2021g.

EBC, *Single Supervisory Mechanism*, Europejski Bank Centralny, 2021h, <https://www.bankingsupervision.europa.eu/about/thessm/html/index.en.html> (dostęp: 30.12. 2021).

EIW, *The single monetary policy in stage three: Specification of the operational framework*, Europejski Instytut Walutowy, styczeń 1997a.

EIW, *The single monetary policy in stage three: Elements of the monetary policy strategy of the ESCB*, Europejski Instytut Walutowy, luty 1997b.

Ens E., Johnston C., *Scenario analysis and the economic and financial risks from climate change*, Bank of Canada, Staff Discussion Paper, 2020-3, maj 2020.

Eurostat, *Technical manual on owner-occupied housing and house price indices*, Komisja Europejska / Eurostat (2017).

Ferrari A., Nispi Landi V., *Whatever it takes to save the planet? Central banks and unconventional green policies*, Europejski Bank Centralny, Working Paper, nr 2500, grudzień 2020.

Ferrari M., Pagliari M., *No country is an island: international cooperation and climate change*, Europejski Bank Centralny, Working Paper, nr 2568, czerwiec 2021.

Gros D., Shamsfakhr F., *Housing and the cost of living*, [w:] *Inflation measurement: Role of owner-occupied housing costs*, Parlament Europejski, listopad 2021.

Heal G., Park J., *Temperature stress and the direct impact of climate change: a review of an emerging literature*, „Review of Environmental Economics and Policy” 2016, tom 10, nr 2, sierpień.

Heipertz M., Nickel C., *Climate change brings stormy days: case studies on the impact of extreme weather events on public finances*, [w:] *Public Finance Workshop on Fiscal Sustainability: Analytical Developments and Emerging Policy Issues*, Banca d'Italia, kwiecień 2008.

Hsiang S., Kopp R., Jina A., Rising J., Delgado M., Mohan S., Rasmussen D.J., Muir-Wood R., Wilson P., Oppenheimer M., Larsen K., Houser T., *Estimating economic damage from climate change in the United States*, „Science” 2017, tom 356, nr 6345, czerwiec.

Issing O. (ed.), *Background studies for the ECB's evaluation of its monetary policy strategy*, Europejski Bank Centralny, listopad 2003.

Kahn M.E., Mohaddes K., Ng R.N.C., Pesaran H., Raissi M., Yang J.-C., *Long-term macroeconomic effects of climate change: A cross-country analysis*, National Bureau of Economic Research, NBER Working Paper, nr 26167, sierpień 2019 / *Energy Economics*, tom 104, grudzień 2021.

Komisja Europejska, *Commission Regulation (EU) No. 93/2013 of 1 February 2013 laying down detailed rules for the implementation of Council Regulation (EC) No. 2494/95 concerning harmonised indices of consumer prices, as regards establishing owner-occupied housing price indices*, Dziennik Urzędowy UE nr L 33, 2 lutego 2013.

Komisja Europejska, *Report from the Commission to the European Parliament and the Council on the suitability of the owner-occupied housing (OOH) price index for integration into the harmonised index of consumer prices (HICP) coverage*, Komisja Europejska, COM/2018/768, 29 listopada 2018.

Komisja Europejska, *Sustainability-related disclosure in the financial services sector*, Komisja Europejska, 2019, https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/banking-and-finance/sustainable-finance/sustainability-related-disclosure-financial-services-sector_en (dostęp: 30.12.2021).

Komisja Europejska, *EU taxonomy for sustainable activities*, 2020, https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/banking-and-finance/sustainable-finance/eu-taxonomy-sustainable-activities_en (dostęp: 30.12.2021).

Komisja Europejska, *Corporate sustainability reporting*, 2021, https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/company-reporting-and-auditing/company-reporting/corporate-sustainability-reporting_en (dostęp: 30.12.2021).

Letta M., Tol R.S.J., *Weather, climate and total factor productivity*, „*Environmental and Resource Economics*” 2019, tom 73, nr 1, maj.

Lis E., Nickel C., *The impact of extreme weather events on budget balances*, „*International Tax and Public Finance*” 2010, tom 17, sierpień.

Melecky M., Raddatz C., *How do governments respond after catastrophes? Natural-disaster shocks and the fiscal stance*, World Bank, Policy Research Working Paper, nr 5564, luty 2011.

Nordhaus W.D., *Revisiting the social cost of carbon*, *Proceedings of the National Academy of Sciences of the United States of America (PNAS)*, tom 114, nr 7, luty 2017.

Parker M., *The impact of disasters on inflation*, *Economics of Disasters and Climate Change*, tom 2, nr 1, listopad 2017.

Parlament Europejski i Rada, *Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2016/792 z dnia 11 maja 2016 r. w sprawie zharmonizowanych wskaźników cen konsumpcyjnych oraz wskaźnika cen nieruchomości mieszkalnych i uchylające rozporządzenie Rady (WE) nr 2494/95*, Dziennik Urzędowy UE nr L 135, 24 maja 2016.

Reichlin L., Adam K., McKibbin W.J., McMahon M., Reis R., Ricco G., Weder di Mauro B., *The ECB strategy: the 2021 review and its future*, Centre for Economic Policy Research, wrzesień 2021.

Rostagno M., Altavilla C., Carboni G., Lemke W., Motto R., Saint Guilhem A., Yiangou J., *A tale of two decades: the ECB's monetary policy at 20*, Europejski Bank Centralny, Working Paper, nr 2346, grudzień 2019.

Schnabel I., *When markets fail – The need for collective action in tackling climate change*, przemówienie na European Sustainable Finance Summit, Frankfurt n. Menem, 28 września 2020.

Schnabel I., *From green neglect to green dominance?*, przemówienie na seminarium „Greening Monetary Policy – Central Banking and Climate Change” (część „Cleveland Fed Conversations on Central Banking”), Frankfurt n. Menem, 3 marca 2021.

Scott M., van Huizen J., Jung C., *The Bank’s response to climate change*, Bank of England, Quarterly Bulletin, czerwiec 2017.

Seppänen O., Fisk W., Lei Q.H., *Effect of temperature on task performance in office environment*, Lawrence Berkeley National Laboratory, lipiec 2006.

Schoenmaker D., *Greening monetary policy*, „Climate Policy” 2021, tom 21, nr 4, styczeń.

Solana J., *The power of the Eurosystem to promote environmental protection*, University of Oslo Faculty of Law Research Paper, nr 2018-23, sierpień 2018.

Szeląg K., *Strategia jednolitej polityki pieniężnej w strefie euro – kluczowe elementy i zasady*, Narodowy Bank Polski, „Materiały i Studia” 2003, nr 162, czerwiec.

Tol R.S.J., *The economic impacts of climate change*, University of Chicago, „Review of Environmental Economics and Policy” 2018, tom 12, nr 1, styczeń.

Vermeulen R., Schets E., Lohuis M., Kölbl B., Jansen D.-J., Heeringa W., *An energy transition risk stress test for the financial system of the Netherlands*, De Nederlandsche Bank, „Occasional Studies” 2018, tom 16-7, październik.

Walter S., *Information on participation in the 2022 ECB Climate Risk Stress Test*, Europejski Bank Centralny, Frankfurt n. Menem, 18 października 2021.

Whelan K., *How should housing be treated in the HICP?*, [w:] *Inflation measurement: Role of owner-occupied housing costs*, Parlament Europejski, listopad 2021.

Zekaite Z., *What drives consumers’ inflation perceptions in the euro area?*, Central Bank of Ireland, Economic Letters, tom 2020, nr 6.