

mgr Sylwester Sałek

Studia Doktoranckie

Promotor: prof. dr hab. Irena Pyka

Katedra Finansów

Akademia Ekonomiczna im. Karola Adamickiego w Katowicach

Skuteczność polityki pieniężnej NBP w aspekcie celu inflacyjnego

Wstęp

Skuteczność polityki pieniężnej jest pojęciem trudnym do jednoznacznego zdefiniowania. Sama polityka pieniężna w systemie gospodarczym może mieć różny charakter, chociażby ze względu na różne metody jej realizacji.

Ocena skuteczności polityki pieniężnej po raz pierwszy została zainicjowana przez monetarystów. Teza, iż polityka pieniężna w krótkim okresie może okazać się bardzo skuteczna, lecz w długim terminie odwrotna w skutkach, rozpoczęła dyskusję nad skutecznością polityki monetarnej.

Skuteczność polityki monetarnej jest istotnym czynnikiem, który może pobudzać strefę gospodarczą kraju. Im wyższa jest skuteczność realizowanej polityki monetarnej, tym lepsze są perspektywy na osiągnięcie założonych celów zarówno w wymiarze ekonomicznym i społecznym.

Opracowanie jest próbą zdefiniowania pojęcia skuteczności polityki pieniężnej i określenia czynników, które ją determinują. Bezpośrednim celem artykułu jest retrospektywna analiza czynników skuteczności polityki pieniężnej, prowadzonej przez Narodowy Bank Polski w latach 1990-2003, pod kątem realizacji celu inflacyjnego.

Istota i determinanty skuteczności polityki pieniężnej

Skuteczność w sensie terminologicznym jest pochodną przymiotnika skuteczny, określającego zjawiska, które dają oczekiwane wyniki, są efektywne¹.

W aspekcie praktycznym skuteczność można rozumieć jako próbę odpowiedzi na pytanie o to, kiedy polityka monetarna jest efektywna oraz za pomocą jakich środków i w jakich warunkach efektywność ta jest najwyższa.

Skuteczność polityki pieniężnej można analizować z kilku punktów widzenia²:

- celów polityki pieniężnej,
- instrumentów polityki pieniężnej,
- niezależności banku centralnego,
- otoczenia zewnętrznego,
- kanałów transmisji impulsów monetarnych do gospodarki,
- opóźnień w polityce monetarnej.

Skuteczność polityki monetarnej ocenia się bardzo często na podstawie realizowanych celów. Ocena ta komplikuje się z uwagi na różnorodność celów prowadzonej przez bank centralny polityki monetarnej. Rozróżnia się co najmniej trzy grupy celów:

- strategiczne (bezpośrednie, finalne),
- pośrednie,
- cele operacyjne.

¹ Słownik współczesnego języka polskiego, Wyd. Wilga, Kraków 1996.

² A. Wojtyna, *Szkice o polityce pieniężnej*, PWE, Warszawa 2004, s. 87.

Cele strategiczne mają charakter celów finalnych. Formułowane są na okres 3-4 lat. Ponieważ są celami kilkuletnimi, ich zadaniem jest tworzenie warunków długofalowej stabilności finansowej i przewidywalności warunków gospodarowania dla podmiotów gospodarczych³.

Przeciwnością celów strategicznych polityki pieniężnej są cele operacyjne. Cele operacyjne realizuje się codziennie poprzez transakcje finansowe banku centralnego na rynku pieniężnym⁴. Stanowią one zmienną, którą bank centralny wykorzystuje do oceny stopnia realizacji celów finalnych. Służą więc bieżącej obserwacji skuteczności realizacji celów finalnych. Do najczęściej stosowanych celów pośrednich w polityce monetarnej należą: szerokie agregaty pieniężne, stopy procentowe lub kurs walutowy. Przyjęcie jednego z celów wyklucza kontrolę pozostałych, choć w wyniku występowania pewnych ograniczeń administracyjnych i niedoskonałości rynku bank centralny może w pewnych warunkach i w krótkim czasie kontrolować więcej niż jeden parametr wyróżniony jako cel pośredni⁵.

Założone przez bank centralny cele powinny być w okresie ich obowiązywania całkowicie realizowane. Uzyskanie wyniku jak najbliższego założonym celom ma istotny wpływ na ocenę skuteczności realizowanej polityki monetarnej.

