

Marian Noga

Akademia Ekonomiczna we Wrocławiu

PRÓBA OCENY SKUTECZNOŚCI POLITYKI PIENIĘŻNEJ W POLSCE

1. Wprowadzenie

Gospodarka rynkowa jest poddawana różnym wstrząsom i zakłóceniom, które mogą wymagać reakcji w postaci określonej polityki fiskalnej bądź pieniężnej. Występowanie w gospodarce zdarzeń nieprzewidywalnych jest czymś normalnym, dlatego też procesy gospodarowania przebiegają w warunkach niepewności i ryzyka. Ekonomisci starają się poznać naturę wstrząsów i zakłóceń występujących w gospodarce. Z jednej strony możemy wyróżnić wstrząsy popytowe, z drugiej zaś wstrząsy podażowe. Wstrząsy popytowe najczęściej przejawiają się pod postacią silnych wstrząsów cenowych, które np. w Polsce obserwowaliśmy na początku 2004 r., w miesiącach poprzedzających wejście Polski do Unii Europejskiej. Natomiast wstrząsy podażowe najczęściej występują pod postacią wstrząsów związanych z podwyżkami cen ropy naftowej na świecie.

Różne nurty współczesnej makroekonomii są zgodne co do celu polityki makroekonomicznej państwa, który polega na stabilnym wzroście łącznego popytu. Natomiast nie ma zgody w łonie współczesnej makroekonomii co do środków, jakich należałoby użyć, aby ten cel osiągnąć.

Przedstawiciele szkoły monetarnej uważają, że skutecznym sposobem utrzymania stabilnego wzrostu łącznego popytu jest przyjęcie stałej stopy wzrostu podaży pieniądza i odpowiednia kontrola tej podaży. Dlatego też, jeżeli w gospodarce pojawiają się wstrząsy popytowe czy podażowe, monetarzyści zgadzają się na zastosowanie polityki pieniężnej w celu przywrócenia w gospodarce *status quo ante*, ale pod warunkiem, że nie dojdzie do wzrostu stopy inflacji. Przedstawiciele innych nurtów makroekonomii uważają, że gospodarka „wybita” poprzez wstrząsy ze stanu równowagi powinna jak najszybciej do niej wrócić, nawet kosztem wyższej stopy inflacji.

Należy w tym miejscu zwrócić uwagę, że państwo, starając się poprzez swoją politykę makroekonomiczną stabilizować procesy gospodarcze, nie może samo powodować wystąpienia mikrocykli koniunkturalnych, przejawiających się np. najpierw we wzroście PKB, a potem w jego spadku. Powoduje to bardzo negatywne skutki w gospodarce, bowiem np. najpierw bezrobocie się zmniejsza, a potem zaczyna szybko rosnać, co jest zjawiskiem niekorzystnym nie tylko z punktu widzenia gospodarki. Dlatego też władze monetarne Polski, tj. Narodowy Bank Polski i jego organy, a szczególnie Rada Polityki Pieniężnej, tak konstruuje politykę pieniężną, aby sprzyjała ona stabilnemu wzrostowi łącznego popytu i jednocześnie – aby nie doprowadzała do pojawiania się mikrocykli koniunkturalnych w efekcie podjęcia przez władze nietrafnych decyzji.

Celem niniejszego artykułu jest prezentacja konstrukcji polityki pieniężnej w Polsce w latach 2004-2006 i próba oceny jej skuteczności.

2. Cele polityki pieniężnej w polsce w latach 2004-2006

Cele polityki pieniężnej zapisane są w Konstytucji RP z 1997 r. i w Ustawie o NBP z 29 sierpnia 1997 roku. Zgodnie z art. 227 ust. 1 Konstytucji RP „Narodowy Bank Polski odpowiada za wartość polskiego pieniądza”. Natomiast Ustawa o NBP z 1997 r. w art. 3 określa, że „podstawowym celem działalności NBP jest utrzymanie stabilnego poziomu cen, przy jednoczesnym wspieraniu polityki gospodarczej Rządu, o ile nie ogranicza to podstawowego celu NBP”.

