

Lech Próchnicki

POLITYKA MONETARNA POLSKI W ŚWIETLE BEZPOŚREDNIEGO CELU INFLACYJNEGO

Wprowadzenie

Polityka monetarna jest obok polityki fiskalnej głównym narzędziem oddziaływania państwa na gospodarkę. Na „polu odpowiedzialności” za stan kraju akcenty nie rozkładają się jednak równomiernie. Za długookresowy rozwój, za stabilność finansową odpowiada głównie polityka fiskalna, natomiast ustawowym zadaniem polityki monetarnej nie jest wspieranie wzrostu gospodarczego, lecz dbałość o stabilność pieniądza, co jest realizowane w ramach określonej antyinflacyjnej strategii.

Celem artykułu jest analiza polskiej polityki antyinflacyjnej, przedstawienie jej dylematów, narzędzi, a także próba oceny jej skuteczności. Analizę poprzedzono rozważaniami teoretycznymi, a konkretnie – ewolucją merytorycznego podejścia do zadań polityki monetarnej; takie ujęcie pozwala spojrzeć na naszą politykę pieniężną przez pryzmat zmieniającej się teorii monetarnej.

1. Polityka pieniężna w teorii ekonomii

Poglądy na zadania i cele polityki monetarnej i banku centralnego ulegały daleko idącej ewolucji. Początkowo, za sprawą Keynesa i keynesistów, uważano, iż bezpośrednim celem jest wspieranie wzrostu gospodarczego (stabilizacja gospodar-

ki), co miało się dokonywać przez oddziaływanie na poziom stopy procentowej. Twierdzono, że w okresie recesji państwo powinno prowadzić ekspansywną politykę pieniężną, obniżając stopę procentową i przez to wpływając na wzrost popytu agregatowego. W okresie boomu polityka monetarna powinna schładzać gospodarkę przez restrykcyjny wzrost stopy procentowej.

Tak prowadzoną politykę ostro skrytykował M. Friedman, dowodząc na podstawie koncepcji naturalnej stopy bezrobocia, iż prowadzona według keynesowskich reguł polityka pieniężna bardziej destabilizuje niż stabilizuje gospodarkę. Ekspansywna polityka ma bowiem to do siebie, że w krótkim okresie doprowadza do wzrostu PKB, w długim jednak okresie produkt wraca do swego wyjściowego poziomu (koncepcja długookresowej krzywej Philipsa), a ostateczny efekt, to nie wzrost PKB (spadek bezrobocia), ale wyłącznie wzrost poziomu cen. W takim stanie rzeczy starania o wzrost PKB i zatrudnienia (główny cel w ujęciu keynesistów) tracą w teorii Friedmana jakkolwiek sens. Bank centralny (BC) powinien ograniczyć się do kontroli agregatów pieniężnych, kontroli służącej ograniczeniu inflacji.

Ta myśl była następnie rozwijana przez nową szkołę klasyczną (R. Barro, R. Lucas, T. Sargent, N. Wallace). Koncepcja Friedmana została wzbogacona o teorię dotyczącą nieefektywności systematycznej polityki pieniężnej jako polityki stabilizacyjnej i na jej bazie zaproponowali, aby oprzeć politykę monetarną na określonych regułach (na przykład stały – zbliżony do wzrostu PKB – wzrost podaży pieniądza), co uwiarygodniłoby prowadzoną politykę. Kwestia wiarygodności, obok niezależności, przewidywalności i przejrzystości BC, uważana jest za kluczową dla prowadzenia skutecznej polityki monetarnej.

Współczesna polityka banków centralnych pozostaje pod przemożnym wpływem nowej szkoły klasycznej. Za podstawowy cel – zgodnie z głoszoną doktryną – powszechnie uznaje się dziś stabilizację cen. W długim okresie przynosi ona zawsze same korzyści. Walcząc z inflacją, osiąga się dwa cele: pierwszy to stabilizacja makroekonomiczna (ograniczenie krótkookresowych wahań produktu), drugi to wzrost gospodarczy¹.

Stabilizacja cen może być realizowana dwojako. Pierwszy sposób to strategia pośrednia (kontrola agregatów pieniężnych, kursu walutowego); drugi – to strategia

¹ Na ten aspekt wskazują badania R. Barra. Obliczył on, że wzrost inflacji o 10% powoduje spadek realnego PKB o 0,2–0,3%. R. Barro, *Inflation and economic growth*, National Bureau of Economic Research, Cambridge 1995, s. 18–19.

bezpośrednia. Najpopularniejszą i najbardziej uznaną strategią jest strategia bezpośredniego celu inflacyjnego (BCI). Realizowana jest ona za pośrednictwem stopy procentowej banku centralnego.

Prowadzona za pomocą tej strategii polityka pieniężna niejednokrotnie opanowała inflację. Osiągnęła ona niski, a nawet bardzo niski poziom. To stworzyło nowe problemy i nowe merytoryczne dylematy. Niskiej inflacji towarzyszą bowiem niskie nominalne stopy procentowe. Banki centralne stanęły więc wobec problemu zerowych stóp procentowych. Jest to swoista pułapka. Niskie stopy procentowe uniemożliwiają przeciwdziałanie ewentualnym szokom deflacyjnym; również niskie, bliskie zeru, stopy procentowe grożą pułapką płynności. Są też pozytywy takiego stanu rzeczy – niski i w miarę trwały poziom inflacji pozwala bankom centralnym skupiać się na innym celu, a konkretnie na wspieraniu wzrostu agregatowego popytu (tego jednak nie ma w doktrynie – dylemat merytoryczny).

Taka sytuacja wystąpiła na przełomie lat 2007–2009. W obliczu kryzysu finansowego (problem płynności) i kryzysu gospodarczego (spadek PKB), w warunkach niskiej presji inflacyjnej, banki centralne podjęły się realizacji innych celów niż inflacyjny. A konkretnie zdecydowały się na działania mające wesprzeć wzrost popytu agregatowego. Jest to rzecz niespotykana, po raz pierwszy od czasu obowiązywania nowej, to jest monetarystycznej doktryny, banki centralne tak ostentacyjnie zareagowały na recesyjny spadek PKB². W ten sposób, nie przejmując się strategią bezpośredniego celu inflacyjnego, realizowały koncepcję tak zwanego elastycznego celu inflacyjnego³. Jest to niewątpliwie daleko idąca modyfikacja doktryny nowej

² Nie tylko jednak ten fakt przykuwa uwagę. Równie ważne są nietypowe metody i instrumenty, jakimi się posłużono. Operowanie stopami procentowymi – w warunkach ich niskiego poziomu – byłoby nieskuteczne. Sięgnięto więc do niestandardowych instrumentów polityki monetarnej. Było to konieczne także (a może głównie) z innego powodu. W warunkach kryzysu nie sprawdzał się tradycyjny kanał transmisji polityki monetarnej, czyli kanał stopy procentowej (operacje otwartego rynku). Odwołano się więc do środków bezpośrednio zasilających rynek w płynność, np. skup przez bank centralny prywatnych papierów wartościowych. W ten nietypowy sposób zwiększano ilość pieniądza w obiegu i usuwano zator płynności.

³ Potencjalnie możliwe są trzy wersje strategii polityki monetarnej: strategia bezpośredniego celu inflacyjnego, strategia elastycznego celu inflacyjnego i wreszcie strategia celu produkcyjnego (*output gap targeting*). Pierwsza strategia, to strategia, w której bank centralny skupia się wyłącznie na utrzymaniu inflacji jak najbliżej wyznaczonego celu, nie bacząc na to, co dzieje się z produkcją. Innymi słowy, niezależnie czy jest recesja, czy boom, bank centralny koncentruje się wyłącznie na inflacji. Z kolei strategia elastycznego celu inflacyjnego dopuszcza oprócz działań zmierzających do utrzymania inflacji na poziomie zbliżonym do wyznaczonego, podejmowanie także działań umożliwiających osiągnięcie innych celów, np. produkcję, zatrudnienie. Ostatnia strategia dopuszcza politykę, która mało troszczy

szkoły klasycznej. Z praktyki banków centralnych płynie wniosek, że nie tylko inflacja jest celem; w warunkach niskiej presji inflacyjnej bank centralny może dodatkowo wspierać wzrost gospodarczy, nie budząc obaw o główny cel. W warunkach niskiej inflacji i kryzysu gospodarczego akceptowalny staje się keynesowski stosunek do polityki monetarnej, czyli wspieranie wzrostu gospodarczego. Jest to wpisane w strategię elastycznego celu inflacyjnego, która staje się coraz powszechniej akceptowaną praktyką. W ten sposób w teorii polityki pieniężnej na nowo zostaje otwarty problem celów i środków polityki monetarnych – naukowcy i praktycy ponownie dyskutują, czy polityka monetarna powinna być narzędziem stabilizacji produkcji i zatrudnienia.