Skuteczność polityki monetarnej ocenia się również przez pryzmat instrumentów polityki pieniężnej. Kluczową kwestią jest tu względna efektywność poszczególnych narzędzi⁶. Inaczej wygląda realizacja polityki monetarnej za pomocą bezpośrednich instrumentów polityki pieniężnej, tj. oddziaływanie przez perswazję, kontrolę wartości kredytów i kontrolę stóp procentowych, a jeszcze inaczej, gdy bank centralny realizuje politykę finansową poprzez pośrednie instrumenty polityki monetarnej, tj. operacje otwartego rynku, rezerwę obowiązkową, kredyty finansowe. Pewne instrumenty mogą być np. bardziej skuteczne w zapobieganiu kryzysom finansowym, inne natomiast mogą się okazać bardziej efektywne w zwalczaniu ich skutków⁷. W praktyce bank centralny zwykle jedynie intencyjnie, docelowo zmierza do stanu idealnej rynkowej kontroli pieniądza w gospodarce, na co dzień kierując się zasadą skutecznej polityki monetarnej. Sytuacja ta jest wynikiem tego, że również w sferze monetarnej wykorzystanie instrumentów rynkowych wymaga zapewnienia konkurencyjności rynków, tak finansowych, jak i realnych. Zasadą działania banku centralnego jest zatem takie postępowanie, w którym regulacja polityki monetarnej zmierza głównie do stosowania instrumentów rynkowych w kształtowaniu podaży pieniądza. W praktyce jednak banki wykorzystują mieszankę instrumentów polityki pieniężno-kredytowej w celu poprawy kontroli monetarnej w gospodarce⁸.

Skuteczność polityki monetarnej uzależniona jest również od stopnia niezależności banku centralnego. Pozycja prezesa wobec innych organów banku, umiejscowienie nadzoru bankowego oraz mechanizmy koordynacji polityki pieniężnej z innymi składowymi polityki ekonomicznej państwa to istotne warunki tej niezależności. Im wyższa niezależność banku centralnego, tym większe jest prawdopodobieństwo skutecznej realizacji polityki monetarnej.

Niezależność banku centralnego w odniesieniu do realizacji skutecznej polityki pieniężnej determinują również takie parametry, jak: transparentność (przejrzystość) i wiarygodność polityki monetarnej. Transparentność w polityce finansowej państwa polega na prowadzeniu jawnej i przejrzystej polityki względem organów państwowych i rynków finansowych. Na wiarygodność z kolei składa się nie tylko odpowiednia reputacja jego władz, zdolność do prowadzenia niezależnej polityki, ale także wiarygodność poszczególnych celów jego działania i sposobów ich osiągnięcia. Przyjęcie przez bank zbyt ambitnych celów w walce z inflacją lub zły dobór instrumentów czy też konfrontacja z rządem, który postanowi niwelować swoją polityką fiskalną efekty działań banku centralnego, mogą pozbawić go antyinflacyjnej wiarygodności mimo odpowiedniej reputacji⁹.

Istotnym czynnikiem skuteczności polityki monetarnej jest również otoczenie zewnętrzne. Skuteczność polityki pieniężnej jest mniejsza, gdy warunki otoczenia są niekorzystne, i odwrotnie. Najważniejszymi elementami, które wpływają na zmienność otoczenia, są:

³ A. Kaźmierczak, *Polityka pieniężna w gospodarce rynkowej*, PWN, Warszawa 2003, s. 156.

⁴ *Ibidem*, s. 157.

⁵ P. Szpunar, *Polityka pieniężna. Cele i warunki skuteczności*, PWE, Warszawa 2000, s. 197.

⁶ A. Wojtyna, *Szkice o polityce pieniężnej*, PWE, Warszawa 2004, s. 87.

⁷ *Ibidem*, s. 87.

⁸ I. Pyka, *Procesy i instrumenty transmisji pieniądza w gospodarce rynkowej*, Wyd. AE, Katowice 1995, s. 93.

⁹ R. Huterański, *Niezależność Banku Centralnego*, TNOiK, Toruń 2000, s. 203.

- charakter polityki fiskalnej państwa,
- zmiany w poziomie i dynamice PKB,
- poziom i charakter inflacji,
- stopień bezrobocia w kraju,
- sposób kształcenia kursu walutowego,
- stopień integracji i dynamika rozwoju rynków finansowych.

Zmienność tych czynników wpływa na zmienność otoczenia, co z kolei negatywnie odbija się na skutecznym prowadzeniu polityki monetarnej państwa. Polityka pieniężna musi zatem zamortyzować skutki wahań otoczenia zewnętrznego, częstokroć kosztem zmiany pierwotnych założeń i obniżenia skuteczności tejże polityki.

Ważnym czynnikiem determinującym skuteczność polityki pieniężnej jest także sposób transmisji pieniądza do gospodarki. Istniejące podejścia do wyjaśnienia sposobu przenoszenia impulsów monetarnych na realną gospodarkę opierają się na różnych poglądach na teorię pieniądza. Oddziaływanie to zachodzi przez zmiany popytu ogólnogospodarczego na dobra i usługi, a także zmiany produkcji i zatrudnienia. Wspólną cechą tych wszystkich poglądów jest założenie istnienia związku przyczynowego między zmianami ilości pieniądza, a zbieżnymi z nimi co do kierunku zmianami działalności gospodarczej, znajdującymi wyraz w zmianach produktu społecznego brutto¹⁰.

