

Mgr Katarzyna Bator-Kędra

Katedra Teorii Ekonomii

Uniwersytetu Rzeszowskiego

Polityka monetarna w Polsce w kształtowaniu długookresowej stopy wzrostu gospodarczego

WSTĘP

W 2004 roku kończy się okres urzędowania Rady Polityki Pieniężnej I kadencji, która z nawiązką wypełnia postawione przed nią 5 lat temu najważniejsze zadania. Inflację mamy na europejskim poziomie, dzięki czemu większym zaufaniem obdarzana jest złotówka. Wśród ekonomistów obecnie powszechna jest opinia o silnym pieniądzu będącym warunkiem wzrostu gospodarczego. Jednak stworzenie takiego pieniądza, co pokazuje praktyka, często pociąga za sobą koszty, które społeczeństwo nie zawsze gotowe jest ponieść. Ponadto prowadzenie polityki monetarnej jest swego rodzaju sztuką, łączy elementy czysto teoretyczne z aspektami wymykającymi się formalnemu opisowi:

„...Central banking in practice is as much art as science. Nonetheless, while practicing this dark art, I have always found the science quite useful”¹.

Alan S. Blinder

(profesor ekonomii na Princeton University, w latach 1994–1996 wiceprezes Fed)

„...Bankowość centralna w praktyce jest w takim samym stopniu sztuką, co nauką. Niemniej jednak, uprawiając tę czarną magię, nauka zawsze była mi przydatna”.

Gospodarka polska i sytuacja ekonomiczna kraju na przestrzeni minionej dekady są modelowym przykładem rozdźwięku między bieżącym dobrobytem społecznym a budową podstaw przyszłego rozwoju gospodarczego. Gorliwa walka z inflacją – cel strategiczny działalności NBP – wobec pogarszającej się sytuacji ekonomicznej kraju, jest powodem oskarżeń RPP przez różne grupy interesów. Motto NBP:

„Podstawą zdrowego rozwoju życia gospodarczego oraz siły finansowej państwa jest zdrowa i silna waluta. W celu jej stworzenia i zachowania całe społeczeństwo musi ponosić znaczne ofiary.” Władysław Grabski (1874–1938)

¹ C. Richard, J. Gali, M. Gertler, *The science of monetary policy: a New Keynesian perspective*, „Journal of Economic Literature”, t. XXXVII, 1999, s. 1661.

sugeruje postawę twardą, nieprzejednaną, nie zważającą na społeczne koszty czy oczekiwania. Sztuka polega właśnie na tym, żeby zachować równowagę między kosztami walki z inflacją a korzyściami z jej obniżenia².

POLITYKA MONETARNA W POLSCE W LATACH 1990–2003

Do 1989 roku rola polskiego banku centralnego w kształtowaniu warunków gospodarczych sprowadzała się do tzw. finansowania pod plan w dobie socjalistycznej, a polityka pieniężna miała znaczenie marginalne. W tym roku weszła w życie Ustawa o Narodowym Banku Polskim, która określała „umacnianie pieniądza polskiego” jako cel działalności polskiego banku centralnego (co oznaczało walkę z inflacją).

Najpierw miały miejsce zmiany najbardziej podstawowe – wprowadzona została dodatnia realna stopa procentowa. Ujemne realne stopy procentowe sprzyjające rosnącemu popytowi na pieniądź, występowały od połowy lat siedemdziesiątych. Dokonane podwyżki z początku lat 90. okazały się mało efektywne i ujemne realne stopy procentowe utrzymywały się do 1993 roku. W tym też roku podstawowym instrumentem NBP stały się operacje otwartego rynku.

Ideą polityki monetarnej omawianego okresu było, aby wzrost podaży pieniądza wynikał z potrzeb rozwijającej się gospodarki nie dopuszczając do zatorów płatniczych³. Pierwszy okres transformacji ustrojowej w Polsce charakteryzował się spektakularnymi zmianami, które sprawiły, że sposób prowadzenia polityki pieniężnej musiał być do nich dostosowany. Realizacja przyjętych celów była rokrocznie bardzo trudna. Wynikało to m.in. z wysokiej niepewności co do istniejących w gospodarce powiązań przyczynowo-skutkowych i błędów w ocenie efektywności instrumentów polityki monetarnej.