Tak zapisane cele w aktach prawnych najwyższej rangi znajdują odzwierciedlenie w dokumentach władz monetarnych, a szczególnie w dokumentach Rady Polityki Pieniężnej pt.: „Założenia polityki pieniężnej na rok 2005” oraz „Założenia polityki pieniężnej na rok 2006”.

Zanim wyjaśnię, jak władze monetarne Polski określają swoje cele działania zgodnie z zapisami Konstytucji i Ustawy o NBP, muszę przypomnieć, jak banki centralne rozumieją stabilność cen. Współcześnie banki centralne przez stabilność cen rozumieją inflację na tyle niską, aby nie wywierała ona negatywnego wpływu na inwestycje, oszczędności i inne ważne decyzje podejmowane przez uczestników życia gospodarczego. Banki centralne uważają, że swoimi decyzjami przyczyniają się do osiągania wysokiego i trwałego wzrostu gospodarczego, bowiem brak stabilnych cen osłabia tempo wzrostu gospodarczego, co pokazują liczne badania cytowane w literaturze przedmiotu [Hall, Taylor 2000].

Banki centralne traktują stabilność cen symetrycznie, co oznacza, że reagują na zagrożenia zarówno inflacyjne, jak i deflacyjne.

Rada Polityki Pieniężnej przyjęła dla Polski oparcie jej polityki pieniężnej na strategii bezpośredniego celu inflacyjnego. Strategia bezpośredniego celu inflacyjnego (BCI) jest stosowana w wielu bankach centralnych albo punktowo, albo w postaci pasma docelowej stopy inflacji [Szeląg 2003; *The Single Monetary...* 1997].

F.S. Mishkin określa istotę strategii bezpośredniego celu inflacyjnego za pomocą pięciu składających się na nią elementów:

- publiczne ogłaszanie liczbowych średniookresowych celów dotyczących inflacji,
- instytucjonalne zobowiązania do traktowania stabilności cen jako podstawowego celu polityki pieniężnej,
- uzależnienie decyzji dotyczącej kształtowania narzędzi polityki pieniężnej od szerokiego zakresu informacji (wielu zmiennych), a nie tylko od zachowania się agregatów pieniężnych ceny kursów walutowych,
- większa przejrzystość realizowanej strategii poprzez komunikowanie się ze społeczeństwem i rynkami w zakresie zamierzeń, celów oraz decyzji władz monetarnych,
- zwiększona odpowiedzialność banku centralnego wobec instytucji demokratycznych za realizację przyjętych celów [Mishkin 2000].

Rada Polityki Pieniężnej, począwszy od 2004 r., realizując strategię BCI, przyjęła ciągły cel inflacyjny na poziomie 2,5% z symetrycznym przedziałem odchyłeń o szerokości plus-minus 1 punkt procentowy. Horyzontem jego obowiązywania może być wejście Polski do ERM II (Exchange Rate Mechanism II) lub zakończenie kadencji obecnej Rady [Założenia... 2005]. Rada Polityki Pieniężnej dąży do realizacji celu w warunkach płynnego kursu walutowego, który powinien być utrzymany do momentu przystąpienia Polski do ERM II. W dokumentach RPP, a szczególnie w „Założeniach polityki pieniężnej na rok 2005 i 2006”, zaprezentowano sposób rozumienia celu inflacyjnego i jego realizacji:

- Po pierwsze, określenie celu ciągłego oznacza, że odnosi się on do inflacji mierzonej roczną zmianą cen towarów i usług konsumpcyjnych w każdym miesiącu w stosunku do analogicznego miesiąca poprzedniego roku.
- Po drugie, przyjęte rozwiązanie oznacza, że polityka pieniężna jest jednoznacznie ukierunkowana na utrzymanie inflacji jak najbliżej celu 2,5%, a nie jedynie wewnątrz przedziału wahań bez określenia jego środka.
- Po trzecie, w gospodarce nieuniknione jest pojawienie się wstrząsów. W zależności od siły wstrząsu występują odchylenia inflacji od przyjętego celu. Bank centralny zazwyczaj nie reaguje na takie odchylenia inflacji, które uznaje za przejściowe i które mieszczą się w przedziale wahań wokół celu. W krajach o trwale niskiej stopie inflacji bank nie musi reagować nawet wówczas, gdy przejściowo inflacja wychyli się poza granice tego przedziału. W razie wstrząsów, które oceniane są jako powodujące trwałe odchylenie inflacji od celu, bank centralny odpowiednio modyfikuje politykę pieniężną.
- Po czwarte, reakcja polityki pieniężnej na wstrząsy będzie zależała od ich przyczyn i charakteru (wstrząs popytowy czy wstrząs podażowy). Niewłaściwa reakcja polityki pieniężnej może mieć daleko idące niekorzystne konsekwencje dla gospodarki. Na przykład próba pełnego zamortyzowania wstrząsu podażowego wywołującego wzrost cen i spadek produkcji – na drodze prowadzenia zbyt łagodnej polityki pieniężnej – powoduje z reguły utrwalenie się