2. Polska polityka monetarna

W latach dziewięćdziesiątych ubiegłego wieku polski system bankowy – podobnie jak i cała gospodarka – przeszła daleko idącą transformację. Konstytucyjne określenie zadań banku centralnego oraz wprowadzenie w życie ustawy o Narodowym Banku Polskim upodobniło polski system do rozwiązań przyjętych przez Europejski Bank Centralny⁴. Skutkiem dokonanych zmian polski system bankowy został dopasowany do potrzeb nowoczesnej gospodarki rynkowej.

Na mocy Konstytucji RP głównym celem banku centralnego jest walka z inflacją. Doprecyzowanie tak podanego celu dokonano w średniookresowej strategii polityki pieniężnej na lata 1999–2003. Za podstawowy cel uznano obniżenie inflacji w przeciągu pięciu lat do wartości charakteryzujących kraje rozwinięte (to jest w przedziale 2–4%), a następnie stabilizacja inflacji na tym poziomie. Istotne jest także i to, że określono sposób obniżania inflacji; zgodnie z przyjętą koncepcją osłabianie inflacji, począwszy od 1999 roku, ma bazować na bezpośredniej strategii inflacyjnej. Oznaczało to, że roczna wielkość przyrostu podaży pieniądza ma

się o inflację, a głównie o stabilną produkcję. O ile trzecia strategia jest bliska koncepcji keynesistów, tak pierwsza jest silnie związana z doktryną nowej szkoły klasycznej. Strategia elastycznego celu inflacyjnego jest w tym układzie próbą połączenia obu. Jej orędownikiem jest nowa szkoła keynesowska. Nie trudno też zauważyć, iż wszystkie trzy wpisują się w taylorowską krzywą Philipsa i głoszą różny stopień wymienności między inflacją a produkcją. Szeroko na ten temat: L. Svensson, *Monetary policy and real stabilization*, The Federal Reserve Bank of Kansas City, Jackson Hole 2002, s. 268–272.

⁴ Ustawa ta ugruntowała dwustopniowy system bankowy, z kolei nowa Konstytucja RP zagwarantowała pełną niezależność banku centralnego oraz określiła dokładnie cel polityki monetarnej i powołała RPP.

już charakter jedynie prognozy i nie stanowi celu pośredniego polityki pieniężnej. Stworzyło to potrzebę aktywnych dostosowań instrumentów polityki pieniężnej do skali procesu dezinflacyjnego. W realizacji tak zdefiniowanego celu bank centralny wykorzystuje trzy podstawowe instrumenty:

- rezerwy obowiązkowe,
- operacje otwartego rynku,
- operacje depozytowo-kredytowe.

Za pomocą każdego z tych instrumentów bank centralny wpływa na poziom krótkoterminowych stóp procentowych na rynku międzybankowym (WIBOR), z którego impuls monetarny przenosi się na stopy depozytów i kredytów banków komercyjnych. Te stopy w dalszej kolejności wpływają na poziom decyzji co do inwestycji, oszczędności, konsumpcji. Bank centralny wpływa bezpośrednio jedynie na krótkoterminową stopę procentową rynku międzybankowego⁵.

Stopa rezerw obowiązkowych

Jakkolwiek manipulowanie przez bank centralny poziomem rezerw obowiązkowych ma na celu regulowanie wielkością podaży pieniądza (zapewnienie płynności finansowej systemu bankowego), to w rzeczywistości, to jest w przyjętej strategii antyinflacyjnej, główną funkcją rezerw obowiązkowych jest stabilizowanie krótkookresowych stóp procentowych na rynku międzybankowym. System rezerw obowiązkowych oraz stopy procentowe BC uzupełniają się w ramach obecnie stosowanych instrumentów służących minimalizacji inflacji. Stopień zależności jest następujący: stopa lombardowa i depozytowa ustalają przedział zmienności dla krótkookresowych stóp procentowych na rynku międzybankowym, natomiast system rezerw obowiązkowych (wraz z zasadą uśrednienia) przyczynia się do ograniczenia tych wahań. Instrument ten – stopa rezerw – nie może być uruchamiany jednak zbyt często, gdyż wprowadza dużą niepewność na rynku (pod tym względem jest on mało mobilny).

⁵ Jakkolwiek przedstawiony pas transmisyjny polityki monetarnej wskazuje na silny wpływ działań banku na gospodarkę, to jednak nie zmiany PKB są tu celem zmian stóp procentowych, celem tym – zgodnie z Konstytucją RP – jest walka z inflacją. Skutki w sferze realnej – jakkolwiek bardzo istotne – są tu niejako efektem ubocznym prowadzonej przez bank centralny polityki.

W analizowanym okresie bank centralny zmieniał, a ściślej – obniżał, stopy rezerw kilkakrotnie. Najbardziej znacząca obniżka miała miejsce na początku 1999 roku. Wówczas stopy rezerw obniżono z poziomu 20% do 5%. Tak głęboka obniżka była spowodowana koniecznością opanowania tak zwanego szaleństwa kredytowego, posunięcie to jednak wynikało także z potrzeby zbliżenia do standardów Europejskiego Banku Centralnego.

Tak znacząca obniżka stopy rezerw sama w sobie mogła – przez wzrost kreacji pieniądza bankowego – doprowadzić do silnego wzrostu podaży pieniądza i w dalszej kolejności do inflacji. Aby do tego nie dopuścić, bank centralny zastosował pewien manewr. Otóż, pieniądze uwolnione z rezerw (dwadzieścia miliardów złotych) banki musiały przeznaczyć na zakup papierów wartościowych (obligacji) wyemitowanych przez NBP. Dzięki temu żywa gotówka nie trafiła na rynek, lecz została zamrożona w banku centralnym.

Tabela 1. Stopy rezerw obowiązkowych w latach 1998–2010 [%]

1998	20,0
styczeń 1999	5,0
grudzień 2001	4,5
październik 2003	3,5
czerwiec 2009	3,0
październik 2010	3,5

Źródło: materiały NBP.

Kolejne obniżki nie były już tak znaczące. Widać jednak, że wspomagały one system stóp procentowych. Moment ich ogłaszania przypada bądź to na okres obniżki stóp procentowych (2001), bądź też na czas, gdy stopy procentowe pozostawały bez zmian. W pierwszym przypadku „chroniły” one system przed głębszą redukcją stóp procentowych, a w drugim – zastępowały je. Jakkolwiek z uwagi na ich niewielką skalę, nie mogły wywrzeć większego wpływu na poziom płynności sektora bankowego. Stąd wydaje się, że powodem postępującej redukcji była chęć zbliżenia się do standardów zachodnioeuropejskich⁶.

⁶ Temu samemu celowi służyło wprowadzenie oprocentowania rezerw obowiązkowych, uczyniono to w czerwcu 2004 r. i przyjęto jako zasadę, że oprocentowanie rezerw wynosi 0,9 stopy redyskon-

Operacje otwartego rynku

Operacje otwartego rynku to obecnie główny sposób zapewnienia płynności bankom. Są one w Polsce stosunkowo nowym instrumentem. W sposób trwały zostały wprowadzone do naszego systemu dopiero w styczniu 1998 roku, czyli w momencie wejścia w życie ustawy o Narodowym Banku Polskim.

W zakres tych operacji wchodzi warunkowa i bezwarunkowa sprzedaż lub zakup papierów wartościowych, a także emisje papierów dłużnych. Najczęściej mamy do czynienia z operacjami warunkowymi. Bank centralny sprzedaje (kupi) papiery wartościowe, zobowiązując banki komercyjne do późniejszej ich odsprzedaży (odkupu). Warunkowy zakup papierów wartościowych przez bank centralny zwiększa płynność systemu bankowego na okres trwania operacji, natomiast warunkowa sprzedaż papierów wartościowych przez bank centralny okresowo ogranicza płynność.