Tabela 1

Źródła kreacji podaży pieniądza w latach 1990–1998

Źródła podaży pieniądza (%)	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
Razem	100	100	100	100	100	100	100	100	100
Aktywa zagraniczne netto	46,0	-2,7	25,9	15,5	32,9	58,7	29,9	38,6	30,3
Zadłużenie netto budżetu państwa	-12,3	36,9	48,3	47,0	37,3	3,4	12,8	12,2	13,5
Kredyt dla sektora niefinansowego	66,2	65,8	25,8	35,4	29,9	37,9	57,3	49,2	68,0

Źródło: NBP.

² A. Urbańska, *Polityka monetarna: współczesna teoria i analiza empiryczna dla Polski*, [w:] „Materiały i Studia”, zeszyt nr 148, NBP, Warszawa 2002, s. 7.

³ Tamże, s. 21.

Ponadto osiągnięcie celów monetarnych i jednocześnie podtrzymywanie stałego kursu walutowego było w zasadzie niemożliwe. Istotnym źródłem kreacji podaży pieniądza w latach 1990–1995 były bowiem zmiany aktywów zagranicznych netto wynikające z interwencji podejmowanych w celu podtrzymania kursu centralnego (odpowiednie dane przedstawia tabela 1). Ciągłe interwencje powodowały wzrost rezerw walutowych, wzrost płynności w krajowym sektorze bankowym i wzrost agregatów pieniężnych ponad poziom wymagany dla obniżenia inflacji do zakładanego poziomu. Trudności te wynikały z faktu, że NBP starał się realizować jednocześnie dwa różne cele: utrzymanie kursu walutowego w ramach określonego pasma wahań oraz kontrolę wzrostu agregatów pieniężnych w celu obniżenia inflacji. Jednakże w warunkach swobody przepływu kapitałów jednoczesna realizacja obu celów jest niemożliwa (jest to „niemożliwa trójca” – *impossible trinity*)⁴. W rezultacie NBP skutecznie bronił poziomu kursu, ale musiał w praktyce rezygnować z osiągnięcia celu inflacyjnego.

Realizację przyjętych celów monetarnych utrudniały także uwarunkowania prawne. Podstawowym dokumentem określającym najważniejsze parametry polityki pieniężnej na dany rok były „Założenia polityki pieniężnej”. NBP przedkładał jedynie projekt dokumentu, natomiast na ostateczny kształt wpływ miał rząd, a przede wszystkim Sejm, który przyjmował go w formie uchwały. Parlament miał więc możliwość bezpośredniego oddziaływania na ustalanie krótkookresowych celów polityki monetarnej. To minister finansów w projekcie ustawy budżetowej decydował o planowanym poziomie inflacji, determinując tym samym oficjalny cel inflacyjny na nadchodzący rok, a w interesie rządu było ustalenie go poniżej możliwego do osiągnięcia⁵. Wyższy od planowanego poziom inflacji oznaczał bowiem wyższe nominalne przychody podatkowe budżetu i łatwiejszą realizację ustawy budżetowej⁶.

Ponadto NBP miał duże trudności w wywieraniu wpływu na poziom akcji kredytowej banków. Nadpłynność sektora bankowego oraz dodatnie realne stopy procentowe do końca 1993 roku sprawiły, że podwyżki stóp refinansowych NBP nie przekładały się na podwyżki stóp w bankach komercyjnych. Dlatego też ekspansja kredytowa w latach 1996 i 1997, wynikająca z wysokiej dynamiki popytu krajowego, nie mogła być skutecznie ograniczana.

Dodatkowym utrudnieniem skutecznej polityki monetarnej było to, że inflacja w okresie transformacji od gospodarki centralnie planowanej do rynkowej

⁴ Zob. szerzej D. K. Rosati, *Polityka kursu złotego w Polsce*, Poznań 2001, Wydawnictwo Wyższej Szkoły Bankowej, s. 18.

⁵ P. Szpunar, *Polityka pieniężna. Cele i warunki skuteczności*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2000, s. 212.