wyższej inflacji i wymaga podjęcia w następnych okresach znacznie bardziej restrykcyjnej polityki pieniężnej, powodującej relatywnie silne spowolnienie tempa wzrostu gospodarczego.

- Po piąte, znaczna część wstrząsów podaźowych ma charakter przejściowy i niewielką skalę, w związku z czym nie ma potrzeby natychmiastowego na nie reagowania.
- Po szóste, ze względu na opóźnienia reakcji produkcji i inflacji na prowadzoną politykę pieniężną wpływa ona w niewielkim stopniu na poziom bieżącej inflacji. Bieżąca decyzja władz monetarnych oddziałuje na zachowanie cen nawet po 8 kwartałach, podobnie jak bieżąca inflacja pozostaje pod wpływem zmian stóp procentowych dokonanych kilka kwartałów wcześniej.
- Po siódme, polityka pieniężna oddziałuje na gospodarkę nie tylko przez zmiany stóp procentowych, ale również przez utrzymanie ich przez pewien czas (kilka miesięcy lub kwartałów) na określonym poziomie, co jest decyzją o istotnych konsekwencjach dla gospodarki, gdyż prowadzi do stopniowego zamykania albo otwierania luki popytowej.
- Po ósme, polityka pieniężna jest prowadzona w warunkach niepewności. Oznacza to, że:
 - a) przy podejmowaniu decyzji konieczne jest uwzględnienie całokształtu dostępnej informacji, a nie tylko wyników projekcji inflacji;
 - b) nie jest możliwe posługiwanie się prostą regułą polityki, która *ex ante* mogłaby być znana uczestnikom rynku oraz
 - c) ukierunkowana na przyszłość polityka pieniężna musi być przedstawiona otoczeniu jako dążenie do zrealizowania celu inflacyjnego w warunkach niepewności, a nie jako sprawowanie ścisłej kontroli nad przebiegiem procesów gospodarczych.
- Po dziewiąte, istotną przesłanką podejmowania decyzji w polityce pieniężnej jest bilans czynników wpływających na prawdopodobieństwo ukształtowania się inflacji powyżej lub poniżej celu.
- Po dziesiąte, przy ocenie restrykcyjności polityki pieniężnej należy brać pod uwagę nie tylko wysokość realnych stóp procentowych, ale także poziom realnego kursu walutowego [Hall, Taylor 2000].

3. Instrumenty polityki pieniężnej

Stopa procentowa. Podstawowym instrumentem polityki pieniężnej jest krótkoterminowa stopa procentowa. Zmiany wysokości stopy procentowej NBP określają kierunek prowadzonej polityki pieniężnej.

Obok stopy referencyjnej NBP, instrumentami polityki pieniężnej są stopy: depozytowa i lombardowa, które wyznaczają dolną i górną granicę pasma wahań stóp procentowych *overnight* na rynku międzybankowym [Założenia... 2005]. Od roku 2003 RPP ustaliła szerokość tego pasma na poziomie 3%, tj. +1,5% ponad stopę