Obowiązującą u nas formą jest emisja 28-dniowych bonów skarbowych, z którymi związana jest stopa interwencji zwana 28-dniową (stopa referencyjna). W tych to bonach banki komercyjne lokują swoje przejściowe nadwyżki finansowe. Zwiększenie stopy interwencji oznacza, że bank centralny oferuje wyżej oprocentowane bony pieniężne (większa stopa zwrotu dla banków), co skłania banki komercyjne do ich kupowania, a więc obniża ich zdolności kredytowania i tą drogą kreacji pieniądza bankowego – jest to restrykcyjny charakter polityki pieniężnej. Obniżenie, z kolei, tej stopy powoduje, że NBP oferuje bony pieniężne o niższym procencie (niższa stopa zwrotu dla banków), co zmniejsza zainteresowanie banków tymi walorami i w konsekwencji zwiększa ich zdolność kredytową, a przez to kreację pieniądza bankowego i tą drogą podaż pieniądza rośnie⁷. W tej sytuacji mamy do czynienia z ekspansywnym charakterem polityki.

towej. Stopa rezerw obowiązkowych w Polsce – na tle krajów zachodnioeuropejskich – jest wciąż wysoka (Francja 1%, Niemcy i Hiszpania 2%). W ramach dostosowań do wymogów EBC zakłada się, iż powinna ona wkrótce osiągnąć u nas poziom 2%.

⁷ Oprócz operacji otwartego rynku istnieje też inna bardzo podobna możliwość oddziaływania na ilość pieniądza w dyspozycji banków komercyjnych. Chodzi tu o tzw. kredyt lombardowy – instrument wykorzystywany przed upowszechnieniem się operacji otwartego rynku. Różnica między operacjami kredytowymi a operacjami otwartego rynku polega na tym, która ze stron inicjuje operację. W przypadku operacji kredytowych to bank komercyjny indywidualnie zwraca się do banku centralnego z prośbą o udzielenie kredytu. Bank komercyjny jest zatem stroną inicjującą transakcję. W przypadku operacji otwartego rynku to bank centralny ogłasza przetarg na wybrany typ operacji. Inicjatywa należy zatem do banku centralnego. Stopa lombardowa, czyli ta, która towarzyszy bilateralnym operacjom

Operacje otwartego rynku mają to do siebie, że silnie wpływają na poziom stóp procentowych na rynku międzybankowym. Stopa lombardowa i depozytowa ustalają przedział zmienności dla krótkookresowych stóp procentowych na rynku międzybankowym. **Stopa referencyjna natomiast jest zawsze ustalana jako średnia arytmetyczna tych dwóch stóp.** Skutkiem tego istniejący mechanizm sprawia, że stopy na rynku międzybankowym są zbliżone do stopy referencyjnej i zmieniają się w kierunku wyznaczonym przez zmiany stopy referencyjnej. Dzieje się tak dlatego, że stopa referencyjna wpływa na oprocentowanie kredytów, jakie banki udzielają sobie nawzajem na rynku. Pośrednio wpływa też na WIBOR, czyli stopę rynkową ustalaną na podstawie deklaracji banków.

Płynie stąd prosty wniosek, że operacje otwartego rynku, a zwłaszcza stopa referencyjna, są głównym narzędziem walki z inflacją. Ułatwia to – przynajmniej od strony formalnej – ocenę skuteczności antyinflacyjnych działań naszej polityki pieniężnej. Ocena ta powinna – obok stwierdzenia stopnia osiągnięcia wytoczonych celów – zawierać także odpowiedź, czy i kiedy polityka miała charakter restrykcyjny (ekspansywny) i czy ta restrykcyjność (ekspansywność) była w danym czasie w pełni uzasadniona. Istotne jest także powiązanie kierunku i siły zmian stóp procentowych ze wzrostem gospodarczym, a to po to, by móc dodatkowo stwierdzić, czy, kiedy i jak prowadzona polityka monetarna wpływała na wzrost gospodarczy.

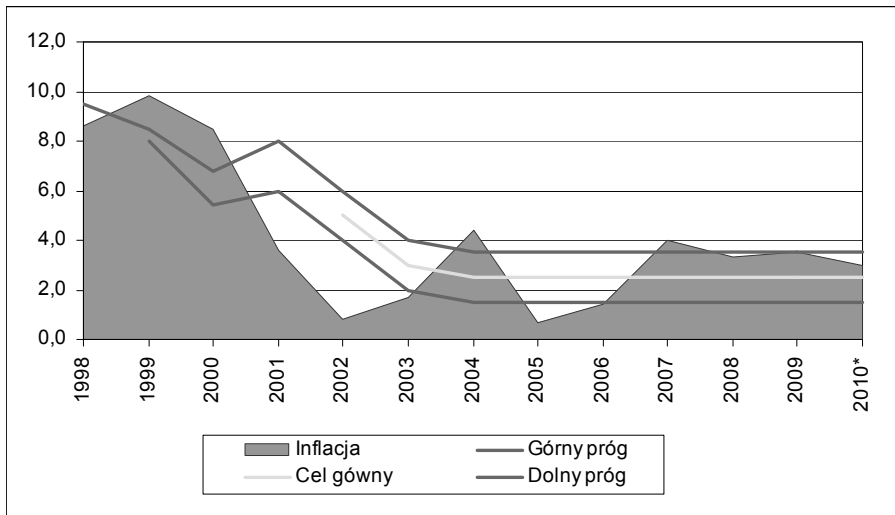
2.1. Realizacja wyznaczonego celu inflacyjnego

Walka z inflacją prowadzona jest drogą corocznego wyznaczania dopuszczalnego pułapu zmienności cen. Taki sposób postępowania przyjęto w 1999 roku w *Średniookresowej strategii polityki pieniężnej na lata 1999–2003*. W dokumencie tym określono także poziom inflacji, jaki nasza gospodarka winna osiągnąć po pięciu latach, czyli pod koniec 2003 roku: zadeklarowano, iż inflacja powinna zejść do poziomu poniżej 4%. Pod koniec 2002 roku została sformułowana *Strategia polityki pieniężnej po 2003 r.*, w której postanowiono utrzymać inflację na poziomie 2,5%

kredytowym, jest najwyższa ze wszystkich stóp i ma charakter stopy karnej. Dla banku komercyjnego oznacza to, że koszt pozyskania pieniądza na bilateralnej ścieżce jest dużo wyższy aniżeli przy operacjach otwartego rynku. Dlatego oprocentowanie operacji kredytowych (lombardowych) stanowi górną granicę wahań krótkookresowych stóp procentowych.

z odchyleniami ± 1 punkt procentowy⁸. W roku 2003 nastąpiła zmiana Rady Polityki Pieniężnej (RPP)⁹. Brak zmian programowych ze strony nowej rady oznaczał zapowiedź kontynuacji prowadzonej polityki pieniężnej.

Rys. 1. Cel inflacyjny i jego realizacja



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych NBP.

Na rysunku 1 zostały przedstawione za pomocą linii coroczny cel inflacyjny, a także faktyczny poziom inflacji; porównanie obu wielkości pozwala na ocenę skuteczności realizacji przyjętych założeń. Przedstawiając dane dotyczące samego celu inflacyjnego, należy zwrócić uwagę na kilka faktów. Do roku 2002 cel inflacyjny był wyrażany w formie „korytarza”, w jakim powinna się zmieścić inflacja, jednakże poważne trudności z literalną realizacją założonego celu sprawiły, iż od 2002 roku zmieniono zasady konkretyzowania celu: zaczęto ustalać określony cel

⁸ Takie sformułowanie celu oznacza, że RPP zobowiązuje się do zwalczania inflacji nie tylko, gdy wzrośnie ona powyżej 2,5%, ale także, gdy spadnie poniżej 1,5%. Określenie celu inflacyjnego na poziomie 2,5% oznacza, iż uznano, iż taki poziom inflacji jest optymalny dla zapewnienia wzrostu gospodarczego w średnim i długim okresie.