⁶ J. Osiński, *Polityka pieniężna Narodowego Banku Polskiego w okresie 1993–1997*, „Bank i Kredyt”, lipiec–sierpień 1999, s. 52.

była po części wynikiem zjawisk niemonetarnych, np. urynkowania cen, i w tym zakresie nie mogła być kontrolowana oraz duża zmienność udziału poszczególnych źródeł kreacji podaży pieniądza w zmianach jej wielkości (tabela 1).

Jak wspomniano wyżej, obok kontroli podaży pieniądza najistotniejszym elementem polityki monetarnej w latach 1990–1998 była kontrola kursu walutowego. Zamrożenie kursu złotego z dniem 1 stycznia 1990 roku na poziomie 9500 złotych za dolara amerykańskiego uczyniło z niego tzw. nominalną kotwicę antyinflacyjną. Zahamowało to ucieczkę od złotego powodowaną oczekiwaniami inflacyjnymi.

Podsumowując podstawowym celem NBP w analizowanym okresie była stabilizacja sytuacji gospodarczej, co umożliwiało utrzymanie spadkowej tendencji inflacji, a wykorzystywanym narzędziem były odpowiednie dostosowania kursu walutowego i stóp procentowych⁷.

Istotnym krokiem na drodze do budowania właściwej polityki monetarnej było jej wyłączenie w 1998 roku spod władzy rządu i nadanie NBP pełnej niezależności decyzyjno-wykonawczej. Podstawą prawną tego wydarzenia była Ustawa o Narodowym Banku Polskim, która określała, że „podstawowym celem działalności NBP jest utrzymywanie stabilnego poziomu cen, przy jednoczesnym wspieraniu polityki gospodarczej rządu, o ile nie ogranicza to podstawowego celu NBP”. Istotne znaczenie miało powołanie nowego organu – Rady Polityki Pieniężnej, odpowiedzialnego za coroczne ustalanie założeń polityki monetarnej. Pierwsze spotkanie RPP przyniosło wprowadzenie nowej strategii – bezpośredniego celu inflacyjnego (BCI), której zaletą jest elastyczność doboru zestawu instrumentów polityki pieniężnej. Za podstawowy sposób realizacji polityki monetarnej przyjęto oddziaływanie na krótkookresowe stopy procentowe na rynku międzybankowym. Stopą referencyjną NBP ogłoszono minimalną stopę rentowności 28-dniowych bonów pieniężnych, a za podstawowy instrument oddziaływania NBP na system bankowy przyjęto 28-dniowe operacje otwartego rynku.

Rok 1998 był pierwszym od początku procesu transformacji, w którym inflacja w Polsce osiągnęła wartość jednocyfrową – 8,6% (grudzień 1998 roku w porównaniu z grudniem 1997 roku) wobec zakładanych 9,5%. Na wynik taki obok polityki pieniężnej wpływ miały szoki zewnętrzne, takie jak: spadek cen surowców na rynkach światowych i tendencje deflacyjne w gospodarce światowej w wyniku serii kryzysów finansowych w krajach określanych mianem rynków wschodzących. Potwierdzało to, że sytuacja gospodarcza w Polsce była w coraz większym stopniu zależna od przebiegu zjawisk ekonomicznych u głównych partnerów gospodarczych. Kryzys rosyjski np. wpłynął na istotne ograniczenie

⁷ P. Szpunar, *Polityka pieniężna...*, wyd. cyt., s. 24.

eksportu do krajów byłego Związku Radzieckiego i powstanie nadwyżki podaży na rynku żywności, a wraz z tym spadku cen żywności na rynku krajowym.

Najistotniejszym wyzwaniem dla polityki monetarnej w tym roku była kontynuacja działań mających na celu zmniejszenie dysproporcji między wzrostem popytu krajowego a krajową podażą, będącej źródłem presji inflacyjnej i powiększania się deficytu obrotów bieżących bilansu płatniczego.