Niektóre z impulsów pieniężnych do gospodarki podlegają bezpośrednim oddziaływaniom banku centralnego i powinny być nazwane „pierwotnymi” impulsami monetarnymi. Zmiany innych wielkości monetarnych nie mogą być odniesione do strefy bezpośrednio wpływu banku centralnego. Są tylko pośrednim rezultatem jego działań lub też wynikiem działalności pozostałych podmiotów gospodarczych. Przypadki tego rodzaju można określić jako „wtórne” impulsy monetarne. Do transmisji procesów monetarnych zaliczamy więc zarówno impulsy pierwotne, jak i wtórne, nie można się bowiem ograniczyć tylko do stwierdzenia, iż polityka banku centralnego wpływa np. na taki cel pośredni, jak „zmiana ilości pieniądza”, i pokazać, jakie narzędzia są do tego wykorzystywane¹¹.

Istotną przeszkodą w transmisji impulsów monetarnych do gospodarki, a tym samym obniżenia skuteczności polityki monetarnej, są opóźnienia w jej realizacji. Powstają one w okresie, w którym impulsy monetarne przechodzą od banku centralnego do gospodarki. Pierwszy na istotę opóźnień w polityce monetarnej zwraca uwagę Milton Friedman. W jego opinii bank centralny, przewidując recesję gospodarczą za pół roku, zwiększa emisję pieniądza w celu pobudzenia produkcji. Co się jednak stanie, jeżeli ekspansja monetarna przyniesie efekty z opóźnieniem? Efekty wzrostu podaży mogą ujawnić się dopiero wtedy, gdy koniunktura będzie wysoka. Skutkiem takiej polityki będzie inflacja. I na odwrót, jeżeli bank centralny przewiduje ekspansję gospodarczą za pół roku, ograniczy emisję pieniądza. Jeżeli jednak przyniesie ona skutki później, to polityka deflacyjna przyniesie niekorzystne efekty w okresie recesji, pogłębiając ją¹².

Skuteczność polityki monetarnej zależy zatem od sposobu transmisji impulsów monetarnych do gospodarki z uwzględnieniem opóźnień w jej realizacji. Należy jednak zauważyć, że transmisje impulsów monetarnych mogą być różne. Wyodrębnia się następujące kanały impulsów monetarnych:

- tradycyjny,
- kursowy,
- kredytowy,
- giełdowy,

Parametrem banku centralnego, który jest wykorzystywany w uruchamianiu kanału tradycyjnego, jest rynkowa stopa procentowa. Jej podstawowym zadaniem jest skuteczne oddziaływanie na inwestycje oraz pobudzanie bądź schładzanie koniunktury. Rynkowa stopa procentowa jest ważnym parametrem przy podejmowaniu przez podmioty gospodarcze decyzji dotyczących rozmiarów produkcji, inwestowania i zatrudnienia. Zadaniem banku centralnego jest ustalenie rynkowej stopy procentowej na takim poziomie, aby w sposób skuteczny osiągnąć stabilność finansową w kraju i pożądaną stan aktywności gospodarczej.

¹⁰ P. Schaal, *Pieniądz i polityka pieniężna*, PWE, Warszawa 1996, s. 165.

¹¹ D. Duwendag, K. Ketterer, W. Kosters, R. Pohl, D.B. Simmert, *Teoria pieniądza i polityka pieniężna*, Poltext, Warszawa 1995, s. 150.

¹² A. Kaźmierczak, *op.cit.*, s. 127.

Przesłanką wykorzystywania kanału kredytowego jest założenie, iż polityka pieniężna banku centralnego ma wpływ na bilanse banków komercyjnych, a tym samym – na skuteczną podaż kredytu. Uczestnicy gry rynkowej nie mogą w pełni uniezależnić swojego popytu konsumpcyjnego oraz inwestycyjnego od zmian dostępności kredytu bankowego, bowiem stopy procentowe banku centralnego oddziałują w tym przypadku na podaż kredytu bankowego w gospodarce, a więc kształtowany jest poziom jego dostępności¹³.

Impulsy polityki monetarnej, powodujące zmianę stóp procentowych, to impulsy zwane kanałem kursowym. Uruchamiają one procesy dostosowawcze wartości waluty krajowej w stosunku do walut zagranicznych. Spadek tych stóp zmniejsza atrakcyjność inwestowania w aktywa nominowane w walucie krajowej, co w konsekwencji powoduje odpływ kapitału za granicę w poszukiwaniu bardziej rentownych przedsięwzięć. Skutkiem takiej reakcji jest spadek wartości waluty krajowej. Poprawia to opłacalność eksportu, co może powodować jego wzrost, a w konsekwencji – korzystniejsze kształtowanie się bilansu handlowego kraju.