⁹ Obie strategie opracowała RPP pierwszej kadencji pod przewodnictwem prof. L. Balcerowicza.

wraz z dopuszczalnym przedziałem odchyłeń (+/-1%). Wyznaczenie przedziału odchyłeń od ustalonego celu punktowego wynika z braku możliwości precyzyjnego przewidywania zdarzeń, które wpływają na osiągnięcie celu inflacyjnego. Bardzo istotną kwestią, ułatwiającą utrzymanie inflacji w zakreślonym korytarzu, było uwolnienie kursu, co miało miejsce w kwietniu 2000 roku. Dopiero od tego momentu można mówić o polityce pieniężnej, której działania były konsekwentnie nakierowane na realizację strategii inflacyjnej. Przejście na płynny kurs dla polityki pieniężnej oznaczało uwolnienie polityki antyinflacyjnej spod reżymu kursowego i „nadanie jej pełnej autonomii”¹⁰.

Kolejnym krokiem w kierunku doskonalenia techniki desinflacyjnej było wprowadzenie zasady ciągłości dążenia do wyznaczonego celu. Do roku 2004 ocena postępów na drodze do osiągnięcia celu dokonywana była na koniec każdego roku, czyli w grudniu. Od początku 2004 roku natomiast mówi się o ciągłym celu inflacyjnym (2,5% w ujęciu rok do roku z przedziałem wahań +/-1%). Dzięki takiemu rozwiązaniu efekty prowadzonej polityki monetarnej mogą być weryfikowane każdego miesiąca, a nie jak poprzednio tylko raz w roku w grudniu.

W omawianym okresie dwukrotnie w ciągu roku – na skutek nieoczekiwanego przebiegu inflacji – dochodziło do zmiany wyznaczonego celu. Miało to miejsce w 1999 roku i 2002. W pierwszym przypadku cel zmieniono w marcu na przedział od 6,6% do 7,8%; w drugim – na 3,0%.

Warto podkreślić, iż znaczące zmiany i modyfikacje w systemie opanowywania inflacji miały miejsce w pierwszych latach realizacji strategii bezpośredniego celu inflacyjnego. Również i w tym okresie były największe kłopoty z wypełnianiem krótkookresowych celów (w bardzo krótkich okresach cele są zmieniane, mają też miejsce częste i głębokie zmiany kierunku zmian stopy procentowej). Ten fakt wskazuje, że początki prowadzenia strategii celu inflacyjnego były niezmiernie trudne, a przez to mogły cechować się kontrowersyjnymi decyzjami RPP¹¹. Dokonywane

¹⁰ Do roku 2000 RPP musiała realizować dwa – po części sprzeczne ze sobą – zadania: walczyć z inflacją oraz dbać o poziom kursu. W tym czasie w Polsce wciąż obowiązywał system kursu stałego. W roku 1999 ta sprzeczność dała o sobie mocno znać. Silny wzrost deficytu budżetowego wywarł wówczas silną presję na deprecjację złotówki, co stało się dodatkowym generatorem wzrostu inflacji i przyczyniło do przyspieszenia pełnego upłynięcia złotówki.

¹¹ W latach 1998–2000 na silne wahania wskaźników inflacji miały wpływ trudne do przewidzenia zdarzenia, takie jak kryzys rosyjski, szoki podażowe w postaci wzrostu cen paliw i żywności, nieoczekiwane osłabienie złotego, nieoczekiwany i znaczący wzrost deficytu budżetowego.

modyfikacje to efekt stopniowego nabywania doświadczenia – są swoistym procesem uczenia się prowadzenia skutecznej i przejrzystej polityki antyinflacyjnej.

Jak wynika z danych przedstawionych na rysunku 1, krótkoterminowe cele inflacyjne nie były „literalnie” osiągnięte. Niemniej jednak uzyskano średniookresowy cel inflacyjny przyjęty w *Średniookresowej strategii polityki pieniężnej na lata 1999–2003*. Ze zmiennym skutkiem realizowany był natomiast wyznaczony w *Strategii polityki pieniężnej po 2003 roku* średniookresowy cel inflacyjny w postaci ustabilizowania stopy inflacji na poziomie 2,5% z dopuszczalnym przedziałem wahań ± 1 punkt procentowy. Nie sposób jednak nie dojrzeć, że w ostatnich trzech latach, to jest 2008–2010, RPP udaje się utrzymać inflację w zarysowanych w strategii ramach. Jeśli jednak oceniać w szerszym wymiarze czasowym, to znaczy wyjść poza krótko- a nawet średniookresowe cele, to trzeba stwierdzić, iż podstawowy cel polityki pieniężnej, jakim było zbicie wysokiej inflacji i doprowadzenie jej do niskiego poziomu, a następnie ustabilizowanie jej na tym akceptowalnym pułapie, został osiągnięty (inflacja spadła z 11,0% do 3,5%).

Stopa procentowa a inflacja

Aby osiągnąć wyznaczony cel, operuje się stopą procentową (referencyjną). RPP zmienia tę stopę w reakcji na zaistniałą (bądź oczekiwaną) w danym krótkim okresie inflację. Gdy inflacja rośnie, stopa referencyjna rośnie i vice versa – gdy stopa inflacji maleje, dokonuje się poluzowanie polityki pieniężnej (stopa referencyjna maleje). Dla skuteczności tak prowadzonej polityki istotny jest zarówno moment rozpoczęcia i zakończenia podwyżek (obniżek) wspomnianej stopy, czas ich trwania, jak i skala dokonywanych zmian. To od umiejętnego manewrowania tym parametrem, trafnego doboru momentu początku zmian, w dużym stopniu zależy to, czy cel inflacyjny zostanie osiągnięty, „przestrzelony” i jak dużo czasu zabierze zbliżanie się do celu.

Na przestrzeni lat 1998–2010 – jak to pokazano w tabeli 2 – mieliśmy do czynienia z trzema fazami podwyżek stóp procentowych i czterema cyklami ich obniżek.

Podwyżki:

- od września 1999 roku do sierpnia 2000 roku,
- od czerwca 2004 roku do sierpnia 2004 roku,
- od kwietnia 2007 roku do lipca 2008 roku.

Obniżki:

- od lutego 1998 roku do lutego 1999 roku,
- od marca 2001 roku do czerwca 2003 roku,
- od marca 2005 roku do marca 2006 roku,
- od listopada 2008 roku do teraz.

Czas trwania cyklu obniżek stóp procentowych zależy od procesu obniżania się dynamiki inflacji. W tym wypadku bardzo istotny był moment rozpoczęcia i zakończenia procesu redukcji stóp. Daje się tu jednak zaobserwować pewną prawidłowość. Jeśli chodzi o początek obniżek, to seria obniżek stóp rozpoczyna się nie od razu, lecz po nabraniu pewności, że spadek inflacji jest procesem w miarę trwałym, a nie jednomiesięcznym wahnięciem. Stąd też pewien poślizg czasowy. Skala opóźnienia przy kolejnych obniżkach malała. Przy tej z marca 2001 roku wynosiła dziewięć miesięcy, przy kolejnej – trzy miesiące i tyle samo przy ostatniej. Z kolei, jeśli chodzi o zakończenie obniżek, RPP decydowała się na ostatnią obniżkę w okresie, kiedy spodziewana była najniższa inflacja.

Z kolei jeśli chodzi o podwyżki stóp procentowych, to mamy tu podobne prawidłowości. Początek serii podwyżek cechuje zawsze pewne opóźnienie, z tym, że jego skala w przypadku poszczególnych cykli jest różna. W przypadku pierwszej serii pierwsza podwyżka nastąpiła po pięciu miesiącach liczonych od czasu wzrostu inflacji; w przypadku drugiej – okres ten wyniósł cztery miesiące, a ostatniej – dwa. Można przypuszczać, iż wpływ na skalę opóźnienia mogły mieć dwie okoliczności: to czy inflacja rosnąc, przekroczyła przedział celu inflacyjnego czy nie (w przypadku drugiej i trzeciej serii podwyżek stóp inflacja przekroczyła cel inflacyjny dopiero po dwóch miesiącach wzrostu, tak że w tym wypadku RPP zaczęła zacieśniać politykę pieniężną dopiero po przekroczeniu celu, czyli miesiąc po). Okres serii podwyżek kończył się zawsze w okolicach lokalnego maksimum inflacji.