Na początku 1998 roku spodziewano się wzrostu oczekiwań inflacyjnych w wyniku planowanej kumulacji podwyżek cen regulowanych. Aby temu zapobiec Rada Polityki Pieniężnej postanowiła, że z dniem 26 lutego stopa operacji otwartego rynku nie spadnie poniżej poziomu 24%⁸. Pozostałe stopy procentowe, tj. stopę lombardową i redyskonta weksli, utrzymano na dotychczasowym poziomie – odpowiednio 27% i 24,5%.

W drugim kwartale 1998 roku zaistniały natomiast warunki dogodne do obniżki stóp procentowych: zmniejszała się inflacja i dynamika kredytów w wyrażeniu nominalnym, spadało także tempo wzrostu popytu krajowego. Przy stosunkowo wysokim popycie na polski eksport zmniejszył się deficyt obrotów bieżących⁹. Do przyspieszenia procesu dezinflacji przyczyniło się również osłabienie popytu zewnętrznego spowodowane kryzysem w Rosji.

Ogółem w ciągu 1998 roku oprocentowanie kredytu lombardowego obniżono o 7 pkt proc. (do 20%), stopę redyskonta weksli o 6,25 pkt (do 18,25%), stopę 28-dniowych operacji otwartego rynku o 8,5 pkt proc., a stopę referencyjną o 8,5 pkt proc. (do 15,5%). W tym czasie tempo wzrostu cen towarów i usług konsumpcyjnych spadło z 13,2% do 8,6%.

Rok 1999 był dla odmiany pierwszym od początku okresu transformacji, w którym inflacja w porównaniu z ubiegłym rokiem wykazała tendencję zwyżkową. Przyjęty cel inflacyjny, określany jako przedział 6,6–7,8%, został wyraźnie przestrzelony przy rocznej inflacji na koniec grudnia 1999 roku wynoszącej 9,8%.

Rezultat taki był skutkiem zwiększenia dynamiki popytu krajowego w wyniku rozluźnienia polityki monetarnej oraz wynikiem utrzymującej się silnej presji kosztowej. Złożyły się na nią: wzrost cen ropy naftowej na rynkach światowych, wzrost podatku akcyzowego, deprecjacja złotego, a także utrzymywanie się oligopolistycznej sytuacji w sektorze naftowym na polskim rynku.

Rada na początku roku obniżyła stopy procentowe na podstawie oczekiwań restrykcyjnej polityki fiskalnej. Z dniem 21 stycznia 1999 roku stopa kredytu lombardowego została obniżona do 17%, stopa redyskonta weksli do 15,5%,

⁸ *Sprawozdanie z wykonania założeń polityki pieniężnej w 1998 r.*, s. 27, Narodowy Bank Polski, Rada Polityki Pieniężnej, www.nbp.pl.

⁹ Tamże, s. 28.

a stopa referencyjna do 13%¹⁰. Rzeczywisty przebieg procesów gospodarczych okazał się inny niż zakładała RPP. W drugiej połowie roku inflacja zaczęła stosunkowo szybko rosnać przede wszystkim z powodu wzrostu cen paliw i żywności. Gwałtownie wzrosły ceny ropy naftowej na rynkach światowych, a równocześnie ze względu na kłopoty finansowe budżetu wprowadzono wyższe niż powszechnie zakładano podwyżki akcyzy na paliwa. Wobec wysokiego stopnia monopolizacji rynku paliw, ten wzrost akcyzy przełożył się na silny wzrost cen detalicznych paliw. Zwiększył się ponadto zakres ochrony rynku żywności i surowców dla przemysłu spożywczego. Podniesiono niektóre stawki celne, wprowadzono kontyngenty ilościowe oraz zwiększono skalę interwencji na rynku rolnym. Działania te nałożyły się na gorszy niż w poprzednim roku urodzaj i w rezultacie ceny żywności zaczęły rosnać szybciej niż ogólny wskaźnik inflacji.