Polityka pieniężna banku centralnego może również wyznaczać rozmiary inwestycji przedsiębiorstw przez oddziaływanie na giełdowe ceny akcji za pomocą kanału giełdowego. W przypadku zwiększenia ekspansji kredytowej przez bank centralny (np. przez obniżenie poziomu rezerwy obowiązkowej) następuje wzrostu popytu na walory giełdowe powodujący wzrost ich cen, i odwrotnie.

Cele a skuteczność polityki monetarnej NBP w latach 1990-2003

Zasadniczym celem polityki monetarnej NBP od roku 1990 było hamowanie inflacji. Cel ten nie zmienił się, chociaż zmieniła się strategia i taktyka prowadzenia polityki monetarnej. W polityce pieniężnej, zapoczątkowanej u progu lat 90., można wyodrębnić dwa okresy. Pierwszy obejmuje lata 1990-1997, zaś drugi rozpoczął się w 1998 r. Kryterium ich wyodrębnienia są zmiany warunków prawnych działalności NBP¹⁴.

W początkowym okresie realizacji polityki pieniężnej, w szczególności do 1993 r., nie było mowy o polityce opartej na celach operacyjnych. Niezbędnym czynnikiem ich zastosowania jest bowiem pewien minimalny stopień rozwoju rynku, pozwalający na wdrożenie rynkowych instrumentów polityki pieniężnej. NBP u progu lat 90. dysponował *de facto* dwoma ekonomicznymi instrumentami polityki pieniężnej: kredytami refinansowymi oraz rezerwą obowiązkową¹⁵.

Podstawowym dokumentem określającym najważniejsze parametry polityki pieniężnej w tych latach były założenia polityki pieniężnej na dany rok kalendarzowy. NBP przedkładał jedynie projekt założeń polityki pieniężnej, natomiast na ich ostateczny kształt wpływ miał rząd i sejm, który założenia te przyjmował w uchwale. Wpływ NBP na określenie celu pośredniego (a w późniejszym latach także operacyjnego) był zatem ograniczony, a na określenie celu finalnego – jedynie symboliczny. Cel finalny w postaci rocznej inflacji, liczonej grudzień do grudnia, mierzonej wskaźnikiem CPI, nie był ustalany przez NBP, tylko przez ministra finansów, który decydował o planowanym poziomie inflacji w projekcie ustawy budżetowej.

To skutkowało sytuacją, w której planowanie wielkości nominalnych budżetu było korzystniejsze przy założeniach zaniżonej inflacji, gdyż dawało pewne rezerwy budżetowe dla rządu. W rezultacie NBP z góry skazany był na przyjmowanie nierealistycznych celów inflacyjnych. A w konsekwencji sytuacją, w której bank centralny w latach 1996-1997 opublikował daleko bardziej pesymistyczną (jednak zarazem realistyczną) prognozę inflacji, niż wyznaczony ogólnie przez rząd cel inflacyjny¹⁶.

Przyjmując, że jedną z miar skuteczności polityki monetarnej, która została wykorzystana w artykule, jest realizacja celu inflacyjnego. Można stwierdzić, iż realizacja tego celu w latach 1990-1997 na dość niskim poziomie, co przedstawia tab. 1, przyczyniła się do obniżenia skuteczności polityki monetarnej.

¹³ R. Kokoszcyński, T. Łyziak, E. Wróbel, *Czynniki strukturalne we współczesnych teoriach mechanizmów transmisji polityki pieniężnej*, "Bank i Kredyt" 2002, listopad-grudzień, s. 44.

¹⁴ Z. Polański, B. Pietrzak, B. Woźniak, *System finansowy w Polsce*, PWN, Warszawa 2004, s. 149.

¹⁵ *Ibidem*, s. 150.

¹⁶ P. Szpunar, *op.cit.*, s. 213.

Tab. 1. Inflacja i podaż pieniądza w Polsce w latach 1990-1998 – wielkości założone i faktyczne.

Rok	Inflacja(1)			Przyrost podaży pieniądza(2)		
	założona (%)	faktyczna (%)	odchylenie (pkt proc.)	założony (mld zł)	faktyczny (mld zł.)	odchylenie (pkt proc.)
1990	95,0	249,3	+154,3	4,1	10,3	+151,2
1991	32,0	60,4	+28,4	8,5	9,0	+5,9
1992	36,9	44,3	+7,4	12,7	15,0	+18,1
1993	32,2	37,6	+5,4	15,0	14,8	-1,3
1994	23,0	29,5	+6,5	15,5-16,9	21,4	+26,6
1995	17,0	21,6	+4,6	17,1	26,9	+57,3
1996	17,0	18,5	+1,5	23,0	30,5	+32,6
1997	13,0	13,2	+0,2	27,4-28,6	39,8	+39,2

(1) Wskaźnik cen i usług konsumpcyjnych – metoda „grudzień do grudnia”.