Tabela 2. Stopa referencyjna NBP w latach 1998–2010

Obowiązuje od		Stopa	Obowiązuje od		Stopa
1998	1998-02-26	24,00	2005	2005-03-31	6,00
	1998-04-23	23,00		2005-04-28	5,50
	1998-05-21	21,50		2005-06-30	5,00
	1998-07-17	19,00		2005-07-28	4,75
	1998-09-10	18,00		2005-09-01	4,50
	1998-10-29	17,00			
	1998-12-10	15,50			
1999	1999-01-21	13,00	2006	2006-02-01	4,25
	1999-09-23	14,00		2006-03-01	4,00
	1999-11-18	16,50			
2000	2000-02-24	17,50	2007	2007-04-26	4,25
	2000-08-31	19,00		2007-06-28	4,50
		2007-08-30		4,75	
		2007-11-29		5,00	
2001	2001-03-01	18,00	2008	2008-01-31	5,25
	2001-03-29	17,00		2008-02-28	5,50
	2001-06-28	15,50		2008-03-27	5,75
	2001-08-23	14,50		2008-06-26	6,00
	2001-10-26	13,00		2008-11-27	5,75
	2001-11-29	11,50		2008-12-24	5,00
	2001-12-01	11,50			
2002	2002-01-31	10,00	2009	2009-01-28	4,25
	2002-04-26	9,50		2009-02-26	4,00
	2002-05-30	9,00		2009-03-26	3,75
	2002-06-27	8,50		2009-06-25	3,50
	2002-08-29	8,00			
	2002-09-26	7,50			
	2002-10-24	7,00			
	2002-11-28	6,75			
2003	2003-01-30	6,50	2010	2010-01-01	3,50
	2003-02-27	6,25			
	2003-03-27	6,00			
	2003-04-25	5,75			
	2003-05-29	5,50			
	2003-06-26	5,25			
2004	2004-07-01	5,75			
	2004-07-29	6,00			
	2004-08-26	6,50			

Szare pole – okres obniżek stopy referencyjnej.

Źródło: materiały NBP.

Na uwagę zasługuje dodatkowo okres od lipca 2008 do listopada 2008 roku, a także drugi kwartał 2009 roku. W tym czasie, mimo narastającej presji inflacyjnej, nie podjęto decyzji o podwyżce stóp. Taki brak reakcji zdarzył się po raz pierwszy i jedyny w historii RPP, wiązało się to z pogarszającą się sytuacją gospodarczą Polski i globalnym kryzysem finansowym (o czym dalej).

O wzroście bądź podwyżkach stóp procentowych decydowała zawsze bieżąca i przewidywana sytuacja. W tym względzie RPP uwzględniała nie tylko aktualny, ale także prognozowany poziom inflacji; u podstaw tego typu projekcji leżały: dynamika i struktura wzrostu popytu krajowego, relacje między tempem wzrostu płac a wzrostem wydajności pracy, ekspansywność polityki fiskalnej (skala deficytu budżetowego), saldo obrotów bieżących (kurs waluty). W poszczególnych okresach oddziaływanie poszczególnych czynników na decyzje rady było różne – co zawsze wynikało z potrzeby dostosowania się do bieżącej sytuacji¹².

2.2. Restrykcyjność polityki pieniężnej

Okres obniżek i wzrostów stopy procentowej wpływa na zmiany stopnia restrykcyjności polityki pieniężnej. Najczęściej wraz ze spadkiem stóp następowało poluzowanie polityki monetarnej, natomiast wzrost stóp prowadził do jej zaostrzenia. Na odczuwalną przez gospodarkę restrykcyjność polityki pieniężnej wpływ ma jednak nie tyle sama zmiana stóp nominalnych, ile zmiana stóp realnych, a ta, jak wiadomo z hipotezy Fishera¹³, pozostaje pod wpływem dwóch sił: zmian inflacji i zmian nominalnych stóp procentowych. Przy ocenie stopnia restrykcyjności polityki pieniężnej należy brać pod uwagę nie tylko wysokość realnych stóp procentowych, ale także poziom realnego kursu walutowego. Tak rozumiana restrykcyjność polityki pieniężnej wpływa – wraz z prowadzoną polityką fiskalną – na łączną restrykcyjność polityki makroekonomicznej¹⁴. RPP już w 2003 roku zdefiniowała sposób wymiernego wyznaczania wskaźnika restrykcyjności (MCI)¹⁵:

¹² Dokładne informacje na temat konkretnych motywów zmian – w każdym pojedynczym przypadku – RPP zamieszczała zawsze w comiesięcznych informacjach po posiedzeniu RPP.

¹³ Chodzi tu o formułę $R = i + \Pi$.

¹⁴ *Założenia polityki pieniężnej na rok 2009*, s. 9.

¹⁵ *Raport o inflacji w III kwartale 2003 roku*, NBP, Warszawa listopad 2003.

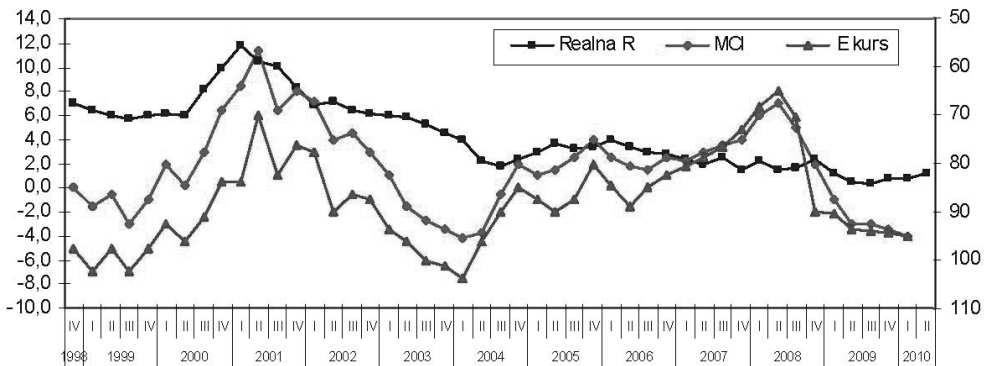
$$MCI_t = Ag(R_t - R_b) + As(Q_t - Q_b),$$

gdzie:

- R_t – realna stopa procentowa (realna stopa referencyjna),
- R_b – realna stopa procentowa okresu bazowego,
- Q_t – realny bieżący kurs walutowy,
- i – realny, efektywny kurs walutowy w okresie bazowym.

Wzór ów wykorzystano do przeprowadzenia obliczeń i na ich podstawie sporządzono wykres MCI¹⁶. Na ten sam wykres naniesiono wartości realnej stopy procentowej (lewa oś) oraz zmiany wskaźnika aprecjacji złotówki¹⁷ (prawa oś). Interpretując indeks MCI, należy pamiętać, aby bieżącą wartość stosownego wskaźnika odnosić zawsze do wartości z okresów poprzednich (nie okresu bazowego). Nie ma tu znaczenia sama wartość wskaźnika, lecz kierunek i skala jego zmian. Wskaźnik MCI służy bowiem jedynie do oceny bieżących zmian kierunku restrykcyjności polityki pieniężnej.

Rys. 2. Realna stopa referencyjna – MCI w latach 1998–2010



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych GUS, NBP.

¹⁶ Jako okres bazowy – z uwagi na przyjęty w badaniach okres – przyjęto II kwartał 2008 r.

¹⁷ Wartości poniżej sto oznaczają aprecjację złotówki.

Przyjmując za kryterium zmiany stopnia restrykcyjności polityki (MCI), można tu wyróżnić siedem etapów, które w miarę dokładnie pokrywają się z cyklami zmian stóp procentowych.

Pierwszy etap: **II kwartał 1998 – III kwartał 1999 roku**, w którym nastąpiło wyraźne obniżenie wszystkich trzech wskaźników.

Drugi etap: **IV kwartał 1999 – II kwartał 2001 roku** – zaostrenie polityki monetarnej.

Trzeci etap: **III kwartał 2001 – II kwartał 2004 roku** – złagodzenie polityki.

Czwarty etap: **III kwartał 2004 – I kwartał 2005 roku** – nieznaczne zaostrenie.

Piąty etap: **II kwartał 2005 – III kwartał 2007 roku** – polityka w miarę neutralna, stabilizacja realnych stóp procentowych na względnie stałym poziomie 3–4,5%.

Szósty etap: **III kwartał 2007 – IV kwartał 2008 roku** – wyraźne zaostrenie polityki monetarnej.