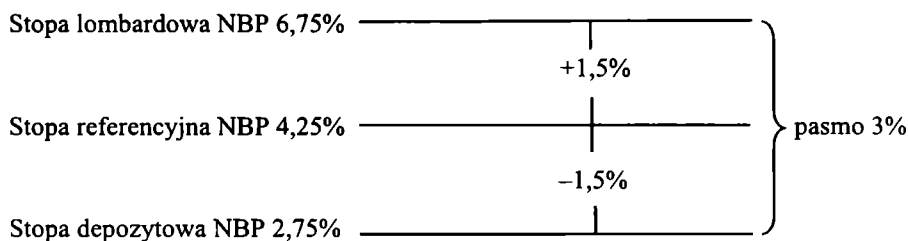
referencyjną dla stopy lombardowej oraz $-1,5\%$ poniżej stopy referencyjnej dla stopy depozytowej. Te stopy definiujemy następująco:

Stopa referencyjna NBP – określa minimalną rentowność podstawowych operacji otwartego rynku dla 7-dniowych bonów pieniężnych NBP, wpływając jednocześnie na poziom oprocentowania lokat międzybankowych o porównywalnym terminie zapadalności.

Stopa lombardowa NBP – wyznacza koszt pozyskania kredytu lombardowego przez banki komercyjne w NBP pod zastaw rządowych papierów wartościowych na 1 dzień (*overnight*).

Stopa depozytowa NBP – wyznacza oprocentowanie depozytu złożonego przez banki komercyjne w NBP na 1 dzień (*overnight*).

W dniu 1 lutego 2006 roku stopa referencyjna NBP wynosiła $4,25\%$, a pasmo wahań stóp procentowych *overnight* przedstawiło się następująco:



W NBP jako instrumentu polityki pieniężnej używa się jeszcze stopy redyskontowej NBP, która wyznacza wzrost pozyskania kredytu przez bank komercyjny w NBP pod zastaw weksli. 1 lutego 2006 roku stopa redyskontowa NBP wynosiła $4,5\%$.

Operacje otwartego rynku są podstawowym instrumentem umożliwiającym utrzymanie krótkoterminowych stóp procentowych na poziomie spójnym z realizacją ustalonego przez RPP celu inflacyjnego. W ramach tego rodzaju operacji NBP może stosować następujący zestaw instrumentów:

1. **Operacje podstawowe** w postaci emisji 7-dniowych bonów pieniężnych NBP. W roku 2006 NBP będzie organizować przetargi na te bony regularnie raz w tygodniu, a ich minimalna rentowność będzie określona wysokością stopy referencyjnej NBP. NBP będzie przeprowadzać te operacje w skali pozwalającej na osiągnięcie równowagi płynnościowej na rynku, a przez to na kształtowanie się stawki WIBOR 1 W (7-dniowej) wokół stopy referencyjnej NBP.
2. **Operacje dostrajające** mogą być podjęte w razie nieoczekiwanej krótkoterminowej zmiany płynności sektora bankowego, prowadzącej do niepożądanych – z punktu widzenia polityki pieniężnej – wahań krótkoterminowych stóp procentowych. Operacje te mogą obejmować:
 - a) operacje absorbujące, np. poprzez emisję bonów pieniężnych NBP,
 - b) operacje zasilające, np. poprzez wykup bonów pieniężnych NBP.

3. **Operacje strukturalne** mające na celu długoterminową zmianę struktury płynności w sektorze bankowym. Gdyby wystąpiła taka konieczność, to NBP może przeprowadzić następujące operacje strukturalne:

- a) emisja obligacji,
- b) przeterminowany wykup obligacji,
- c) zakup i sprzedaż papierów wartościowych na rynku wtórnym.

Rezerwa obowiązkowa ma zapewnić płynność i bezpieczeństwo sektora bankowego i tym samym ograniczyć wahania stóp procentowych NBP. Ewentualne zmiany w systemie rezerwy obowiązkowej będą miały na celu stopniowe zbliżanie tego instrumentu do wymagań Eurosystemu.

Operacje depozytowo-kredytowe. Operacje te są prowadzone z inicjatywy banków komercyjnych. Z punktu widzenia celów NBP i RPP powinny one stabilizować poziom płynności na rynku międzybankowym oraz ograniczać skalę wahań stóp *overnight*. Wśród tego typu operacji wyróżniamy:

1. Depozyt na koniec dnia, który umożliwia bankom komercyjnym lokowanie nadwyżek w NBP na 1 dzień (*overnight*) oprocentowanych według stopy depozytowej NBP.
2. Kredyt lombardowy umożliwia bankom komercyjnym zaciąganie kredytu w NBP w terminie *overnight* pod zastaw papierów wartościowych, oprocentowanego według stopy lombardowej NBP.
3. Kredyt techniczny, udzielany przez NBP bankom komercyjnym, spłacany w ciągu tego samego dnia. Jest on zabezpieczany skarbowymi papierami wartościowymi.