(2) Dla 1990 r. agregat „pieniądz krajowy”(M2 bez wkładów walutowych), a od 1991 r. – agregat „pieniądz ogółem” M2. Wielkości w złotych po denominacji.

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych GUS i NBP.

Pomimo permanentnych przekroczeń celu inflacyjnego w latach 1990-1997 inflacja wykazywała trend spadający, a odchylenia od inflacji docelowej konsekwentnie się zmniejszały. Bank centralny niedostatecznie kontrolował również podaż pieniądza. Roczne przyrosty agregatu pieniądza ogółem M2 każdorazowo przekraczały (za wyjątkiem roku 1993) docelowy poziom. Dodatkowo na niską skuteczność polityki monetarnej w badanym okresie miał wpływ niski stopień rozwoju rynku i instrumentów polityki pieniężnej, a także ograniczona w dużym stopniu niezależność banku centralnego.

W analizowanym okresie NBP realizował dwa typy celów operacyjnych: stopy procentowe oraz pieniądz rezerwowy. W latach 1994-1995 celem operacyjny NBP była krótkoterminowa stopa procentowa. Czynnikiem stabilizującym i wyznacznikiem dla stóp rynkowych do końca roku była tzw. stopa repo. W latach 1996-1997 z inicjatywy NBP wprowadzono nowy układ celów pośrednich, zaakceptowany w uchwałach sejmu w sprawie założeń polityki pieniężnej na lata 1996-1997. Podobnie, jak dotychczas, dokument ten wyznaczył agregatowy cel pośredni polityki pieniężnej w postaci wyrażonego kwotowo przyrostu pieniądza ogółem. Po raz pierwszy jednak został ustalony formalnie cel operacyjny polityki pieniężnej, który określono w postaci ścieżki przyrostu pieniądza rezerwowego. W konsekwencji zmienił się cel realizowany w latach 1994-1995. Na rok 1998 NBP planował powrót do celu operacyjnego w postaci stopy rynku międzybankowego, lecz tym razem dłuższej, 1- lub 3-miesięcznej. Zmiana ta nie została jednak dokonana, choć faktycznie w roku 1998 NBP zaczął kontrolować stopy 1-miesięczne¹⁷.

Przyjęcie w 1997 r. nowych ram prawnych działalności NBP oraz związane z tym zmiany personalne pociągnęły za sobą radykalną zmianę strategii monetarnej. Powołana z początkiem 1998 r. Rada Polityki Pieniężnej (RPP) zdecydowała o przejściu do strategii bezpośredniego celu inflacyjnego (BCI).

Nową politykę, zarysowaną w dokumencie *Średniookresowa strategia polityki pieniężnej na lata 1999-2003*, przyjętym we wrześniu 1998 r., formalnie zaczęto realizować w 1999 r.

RPP ustaliła, że „celem średniookresowym polityki pieniężnej jest obniżenie inflacji poniżej poziomu 4% w 2003 r.”. Coroczne cele, wyznaczane w postaci przedziałowej, miały być podporządkowane osiągnięciu tego nadrzędnego celu. Dokument stwierdzał, że cele inflacyjne ujmowane będą w formie ogłaszanych przez GUS wskaźnika cen towarów i usług konsumpcyjnych.

Istotną cechą strategii BCI było osadzenie jej w kontekście procesu integracji Polski z UE, a także, w dalszej perspektywie, wejścia do strefy euro. Przyjęto, że Polska powinna wejść do UE z inflacją nie wyższą niż 3-4%.

Dokument *Średniookresowej strategii polityki pieniężnej na lata 1999-2003* przedstawiał spójną wizję polityki monetarnej, niemniej jednak już w momencie jego opublikowania można było wskazać na problemy stawiające pod znakiem zapytania skuteczną jej realizację. Chodziło o to, czy roz-

¹⁷ *Ibidem*, s. 217.

wój instytucjonalny gospodarki polskiej był już na tyle zaawansowany i ustabilizowany, żeby strategia BCI mogła zostać sprawnie wprowadzona w życie.

Opis polityki monetarnej, prowadzonej do 1997 r., wskazywał, że w Polsce mechanizm transmisji nie jest jednoznaczny, a prognozy inflacji, przyjmowane jako cel polityki pieniężnej, były nieskuteczne. W tym drugim przypadku sytuacja zmieniła się częściowo w związku z uzyskaniem przez NBP autonomii stanowienia celu. W wyniku dojrzewania powiązań rynkowych, mechanizm transmisji też stopniowo się krystalizował. Do początku obecnej dekady nie stwarzał on jednak podstaw do dokonywania przez NBP prognoz, pozwalając na wyprzedzające podejmowanie decyzji dotyczących stóp procentowych. Powodowało to, szczególnie w pierwszych latach, taki stan rzeczy, że decyzje RPP rzadko miały charakter nakierowany na przyszłość, a właśnie wyprzedzające podejmowanie decyzji przez bank centralny jest jedną z głównych cech strategii BCI.