Siódmy etap: **I kwartał 2009 do teraz** – dalsze poluzowywanie polityki monetarnej.

Na uwagę zasługują trzy etapy: drugi, czwarty i szósty.

Ocena polityki pieniężnej z lat 1999–2001 do dziś pozostaje przedmiotem sporów i budzi kontrowersje. Krytycy uważają, iż podwyżki stóp w tym czasie były zbyt wysokie, a obniżki w 2001 i na początku 2002 roku zbyt niskie. RPP argumentowała, że zbyt szybkie obniżki groziłyby powtórzeniem sytuacji z 1999 roku, kiedy to daleko idące poluzowanie polityki doprowadziło do nawrotu inflacji. Restrykcyjny kierunek polityki miał swe dodatkowe uzasadnienie w stanie finansów publicznych: wysoki, a nawet bardzo wysoki, deficyt budżetowy i zbyt luźna polityka fiskalna. Drogą wysokiego oprocentowania chciano przywrócić spójność polityki monetarnej z fiskalną¹⁸, co można uznać za przekroczenie kompetencji RPP.

Wydaje się, iż oponenci tej polityki słusznie wskazują jej nadmiernie restrykcyjny charakter. Do takiego wniosku można dojść, porównując wskaźnik MCI ze wskaźnikiem zmian stóp procentowych. Na przestrzeni lat 2000–2001 indeks MCI

¹⁸ Wydaje się, że powodem takiego stanowiska RPP była chęć nakłonienia rządu do powrotu do realizacji strategii długookresowej. Liczono, że wysokie stopy wymuszą dostosowania w polityce budżetowej, a konkretnie – skłonią rząd do konstruowania planu ograniczenia wydatków budżetu, celem zmniejszenia deficytu fiskalnego. Liczono także na przyspieszenie procesów przekształceniowych.

rósł zdecydowanie szybciej od stóp procentowych, czemu dodatkowo sprzyjała aprecjacja złotówki. Właśnie z racji silnego oddziaływania aprecjacji na stopień restrykcyjności można mieć wątpliwości, czy dla samego zbijania inflacji konieczne było w tamtym czasie aż tak silne zaostrzenie polityki pieniężnej. Nie ulega najmniejszej wątpliwości, iż ostre zacieśnienie polityki pieniężnej przyczyniło się do spadku inflacji w latach 2001–2002, spadek ten jednak był – z punktu widzenia celu inflacyjnego – zbyt gwałtowny. Cel inflacyjny został mocno zaniżony (*in minus*), nigdy potem nie zanotowano aż tak dużego odchylenia rzeczywistej inflacji od założonej.

Podobne obiekcje można mieć w stosunku do działań z lat 2004–2005. W tym wypadku chodzi o zastrzeżenia co do obniżek stóp. Restrykcyjność polityki w tym czasie wzrosła, dodatkowo wzrosła na skutek aprecjacji waluty, co samo w sobie sprzyjało zbijaniu inflacji, a przez to dawało możliwość przeprowadzenia na przełomie lat 2004–2005 głębszych obniżek stóp. Tak jednak się nie stało. Ostateczny skutek nadmiaru restrykcyjności był taki, jak trzy lata wcześniej: inflacja szybko i drastycznie spadła, spadając nadmiernie w stosunku do wyznaczonego celu – cel inflacyjny został ponownie „przestrzelony” *in minus*.

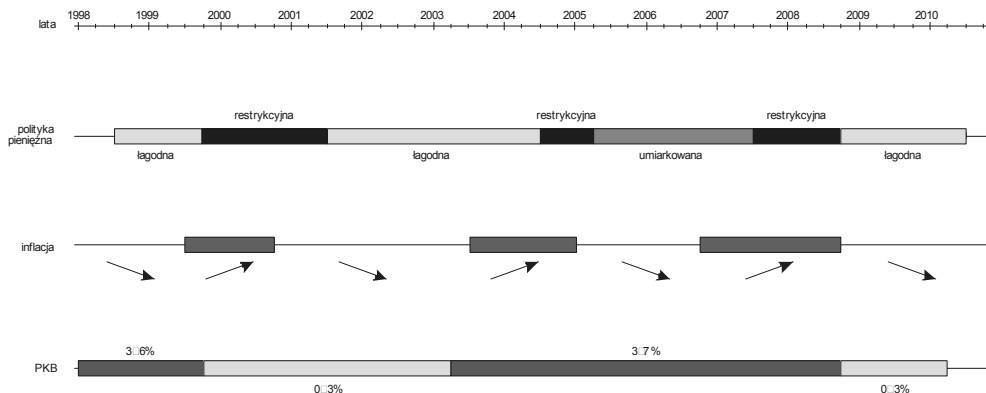
Wniosek z tej lekcji wydaje się, że został wyciągnięty. W latach 2007–2008 doszło do ostrego zaostrzenia restrykcyjności polityki monetarnej. Stało się to jednak wyłącznie za sprawą aprecjacji złotówki, realne stopy procentowe – mimo wzrostu nominalnych – nie rosły, a wręcz przeciwnie – wykazywały nawet tendencje malejące. Również za sprawą deprecjacji naszej waluty dokonał się spadek restrykcyjności polityki w latach 2009–2010, stopy realne – dzięki stałości nominalnych – ulegały obniżeniu i osiągnęły najniższy w swej historii poziom, a inflacja była utrzymywana w pobliżu celu inflacyjnego. Również wskaźnik restrykcyjności był w tym czasie najniższy w badanym okresie.

Z dokonanej analizy wyraźnie wynika, że na poziom restrykcyjności naszej polityki monetarnej w latach 2007–2010 wpływ miała głównie nie krajowa stopa procentowa, lecz zmiany w otoczeniu polskiej gospodarki, co uzewnętrzniło się w aprecjacji i deprecjacji waluty. W ten sposób dał o sobie znać wpływ globalnego kryzysu na rynkach finansowych. Do tego czasu, czyli do połowy 2007 roku, restrykcyjność naszej polityki pieniężnej pozostawała głównie pod wpływem zmian stóp procentowych, również kierunek zmian wskaźnika aprecjacji waluty był w tym samym czasie zgodny z kierunkiem zmian realnej stopy procentowej. Rozbieżność datuje się dopiero od drugiej połowy 2007 roku.

2.3. Wzrost gospodarczy a restrykcyjność polityki

Z restrykcyjnością polityki monetarnej związany jest problem wzrostu gospodarczego. W teorii przyjmuje się, iż twarda polityka monetarna: wysokie MCI, wysokie realne stopy procentowe hamują wzrost gospodarczy i odwrotnie – niskie stymulują wzrost PKB. Trudno jest jednak wymiernie oszacować związki między polityką pieniężną a PKB; na wzrost gospodarczy, jak wiadomo, oddziałuje wiele innych czynników. Przedstawione na rysunku 3 zestawienie inflacji, stóp procentowych i wzrostu PKB wydaje się ogólnie potwierdzać głoszoną w teorii tezę o wzajemnych zależnościach między tymi wielkościami (należy tu uwzględnić lukę czasową polityki monetarnej)¹⁹.

Rys. 3. Polityka pieniężna – inflacja – PKB



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych GUS, NBP.

Przy ocenie wpływu polityki monetarnej na wzrost gospodarczy należy dodatkowo pamiętać, że na skuteczność bodźca monetarnego ogromny wpływ ma restrykcyjność polityki fiskalnej. Kwestie te przejrzycie tłumaczy model IS–LM. Im wyższy fiskalizm – mierzony wysokością przeciętnej stopy podatkowej, tym bardziej strome nachylenie linii IS. Obniżka przeciętnego opodatkowania powoduje, że linia IS staje się bardziej płaska, a im bardziej jest płaska, tym efektywniejszy bodziec

¹⁹ Przy sporządzaniu rysunku przyjęto założenie, że średnie kwartalne tempo wzrostu PKB w wysokości 3% stanowi rozgraniczenie między korzystną a niekorzystną koniunkturą gospodarczą.

monetarny (większy wzrost PKB na skutek wzrostu podaży pieniądza) – kwestie te zilustrowano na rysunku 4²⁰. Innymi słowy, oddziaływanie polityki monetarnej na wzrost gospodarczy byłoby bardziej odczuwalne, gdyby restrykcyjność naszej polityki fiskalnej była mniejsza. A polska polityka fiskalna, jak to wynika z danych przedstawionych w tabeli 3, jest wysoce restrykcyjna i pod tym względem należy do najostrzejszych na świecie. Przeciętny poziom obciążenia naszej gospodarki wydatkami sektora publicznego kształtował się na wysokim i w miarę niezmiennym poziomie, stopa wydatków państwa w badanym okresie wahała się w przedziale 40–44%.