W 1999 roku nie zrealizowano założonego stopnia restrykcyjności polityki fiskalnej. Deficyt sektora finansów publicznych znacznie przekroczył zakładany poziom. W ten sposób polityka fiskalna stała się znacznym źródłem kreacji popytu konsumpcyjnego. W tych warunkach polityka pieniężna okazała się zbyt mało restrykcyjna, a jej zaostrzenie nastąpiło w drugiej połowie roku. 23 września podniesiono stopę referencyjną o 1 pkt proc., a z dniem 18 listopada podniesiono również stopę lombardową i redyskonta weksli, odpowiednio do poziomu 20,5% i 19%, czyli o 3,5 pkt proc. i ponownie stopę referencyjną do 16,5%, tzn. o 2,5 pkt proc. Ze względu na istotne opóźnienia w mechanizmie transmisji monetarnej, zaostrzenie polityki pieniężnej nie mogło już spowodować obniżenia rocznego wskaźnika inflacji do zakładanego na ten rok.

Kontynuacja trwającego od drugiej połowy 1999 roku wzrostu inflacji stworzyła bardzo trudne warunki dla realizacji celu inflacyjnego w 2000 roku. Realizowana od IV kwartału 1999 roku restrykcyjna polityka monetarna (w wyniku której popyt krajowy powiększał się już wolniej od PKB), kontynuowana była również w 2000 roku, co oficjalnie ogłosiła RPP w lutym tego roku.

W omawianym roku RPP dwukrotnie podnosiła stopy procentowe (zobacz tabela 2).

Podwyżki stóp procentowych stopniowo przynosiły oczekiwane skutki. Od sierpnia 2000 roku inflacja zaczęła wyraźnie spadać i w ostatnich trzech miesiącach roku powróciła do poziomu jednocyfrowego, zwiększając znacznie prawdopodobieństwo realizacji celu inflacyjnego w roku 2001. Do końca 2000 roku tempo wzrostu cen towarów i usług konsumpcyjnych obniżyło się do 8,5%,

¹⁰ *Sprawozdanie z wykonania założeń polityki pieniężnej w 1999 r.*, s. 29, Narodowy Bank Polski, Rada Polityki Pieniężnej, www.nbp.pl.

a cel inflacyjny założony na grudzień (5,4–6,8%) osiągnięty został dwa miesiące później – w lutym 2001 roku¹¹.

Tabela 2

Kalendarium decyzji z zakresu polityki stopy procentowej w 2000 roku

Data	Decyzja
24 lutego	Podniesienie stopy oprocentowania kredytu lombardowego z 20,5% do 21,5%. Podniesienie stopy redyskonta weksli z 19% do 20%. Podniesienie minimalnej stopy rentowności 28-dniowych operacji otwartego rynku z 16,5% do 17,5% w skali roku.
31 sierpnia	Podniesienie stopy oprocentowania kredytu lombardowego z 21,5% do 23%. Podniesienie stopy redyskonta weksli z 20% do 21,5% Podniesienie minimalnej stopy rentowności 28-dniowych operacji otwartego rynku z 17,5% do 19% w skali roku.
20 grudnia	Zmiana nastawienia w polityce pieniężnej z restrykcyjnego na neutralne.

Źródło: *Sprawozdanie z wykonania założeń polityki pieniężnej w 2000 r.*, s. 16, Narodowy Bank Polski, Rada Polityki Pieniężnej, www.nbp.pl.

Najistotniejszym elementem polityki monetarnej w roku 2000 było jednak zakończenie procesu uelastyczniania mechanizmu kursowego. Miało to na celu zwiększenie skuteczności polityki stóp procentowych. 11 kwietnia 2000 roku wprowadzony został płynny kurs złotego wobec walut obcych. NBP stracił możliwość oddziaływania na gospodarkę przy pomocy bezpośredniego wpływu na kurs walutowy. Jedynym instrumentem stały się interwencje na rynku walutowym (skup lub sprzedaż walut), jednak ze względu na wysokie koszty i ograniczoną skuteczność nie były one stosowane. Wprowadzenie systemu płynnego kursu walutowego zwiększyło autonomię polityki stóp procentowych. Interwencje NBP na rynku walutowym, podejmowane dla utrzymania kursu w pożądanym przedziale, powodowały bowiem dodatkową kreację pieniądza. W rezultacie rosła płynność w systemie bankowym, co osłabiało oddziaływanie banku centralnego na stopy procentowe w bankach komercyjnych.