Określenie celu inflacyjnego za pomocą wskaźnika cen towarów i usług konsumpcyjnych (CPI) również determinowało skuteczność polityki monetarnej. Na wskaźniki CPI ma wpływ wiele czynników niezwiązanych bezpośrednio z polityką pieniężną, lecz powiązanych np. z polityką fiskalną (podatkami pośrednimi), stopniem monopolizacji gospodarki czy też poziomem rozwoju rolnictwa. Sytuacja ta mogła skutkować niższą skutecznością realizowanej polityki pieniężnej, gdyż bazowała ona na niedokładnych informacjach.

Tab. 2 potwierdza, że w polityce NBP ponownie wystąpiły wyraźne problemy z jej skuteczną realizacją. Powróciły poważne trudności z osiągnięciem założonej stopy inflacji. W odróżnieniu jednak od wcześniejszych lat cel inflacyjny był nie tylko przekraczany (lata 1999-2000), lecz także inflacja wykazywała tendencję do kształtowania się na niższym, niż zakładano poziomie (lata 2001-2003)¹⁸.

Tab. 2. Inflacja i podaż pieniądza w Polsce w latach 1998-2004 – wielkości założone i faktyczne.

Rok	Inflacja (1)			Przyrost podaży pieniądza (1)		
	założona (%)	faktyczna (%)	odchylenie (pkt proc.)	założony (mld zł)	faktyczny (mld zł)	odchylenie (%)
1998	9,5	8,6	-0,9	28,2-35,3	44,1	+24,9
1999	6,6-7,8 (3)	9,8	+2,0	24,0-41,0	42,7	+4,1
2000	5,4-6,8	8,5	+1,7	38,8-47,9	31,0	-20,1
2001	6,0-8,0	3,6	-2,4	40,0-46,0	40,4	0,0
2002	3,0 +/-1,0 (4)	0,8	-1,2	-	-	-
2003	3,0 +/-1,0	1,7	-0,3	-	-	-
2004	2,5 +/-1,0	4,4	+0,9	-	-	-

(1) Wskaźnik cen i usług konsumpcyjnych – metoda „grudzień do grudnia”.

(2) Od 1999 r. przyrost podaży pieniądza miał status prognozy („wartości referencyjnej”).

(3) Początkowo ustalono jako 8,0-8,5% (zmiana 24 marca 1999 r.).

(4) Początkowo ustalono jako 5,0 +/-1,0 pkt proc. (zmiana 26 czerwca 2002r.).

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych GUS i NBP.

Zgodnie z założeniami polityki pieniężnej na 2001 r. krótkookresowy cel inflacyjny został ustalony na poziomie 6-8%, jednak w związku z dużą niepewnością co do kształtowania się w 2001 r. czynników warunkujących realizację tego celu, pozostających poza kontrolą polityki pieniężnej, RPP zastrzegła, że nie będzie automatycznie zmniejszała stopnia restrykcyjności polityki pieniężnej, gdyby spadek poniżej tego poziomu został spowodowany wstrząsami podażowymi. Tymczasem takie właśnie, korzystne dla obniżenia inflacji, wstrząsy odnotowano w Polsce w 2001 r. na rynku żywności i paliw. W ich wyniku tzw. wskaźnik inflacji netto, obliczany przez wyłączenie z CPI żywności i paliw, ukształtował się na poziomie 5,1%. Oznacza to, że gdyby wyeliminować zmiany cen żywności i paliw, to spadek CPI na koniec byłby mniejszy o 1,5 pkt proc.¹⁹.

W *Założeniach polityki pieniężnej na 2002 r.* RPP ustaliła krótkookresowy cel inflacyjny na poziomie 5%, z dopuszczalnym przedziałem odchyień +/- 1 pkt proc. Warunki realizacji celu inflacyj-

¹⁸ Z. Polański, B. Pietrzak, B. Woźniak, *op.cit.*, s. 154-156.