Tabela 3. Fiskalizm polskiej gospodarki
(wydatki sektora publicznego w relacji do PKB)

1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
40,7	39,9	42,3	42,9	42,6	42,5	43,8	42,4	42,2	42,7	44,4	43,2

Źródło: obliczenia własne na podstawie danych GUS.

Tabela 4. Udział wydatków sektora publicznego w krajach Unii Europejskiej
w latach 2007–2008

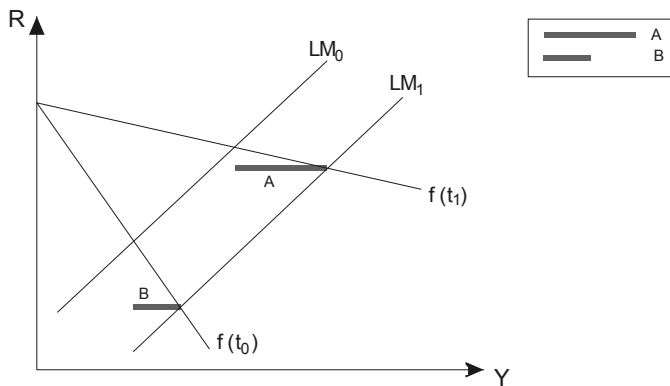
Wyszczególnienie	2007–2008	Wyszczególnienie	2007–2008
Belgia	49,2	Węgry	43,6
Bułgaria	38,7	Malta	32,6
Republika Czeska	37,2	Holandia	44,0
Dania	52,1	Austria	45,0
Niemcy	48,1	Polska	43,0
Estonia	36,7	Portugalia	40,0
Irlandia	37,2	Rumunia	34,0
Grecja	38,9	Słowenia	41,2
Hiszpania	39,9	Słowacja	39,2
Francja	51,7	Finlandia	49,2
Włochy	47,6	Szwecja	52,8
Łotwa	36,3	W. Brytania	40,2
Litwa	33,5	Norwegia	44,7
Luksemburg	42,2		

Źródło: *European Tax Handbook, IBFD, Amsterdam 2009.*

²⁰ Na rysunku przedstawiono różne wzrosty PKB osiągnięte na skutek wzrostu podaży pieniądza przy różnych poziomach obciążenia podatkowego. Przy wyższej stopie podatkowej „f(t1)” wzrost PKB zaznaczono odcinkiem B. Gdyby stopa podatkowa była niższa, osiągnięto by wzrost taki, jak wskazuje odcinek A.

Istotne jest to, że nie należy w najbliższych latach oczekiwać spadku skali fiskalizmu. A to oznaczać może, że polityka budżetowa nie będzie sama w sobie ułatwiać polityce monetarnej walki z inflacją, co więcej – możliwa jest powtórka z przełomu wieku, kiedy to wysoki deficyt doprowadził do nasilenia procesów inflacyjnych i wymusił restrykcyjną politykę monetarną.

Rys. 4. Efektywność polityki monetarnej w modelu IS–LM



Źródło: opracowanie własne na podstawie L. Próchnicki, *Zrozumieć gospodarkę. Makroekonomia*, ZPSB, Szczecin 2007.

W obliczu takiej sytuacji istotny jest wciąż problem merytoryczny: jak powinno się prowadzić średniookresową politykę monetarną, aby nie hamować rozwoju ekonomicznego, a konkretnie, jak i na podstawie czego powinno się zmieniać krótkookresowe stopy procentowe, aby osiągnąć zarówno stabilność gospodarczą, jak i długofalowy cel inflacyjny. Ów „dylemat” merytoryczny najlepiej rozstrzyga reguła Taylora.

$$r - r^* = \alpha(\pi - \pi^*) + \beta(Y - Y^*)^{21}.$$

²¹ Z zapisu wynika, że krótkookresowe stopy procentowe powinno się ustalać na podstawie trzech czynników: tego, jak ma się bieżący poziom inflacji do celu inflacyjnego, jak daleko jest do osiągnięcia pełnego zatrudnienia i jaki poziom stóp procentowych odpowiada pełnemu zatrudnieniu (potencjalnemu PKB). Bank centralny powinien dostosowywać (zmieniać) wysokość bieżącej stopy w reakcji na zmiany produkcji (zatrudnienia) i inflacji. Bank centralny podnosi (obniża) stopy procentowe, jeśli oczekuje, że stopa inflacji (luka produkcyjna) będzie wyższa (niższa) od założonych wielkości, o czym informuje luka inflacyjna i produkcyjna. Im dalej inflacja i PKB znajdują się powyżej celu inflacyjnego

Opierając się na tej formule, można podjąć próbę oceny polityki monetarnej, to jest stwierdzić, czy z punktu widzenia obu celów, to jest inflacji i wzrostu, bieżąca polityka była optymalna, to znaczy, czy bardziej preferowała walkę z inflacją, czy też – kosztem inflacji – bardziej sprzyjała rozwojowi. Do badań przyjęto poniższą (standardową) wersję formuły²²:

$$r = \pi + 0,5(\pi - \pi^*) + 0,5(Y - Y^*) + r^*$$

Analizowany okres podzielono na trzy²³ i dla każdego obliczono procentowe odchylenia stopy referencyjnej od stopy wynikającej z reguły Taylora. Uzyskano następujące wyniki:

I okres: + 8,6%; II okres: + 3,9%; III okres: –0,8%.

Największe odchylenia wystąpiły w pierwszym okresie, w następnych stopniowo malały. Przytaczane dane dowodzą, iż poszczególne okresy różniły się, jeśli chodzi o troskę banku centralnego o inflację i wzrost gospodarczy. Największą wagę do „zbijania” inflacji RPP przywiązywała w pierwszym okresie (czas obowiązywania strategii średniokresowej), troska o wzrost gospodarczy była wówczas najmniejsza, jeśli nie zerowa; w drugim okresie sytuacja zaczyna się trochę zmieniać; natomiast w ostatnim – troska o wzrost gospodarczy jest zdecydowanie największa. Taki rozkład danych wskazuje na różnice w podejściu do prowadzonej polityki. Wydaje się, iż w ostatnim okresie RPP większą wagę przywiązywała do wzrostu gospodarczego aniżeli inflacji. Nie oznacza to, że inflacja była zanedbywana, została utrzymana w ryzach i okresami niewiele odbiegała od założonego celu inflacyjnego.

Zainteresowanie banku centralnego wzrostem gospodarczym ma swe odzwierciedlenie nie tylko w przytaczanych badaniach, ale także w uzasadnieniu decyzji o braku zmian stóp procentowych (i innych działaniach niekonwencjonalnych – o czym dalej). W połowie 2008 roku – pomimo wciąż silnych tendencji inflacyjnych – RPP nie podniosła stóp procentowych; swą powściągliwość uzasadniała nastę-

i potencjalnego PKB, tym bardziej twarda powinna być polityka monetarna, a więc tym wyższe stopy procentowe. I odwrotnie.

²² Przyjęte wartości to standardowe wartości formuły Taylora. Takimi wartościami posługują się analitycy NBP; naturalną stopę równowagi przyjmują na poziomie 3,5%. Szerzej na temat sposobów jej obliczania: *Model gospodarki polskiej*, ECMOD, Materiały i Studia nr 194, NBP 2005; M. Brzezina, *Korzyści z publikacji projekcji makroekonomicznych i ścieżki stóp procentowych w Polsce*, „Bank i Kredyt”, grudzień 2008.

²³ I okres to lata 1998–2003; II okres – 2003–2005; III okres – 2006–2010.

pująco: „zbyt duża skala podwyżek stóp procentowych może sprzyjać nadmiernej aprecjacji, co w połączeniu z pogorszeniem perspektyw za granicą oznaczałoby ryzyko istotnego osłabienia eksportu, a także stwarzałoby ryzyko znacznego obniżenia aktywności gospodarczej w Polsce”²⁴. W ciągu dwóch miesięcy sytuacja gospodarcza kraju zaczęła się pogarszać na tyle, że RPP zdecydowała się na rozpoczęcie serii obniżek stóp i sięgnęła do niekonwencjonalnych metod wspierania płynności sektora finansowego.