W roku 2000 ograniczona została dynamika popytu krajowego, co spowodowało poprawę nierównowagi zewnętrznej i zmniejszenie się deficytu na rachunku obrotów bieżących. Dynamika popytu krajowego wolniejsza od dynamiki PKB spowodowała, iż od II kwartału 2000 roku deficyt obrotów bieżących w relacji do PKB zaczął się zmniejszać.

Wyraźna tendencja spadkowa inflacji w drugiej połowie roku 2000 została utrzymana w ciągu roku 2001. Inflacja na koniec roku ukształtowała się wyraź-

¹¹ *Sprawozdanie z wykonania założeń polityki pieniężnej w 2000 r.*, s. 15, Narodowy Bank Polski, Rada Polityki Pieniężnej, www.nbp.pl.

nie poniżej wyznaczonego przedziału celu 6–8% wynosząc 3,6%. Na ukształtowanie się inflacji o 2,4 pkt proc. poniżej dolnej granicy przedziału krótkoterminowego celu inflacyjnego, złożyło się zarówno oddziaływanie czynników natury podażowej (korzystna sytuacja na rynku paliw i żywności), jak i popytowej (spowolnienie tempa wzrostu popytu zewnętrznego i spadek krajowej absorpcji). Obniżeniu tempa wzrostu cen w 2001 roku sprzyjał również wzrost wartości złotego¹². Ponieważ spadek dynamiki inflacji i wzrostu gospodarczego okazał się głębszy i bardziej trwały niż powszechnie przypuszczano, RPP rozpoczęła w lutym 2001 roku proces obniżania stóp procentowych NBP. W sumie

Tabela 3

Decyzje Rady Polityki Pieniężnej dotyczące zmian oficjalnych stóp procentowych w 2001 r.

Data	Decyzja
28 lutego	Obniżenie minimalnej stopy rentowności 28-dniowych operacji otwartego rynku z 19% do 18% w skali roku Obniżenie stopy oprocentowania kredytu lombardowego z 23% do 22% Obniżenie stopy redyskonta weksli z 21,5% do 20,5%
28 marca	Obniżenie minimalnej stopy rentowności 28-dniowych operacji otwartego rynku z 18% do 17% w skali roku Obniżenie stopy oprocentowania kredytu lombardowego z 22% do 21% Obniżenie stopy redyskonta weksli z 20,5% do 19,5%
27 marca	Obniżenie minimalnej stopy rentowności 28-dniowych operacji otwartego rynku z 17% do 15,5% w skali roku Obniżenie stopy oprocentowania kredytu lombardowego z 21% do 19,5% Obniżenie stopy redyskonta weksli z 19,5% do 18%
22 sierpnia	Obniżenie minimalnej stopy rentowności 28-dniowych operacji otwartego rynku z 15,5% do 14,5% w skali roku Obniżenie stopy oprocentowania kredytu lombardowego z 19,5% do 18,5% Obniżenie stopy redyskonta weksli z 18% do 17%
26 października	Obniżenie minimalnej stopy rentowności 28-dniowych operacji otwartego rynku z 14,5% do 13% w skali roku Obniżenie stopy oprocentowania kredytu lombardowego z 18,5% do 17% Obniżenie stopy redyskonta weksli z 17% do 15,5%
28 listopada	Obniżenie minimalnej stopy rentowności 28-dniowych operacji otwartego rynku z 13% do 11,5% w skali roku Obniżenie stopy oprocentowania kredytu lombardowego z 17% do 15,5% Obniżenie stopy redyskonta weksli z 15,5% do 14% Wprowadzenie stopy depozytowej (7,5%)

Źródło: *Sprawozdanie z wykonania założeń polityki pieniężnej w 2001 r.*, s. 22, Narodowy Bank Polski, Rada Polityki Pieniężnej, www.nbp.pl.

¹² *Sprawozdanie z wykonania założeń polityki pieniężnej w 2001 r.*, s. 3, Narodowy Bank Polski, Rada Polityki Pieniężnej, www.nbp.pl

w roku tym dokonano sześciu obniżek – stopa rentowności 28-dniowych operacji otwartego rynku obniżona została z 19% do 11,5%, stopa lombardowa z 23% do 15,5%, stopa redyskontowa z 21,5% do 14% (zobacz tabela 3).