¹⁹ *Raport o inflacji w 2001 r.*, NBP, s. 80.

nego w I półroczu 2002 r. okazały się znacznie bardziej sprzyjające obniżaniu inflacji, niż przewidywano w momencie jego ustalania, tj. w sierpniu 2001 r. Niespodziewanie korzystnie ukształtowały się zwłaszcza czynniki podażowe, głównie w odniesieniu do cen żywności. W wyniku oddziaływania wszystkich tych czynników roczna inflacja obniżyła się z 3,6% w grudniu 2001 r. do 1,9% w maju 2002 r. W tej sytuacji należało oczekiwać, że mimo obniżenia stóp procentowych NBP od sierpnia 2001 r. do maja 2002 r. łącznie o 6,5 pkt proc. inflacja w 2002 r. będzie znacznie niższa od przyjętego w 2001 r. rocznego celu inflacyjnego. W rezultacie dla uniknięcia błędnych interpretacji co do przyszłego kierunku polityki pieniężnej i zachowania jej przejrzystości RPP podjęła decyzję o rewizji celu inflacyjnego na 2002 r. 26 czerwca cel ten został obniżony do poziomu 3% – z dopuszczalnym przedziałem odchyłeń +/- 1pkt proc.

W *Założeniach polityki pieniężnej na 2002 r.* Rada zaznaczyła, że w krótkim okresie nieoczekiwane, przejściowe wstrząsy podażowe mogą mieć silny wpływ na poziom inflacji. W tym kontekście RPP podkreślała, że realizacja strategicznego, średniookresowego celu polityki pieniężnej jest nadrzędna w stosunku do osiągnięcia celu na 2002 r. W rezultacie od grudnia 2001 r. do grudnia 2002 r. roczny wskaźnik cen towarów i usług konsumpcyjnych obniżył się z 3,6% do 0,8%²⁰.

Z punktu widzenia przebiegu realizacji polityki pieniężnej w 2003 r. można wyodrębnić dwa okresy. W I półroczu RPP dokonała sześciu ostrożnych, po 0,25% pkt proc., obniżek stopy referencyjnej. W II półroczu natomiast parametry polityki pieniężnej zostały niezmienione. Na początku 2003 r. oczekiwano, że poprawa koniunktury w gospodarce strefy euro oraz USA będzie następowała bardzo wolno. W rzeczywistości okazało się, że prognozy światowych ośrodków analitycznych były w ciągu roku dodatkowo systematycznie korygowane w dół. Sytuacja w otoczeniu gospodarczym Polski nie sprzyjała ożywieniu gospodarczemu w naszym kraju. Tymczasem w II kwartale 2003 r., mimo utrzymujących się słabych perspektyw wzrostu gospodarczego w strefie euro oraz spadku PKB w Niemczech, w kraju zaczęły umacniać się symptomy ożywienia gospodarczego. Jednak w ocenie Rady zarysowujące się trendy wzrostowe w gospodarce nie powodowały, mimo słabnięcia kursu złotego, wzrostu presji inflacyjnej, która mogłaby stanowić zagrożenie dla realizacji celu inflacyjnego 2004 r. W efekcie, w grudniu 2003 r. roczna stopa inflacji wyniosła 1,7%. Była więc zgodna z celem przyjętym w *Średniookresowej strategii polityki pieniężnej na lata 1999-2003* i ukształtowała się nieco poniżej krótkookresowego celu inflacyjnego, wyznaczonego na 2003 r.²¹.

Analizując skuteczność polityki monetarnej NBP w latach 1999-2003 na tle bezpośredniego celu inflacyjnego, można stwierdzić, iż pomimo niewątpliwie pozytywnych efektów tejże strategii, tj. przywrócenia polityce monetarnej wyraźnej orientacji antyinflacyjnej, wyeliminowania pełzającej dewaluacji, sukcesu dezinflacji oraz zwiększenia przejrzystości polityki monetarnej i znaczącej komunikacji władz monetarnych z rynkiem i społeczeństwem, BCI napotkała także na wiele poważnych problemów. Najważniejszym z nich z pewnością jest ograniczenie suwerenności polityki pieniężnej. Okazuje się, że nawet w warunkach w pełni płynnego kursu walutowego polityka pieniężna nie jest i nie może być w pełni autonomiczna w realizacji założonego celu inflacyjnego. Musi ona brać pod uwagę wiele czynników od niej niezależnych i co gorsze – w wielu przypadkach trudno przewidywalnych, jak np. zmiany nastrojów na międzynarodowych rynkach finansowych, zmiany poziomu międzynarodowych stóp procentowych i kursów krzyżowych oraz szoki cenowe i polityczne. Do tego dochodzi brak konsensusu politycznego i intelektualnego na rzecz niskiej inflacji i niezależności banku centralnego, czego Polska doświadczyła boleśnie w latach 2001-2003. Rezultatem wyżej wymienionych trudności są chroniczne, choć raczej nieuniknione, kłopoty z trafieniem w założony, krótkoterminowy cel inflacyjny (tab. 1), co również negatywnie odbija się na wiarygodności władzy monetarnej i dostarcza argumentów jej przeciwnikom²².