Interwencja walutowa. W gospodarce polskiej zmiany kursu walutowego wywierają istotny wpływ na inflację. Dlatego też duże wahania kursu walutowego mogą utrudnić stabilizację inflacji. Mogą tym samym zaistnieć okoliczności, w których NBP zadecyduje, że dążenie do stabilizowania inflacji wymaga dokonania interwencji na rynku walutowym [*Założenia...* 2004; 2005].

4. Próba oceny skuteczności polityki pieniężnej w Polsce w latach 2004-2006

Polityka pieniężna, oddziałując na gospodarkę poprzez stopy procentowe z opóźnieniem dochodzącym nawet do 8 kwartałów, musi być ostrożna, gdyż odbywa się w warunkach dużej niepewności, wynikającej głównie z dużego prawdopodobieństwa wystąpienia wstrząsów bądź popytowych, bądź podażowych. Dlatego też polityka pieniężna władz monetarnych musi być przejrzysta, cele polityki pieniężnej powinny być czytelne, bo tylko wtedy polityka pieniężna będzie efektywna i będzie stanowić czynnik stabilności gospodarczej.

Przejrzysta polityka banku centralnego niejednokrotnie pozwala rynkom antycypować decyzje władz monetarnych, z wyjątkiem zmian nieoczekiwanych, wywołanych wstrząsami.

Pojawienie się teorii racjonalnych oczekiwań spowodowało, że dzisiaj w literaturze przedmiotu nie dyskutuje się, czy polityka pieniężna ma być przejrzysta, czy nie, lecz jaki powinien być stopień przejrzystości banku centralnego i jego organów jak RPP, jakie powinny być kanały komunikowania się władz monetarnych z otoczeniem, aby decyzje władz monetarnych były zrozumiałe dla rynku i przewidywalne.

Jak w świetle powyższych założeń co do przejrzystości polityki banku centralnego można ocenić skuteczność polskiej polityki pieniężnej w latach 2004-2006?

Można stwierdzić, że chociaż nie udało się sprowadzić stopy inflacji do poziomu inflacji docelowej 2,5%, to udało się ją zmniejszyć z poziomu 10% w 1999 r. do około 1% na początku 2006 roku. Biorąc pod uwagę opóźnienia w reakcji gospodarki na impulsy polityki pieniężnej, można oczekiwać, że w 2007 r. stopa inflacji zakotwiczy się w paśmie dopuszczalnych odchyłeń od bezpośredniego celu inflacyjnego. Polska dotychczas nie była krajem, który funkcjonował w warunkach niskiej inflacji i dlatego też polityka pieniężna na obecnym etapie rozwoju polskiej gospodarki musi być bardzo wyraźna, aby nie doprowadzić do wystąpienia negatywnego zjawiska, jakim jest odbicie inflacji i ponowny wzrost jej stopy. Oznacza to, że w swoich decyzjach władze monetarne nie mogą brać pod uwagę tylko bieżącej stopy inflacji i zdarzeń jednorazowych, lecz muszą w bilansie czynników kształtujących inflację uwzględniać także czynniki krótkookresowe, średniookresowe i niekiedy również długookresowe. Ponadto należy brać pod uwagę zmiany strukturalne, jakie mają miejsce w polskiej gospodarce, szczególnie te, które dotyczą wzrostu znaczenia sektora szeroko pojętych usług we wzroście całej polskiej gospodarki. Nie należy też zapominać o efektach globalizacji oddziałujących na niektóre jej gałęzie.