Taka ostentacyjna troska o rozwój gospodarczy nie oznacza odejścia od głównego celu polityki pieniężnej. Po zbitiu inflacji do poziomu 3–4% RPP i utrzymaniu jej w ryzach zaczęła w większym stopniu troszczyć się o realne oblicze gospodarki, co jest w pełni zgodne z konstytucyjnym zapisem, że „podstawowym celem działalności NBP jest utrzymanie stabilnego poziomu cen, przy jednoczesnym wspieraniu polityki gospodarczej rządu o ile nie ogranicza to podstawowego celu NBP”.

Taka pro wzrostowa postawa NBP upodabnia naszą politykę pieniężną do polityki prowadzonej obecnie przez inne banki centralne. Kryzys finansowy ujawnił – w skali globalnej – nieskuteczność kanału stopy procentowej, co uwidoczniło się w braku rezultatów powszechnie dokonywanych obniżek stóp procentowych – nie przyniosły one poprawy płynności. Podobnie było w Polsce. Seria obniżek stóp (łącznie o 250 pkt bazowych) dokonana od października 2008 roku do czerwca 2009 roku nie doprowadziła do poprawy sytuacji na polskim rynku kredytowym²⁵. W tej sytuacji NBP zaproponował **pakiet zaufania**, którego celem była poprawa dostępności kredytów dla klientów banku, a także zmiana postawy uczestników rynku międzybankowego. W pakiecie zapowiedziano podjęcie wielu niekonwencjonalnych działań²⁶. Wynikało z niego, że NBP wyznaczył sobie dodatkowy cel,

²⁴ *Opis dyskusji na posiedzeniu decyzyjnym RPP w dniu 30 lipca 2008 r.*, Warszawa 2008, s. 3–4.

²⁵ *Działalność antykryzysowa banków centralnych*, „Zeszyty BRE Bank – CASE” 2009, nr 101.

²⁶ Wśród których należy wymienić: przedterminowy wykup obligacji NBP, które ulokowane były w sektorze bankowym w 2002 r. w ramach absorpcji nadpłynności, po obniżeniu rezerwy bankowej. Wprowadzenie do systemu otwartego rynku 3-miesięcznych operacji typu repo (później wydłużono je do 6 miesięcy, a we wrześniu 2009 zaproponowano termin 12-miesięczny). Poszerzono listę partnerów rynkowych: zakup przez NBP obligacji emitowanych przez banki spółdzielcze. Zwiększono częstotliwość operacji otwartego rynku. Nowym zaproponowanym instrumentem stał się kredyt wekslowy polegający na przyjmowaniu przez NBP do dyskonta weksli od banków wystawianych przez firmy ubiegające się o kredyt, co sformalizowano w postaci nowej stopy NPB – **stopy dyskontowej weksli**. Do tego typu interwencyjnych działań można też zaliczyć ostatnią obniżkę stopy rezerw obowiązkowej.

jakim jest dbałość o stabilność krajowego systemu finansowego, choć nie wynika to z zapisów ustawowych.

Doświadczenia związane z kryzysem finansowym sprawiły, że nie tylko postuluje się, ale i weryfikuje się zadania, jakie ustawowo nałożone są na bank centralny. Przykład Polski – a także innych krajów rozwiniętych – dowodzi, iż oficjalną strategią bezpośredniego celu inflacyjnego usiłuje się w niepisany sposób zastąpić strategią elastycznego celu inflacyjnego. Wydaje się, iż taka modyfikacja polityki monetarnej jest bardzo korzystna. Strategia elastycznego celu pozwala bowiem połączyć ze sobą dwa cele – stabilności cen z celem stabilności finansowej – i uczynić to tak, aby były one ze sobą spójne i wzajemnie się wzmacniały. W ramach ograniczeń nałożonych przez długookresowy cel inflacyjny bank centralny dysponowałby pewną krótkookresową elastycznością w dążeniu do innych celów, w tym głównie stabilizowania produkcji. Na forum teoretycznym dyskusja na ten temat nie dobiegła jednak końca.

Najbliższe lata pokażą, czy nowe rozwiązania zostaną wdrożone, czy też porzucone. Innymi słowy, czy reguła Taylora – jako jedna z nielicznych, która uwzględnia relacje między inflacją a wzrostem gospodarczym – stanie się formalną podstawą polityki monetarnej czy też nie. W Polsce istnieje na to duża szansa; polityka monetarna – zgodnie z ustawowym zadaniem – ma wspierać rząd w zakresie wzrostu gospodarczego, możliwe jest to jednak tylko w warunkach niskiej i ustabilizowanej inflacji. Taka sytuacja ma miejsce obecnie, a to oznacza, że realizację konstytucyjnego zapisu najlepiej wypełniałaby obecnie polityka pieniężna prowadzona według reguły Taylora.

Polityka monetarna, która zapewnia niski poziom inflacji osiągnany przy bardzo niskim poziomie nominalnych (i realnych) stóp procentowych, stwarza potencjalnie szersze pole do stabilizacyjnej polityki fiskalnej. W warunkach recesyjnego spadku – niski poziom stóp procentowych – wyłącza mechanizm monetarnego pobudzenia gospodarki. W sytuacji „niemocy” bodźca monetarnego polityka fiskalna może się okazać potrzebna do zwiększania agregatowego popytu. Warunkiem uruchomienia fiskalnej stymulacji jest jednak bezpieczny poziom nie tylko deficytu budżetowego, ale i długu publicznego.

Zakończenie

W Polsce polityka monetarna osiągnęła stan, w którym sprzyja rozwojowi gospodarstwu. Na obecnym etapie trudno oczekiwać od niej czegośkolwiek więcej (niskie realne stopy procentowe, niska inflacja)²⁷. Dziś przeszkodą dla stabilizacyjnej i prorozwojowej polityki makroekonomicznej jest jednak stan finansów publicznych. To w tej sferze muszą w najbliższym czasie zajść istotne zmiany strukturalne, jeśli stabilność finansowa ma być utrzymana, a rozwój gospodarczy niezahamowany.

Polska polityka monetarna w przeciągu minionego dziesięciolecia upodobniła się do prowadzonej przez inne kraje Unii Europejskiej. I wszystko wskazuje na to, że zintegruje się z nią jeszcze bardziej. Kwestia ta jest bardzo ważna. Otóż, w momencie wejścia naszego kraju do strefy euro nasza polityka monetarna zatraci swój autonomiczny (narodowy) charakter. A to oznacza, iż nasze władze monetarne nie będą już mogły więcej reagować na szoki wewnętrzne i inflację krajową. Za stabilizację naszej gospodarki odpowiedzialna stanie się wówczas wyłącznie krajowa polityka fiskalna. Stabilność finansów publicznych nabiera więc szczególnego znaczenia.

MONETARY POLICY OF POLAND IN THE SPOT LIGHT OF DIRECT INFLATION TARGET

Summary

The paper presents the Polish monetary policy in the era of direct inflation targeting, presents the ways and means of implementation. Against this background the assessment of effectiveness of the policy is introduced. This policy, through appropriately and competently administered restrictive-ness, led years later for bringing the inflation under control; as an inflation decreased, also a restrictive-ness of the policy decreased, what increasingly created better conditions to conduct the fiscal policy. Thanks to the tight policy Poland avoided

²⁷ Nigdy dotąd nie było tak daleko idącej spójności polityki monetarnej z fiskalną. W przeszłości – a konkretnie na przełomie wieków, gdy wprowadzono w życie tzw. cztery reformy – polityka fiskalna wypadła z orbity średniookresowego celu inflacyjnego. Skończyła się wówczas na okres kilku lat spójność obu polityk. Rosnące wydatki rządowe i wysoki deficyt – przez nawrót inflacji – wymusiły restrykcyjną politykę monetarną.

the perturbation of credit market (crisis on the money market) and a comfortable state was achieved: besides the fighting against inflation the central bank in one's moves – without any harmful effects for the main purpose – is starting more and more caring about the economic growth.

Translated by Lech Próchnicki