Ewolucja strategii BCI poszła w Polsce w kierunku jej czystej odmiany, tj. takiej, w której troska o bieżące procesy w gospodarce w sferze realnej (wzrost, bezrobocie) jest zepchnięta na drugi plan. O takiej ewolucji świadczy również polityka kursowa (całkowite upłynnienie kursu walutowego), a także zmiany w sposobie prezentacji celu inflacyjnego z przedziałowego na jedną liczbę (z możli-

²⁰ *Raport o inflacji w 2002 r.*, NBP, s. 63-65.

²¹ *Raport o inflacji w 2003 r.*, NBP, s. 45-49.

²² *Zmiany w systemie polityki monetarnej na drodze do strefy euro*, „Zeszyt BRE Bank-CASE” 2005, nr 77, s. 33.

wością tolerancji wynoszącą 1pkt proc.). Tak sformułowany cel miał za zadanie skutecznie „zakotwiczyć” oczekiwania inflacyjne.

Podsumowując, należy postawić sobie pytanie o to, jakie błędy poczyniono podczas wprowadzania i realizacji strategii BCI, bo takie musiały zaistnieć, skoro w latach 1999-2003 polityka pieniężna okazała się nie tak skuteczna, jak się tego spodziewano. W świetle wcześniej poczynionych uwag należy stwierdzić, że strategię BCI wprowadzono w warunkach, które nie pozwalały na jej efektywne wykorzystanie. Wobec braku znajomości mechanizmu transmisji impulsów monetarnych musiały się pojawić błędne decyzje. Jest to jednak tylko częściowe wyjaśnienie. W końcu lat 90. koncepcja BCI została w Polsce w praktyce odczytana (nie tylko w samym banku centralnym) w ten sposób, że władze monetarne mogą w pełni samodzielnie kontrolować inflację i tym samym mogą zostać obciążone całkowitą odpowiedzialnością za jej kształtowanie. Jednak polityka makroekonomiczna stanowi jedną całość, co oznacza, że w sterowaniu globalnym popytem ze strony państwa zawsze uczestniczą dwa podmioty: rząd (ministerstwo finansów) i bank centralny. Rozwój sytuacji w obszarze publicznego systemu finansowego spowodował, że polityka antyinflacyjna w Polsce w okresie realizacji strategii BCI opierała się *de facto* na jednym filarze polityki makroekonomicznej, tj. polityce pieniężnej. W konsekwencji cały ciężar walki z inflacją został przerzucony na bank centralny, który aby realizować swój cel średniookresowy, musiał zastosować daleko idące zastrzeżenia polityki. Brak odpowiednich uwarunkowań fiskalnych spowodował, że stabilizacyjna polityka makroekonomiczna stała się bardzo kosztowna²³.

Literatura

- Baka W., *Bankowość centralna*, Biblioteka Menedżera i Bankowca, Warszawa 1998.
- Dębski W., *Rynek finansowy i jego mechanizmy*, PWN, Warszawa 2002.
- Duwendag D., Ketterer K., Kosters W., Pohl R., Simmert D.B., *Teoria pieniądza i polityka pieniężna*, Poltext, Warszawa 1995.
- Huterski R., *Niezależność banku centralnego*, TNOiK, Toruń 2000.
- Kaźmierczak A., *Podstawy polityki pieniężnej*, PWE, Warszawa 1998.
- Kaźmierczak A., *Polityka pieniężna w gospodarce rynkowej*, PWN, Warszawa 2003.
- Kokoszcyński R., *Współczesna polityka pieniężna w Polsce*, PWE, Warszawa 2004.
- Kokoszcyński R., Łyziak T., Wróbel E., *Czynniki strukturalne we współczesnych teoriach mechanizmów transmisji polityki pieniężnej*, „Bank i Kredyt” 2002, listopad-grudzień.
- Pietrucha J., *Cele i metody realizacji polityki pieniężnej*, Wyd. AE, Katowice 1997.
- Polański Z., Pietrzak B., Woźniak B., *System finansowy w Polsce*, PWN, Warszawa 2004.
- Pyka I., *Procesy i instrumenty transmisji pieniądza w gospodarce rynkowej*, Wyd. AE, Katowice 1995.
- Raport o inflacji w 2001 r.*, NBP.
- Raport o inflacji w 2002 r.*, NBP.
- Raport o inflacji w 2003 r.*, NBP.
- Schaal P., *Pieniądz i polityka pieniężna*, PWE, Warszawa 1996.
- Szpunar P., *Polityka pieniężna- cele i warunki skuteczności*, PWE, Warszawa 2000.
- Wojtyna A., *Szkice o polityce pieniężnej*, PWE, Warszawa 2004.
- Zmiany w systemie polityki monetarnej na drodze do strefy euro*, „Zeszyty BRE Bank-CASE” 2005, nr 77 .

²³ Z. Polański, B. Pietrzak, B. Woźniak, *op.cit.*, s. 160-161.