Obecna faza globalizacji – rozumianej jako postępujące umiędzynarodowienie działalności gospodarczej – różni się od wcześniejszych faz tego procesu. W tej chwili globalizację cechuje:

- rosnąca mobilność kapitału, dóbr i usług;
- postęp techniczny dokonujący się na niespotykaną wcześniej skalę;
- szybciej spadające koszty gospodarczej współpracy z zagranicą, w tym przede wszystkim koszty transportu i łączności;
- postępująca liberalizacja gospodarcza zarówno na poziomie narodowym, jak i ponadnarodowym.

Globalizacja wpłynęłaby również na obniżenie poziomu inflacji zarówno w krajach uprzemysłowionych (USA, Wielka Brytania), jak i w grupie krajów rozwijających się (*emerging markets*). Opublikowany w kwietniu 2006 r. World Economic Outlook przez Międzynarodowy Fundusz Walutowy (MFW) stwierdza, że „globalizacja niewątpliwie przyczyniła się w ostatnich latach do czasowego

wyhamowania inflacji w gospodarkach uprzemysłowionych” [World Economic Outlook 2006]. Międzynarodowy Fundusz Walutowy w swojej kwietniowej prognozie ostrzega jednak, że „w obecnych warunkach globalizacja nie powinna być traktowana jako czynnik ograniczający presję inflacyjną”, gdyż w perspektywie najbliższych kilku lat może ona przyczyniać się do napędzania inflacji w sytuacji, gdy rosnące ceny importu mogą podnosić ogólny poziom cen. Skąd pojawił się taki wniosek w prognozie Międzynarodowego Funduszu Walutowego? Według ekspertów MFW wniosek taki można wyprowadzić stąd, że na świecie równolegle występują dwa zjawiska: po pierwsze, utrzymuje się silny światowy wzrost gospodarczy i po drugie, zmniejszają się w gospodarce światowej wolne moce produkcyjne (*economic slack*). Te dwa fakty mogą – według MFW – spowodować wzrost cen importu i nasilenie się presji inflacyjnej w poszczególnych krajach w efekcie procesów globalizacji. W tym miejscu należy podkreślić, że głównym kanałem wpływu globalizacji na inflację są:

- kanał rynków towarów i usług,
- kanał przepływu kapitału,
- kanał rynku pracy.

Podsumowując powyższe rozważania, należy podkreślić, iż dotychczasowe doświadczenia krajów OECD i innych krajów świata pokazują, że globalizacja wpływa na poziom zjawisk inflacyjnych. Jednakże nie jest to czynnik jedyny i decydujący, bowiem nie mniej ważnymi czynnikami wpływającymi na poziom inflacji w poszczególnych krajach są:

- wzrost niezależności banków centralnych,
- wzrost efektywności gospodarowania poprzez liberalizację kanałów i przepływów kapitałowych oraz wzrost międzynarodowej konkurencyjności,
- wiarygodność polityki pieniężnej prowadzonej przez władze monetarne danego kraju, nazywane często reputacją banku centralnego.

Literatura

- Hall R.E., Taylor J.B., *Makroekonomia*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2000.
- Mishkin F.S., *Inflation Targeting for Emerging-Market Countries*, „American Economic Review” 2000 nr 2.
- Szeląg K., *Strategia jednolitej polityki pieniężnej w strefie euro – kluczowe elementy i zasady*, Materiały i Studia NBP nr 162, Warszawa 2003.
- The Single Monetary Policy in Stage Three: Specification of Operational Frame-work*, European Monetary Institute, Frankfurt am Main 1997, January.
- World Economic Outlook, International Monetary Fund, Washington 2006, April.
- Założenia polityki pieniężnej na rok 2005*, NBP – Rada Polityki Pieniężnej, Warszawa, wrzesień 2004.
- Założenia polityki pieniężnej na rok 2006*, NBP – Rada Polityki Pieniężnej, Warszawa, wrzesień 2005.

ATTEMPT OF ASSESSMENT OF EFFECTIVE MONETARY POLICY IN POLAND

Summary

The aim of this paper is to present monetary policy making and to attempt an assessment of effective monetary policy in Poland. The author discusses strategy of Direct Inflation Targeting (DIT) by National Bank of Poland (NBP) and its instruments ruled by Monetary Policy Council (MPC). In the final part of the paper the author assesses the influence of external and internal factors on level of inflation in Poland between 2004 and 2006.