Rok ten charakteryzował się korzystnymi z punktu widzenia utrzymywania się niskiej inflacji warunkami ekonomicznymi. Niski poziom aktywności gospodarczej, pogarszające się prognozy wzrostu gospodarczego na świecie oraz rosnące bezrobocie i pogarszający się wraz z nim poziom dochodów ludności nie wskazywały na odwrócenie trendu malejącej inflacji. Mimo powyższych uwarunkowań zachowano ostrożność w zmniejszaniu stopnia restrykcyjności polityki pieniężnej mając na uwadze cel inflacyjny. W ocenie większości członków Rady groziłoby to bowiem ponownym wzrostem inflacji i koniecznością ponoszenia dodatkowych kosztów jej obniżania w następnych latach. Ostrożność w zmniejszaniu stopnia restrykcyjności polityki pieniężnej wynikała także z sytuacji finansów publicznych. Szybki wzrost wydatków budżetowych w warunkach słabnącego tempa wzrostu gospodarczego doprowadził do gwałtownego zwiększenia deficytu budżetowego, który (przy malejących przychodach z prywatyzacji) finansowany był przede wszystkim poprzez wzrost zadłużenia budżetu w systemie bankowym. Był to główny czynnik kreacji pieniądza w 2001 roku powodujący, że tempo wzrostu podaży pieniądza znacznie przekraczało dynamikę nominalnego produktu krajowego brutto¹³.

Łagodna polityka pieniężna kontynuowana była zarówno w roku 2002, jak i w początku 2003 roku. Roczna stopa inflacji w 2002 roku wyniosła 0,8%, znacznie poniżej przyjętych 5% (dynamikę cen towarów i usług konsumpcyjnych w omawianych latach 1998–2002 zawiera tabela 4). Wpływ na to miały w głównej mierze nieprzewidziane czynniki, leżące poza zakresem polityki pieniężnej m.in. spadek cen produktów rolnych, niższy od planowanego wzrost cen kontrolowanych m.in. w wyniku nieoczekiwanej obniżki akcyzy na wyroby spirytusowe, pogarszające się perspektywy ożywienia gospodarczego u głównych partnerów handlowych Polski. RPP ośmiokrotnie obniżyła podstawowe stopy NBP. W rezultacie stopa referencyjna, stanowiąca minimalną stopę rentowności operacji otwartego rynku, została obniżona z 11,5% w grudniu 2001 roku do 6,75% w grudniu 2002 roku¹⁴. Natomiast w 2003 roku stopa referencyjna spadła z 6,75% do 5,25% (ostatnia obniżka miała miejsce 26 czerwca 2003 roku), a dwunastomiesięczny wskaźnik cen towarów i usług konsumpcyjnych w I kwartale 2003 roku utrzymywał się na niskim poziomie 0,5–0,6%. Ponieważ według wszelkich dostępnych danych i prognoz osiągnięty zostanie średniookre-

¹³ *Sprawozdanie z wykonania założeń polityki pieniężnej w 2001 r.*, s. 4, Narodowy Bank Polski, Rada Polityki Pieniężnej, www.nbp.pl

¹⁴ *Sprawozdanie z wykonania założeń polityki pieniężnej w 2002 r.*, s. 15, Narodowy Bank Polski, Rada Polityki Pieniężnej, www.nbp.pl

sowy cel polityki pieniężnej wyznaczony przez Radę Polityki Pieniężnej w 1998 roku (stopa inflacji mierzona indeksem cen towarów i usług konsumpcyjnych ukształtuje się poniżej 4%), w lutym 2003 roku RPP przyjęła Strategię polityki pieniężnej po 2003 roku, przedstawiając w niej koncepcję prowadzenia polityki pieniężnej w najbliższych latach. Według tej strategii, od stycznia 2004 roku będzie realizowany ciągły cel inflacyjny na poziomie 2,5% w ujęciu rok do roku, z dopuszczalnym przedziałem wahań ± 1 punkt procentowy. Oznacza to, iż od początku 2004 roku realizacja celu inflacyjnego nie będzie, jak dotychczas weryfikowana w grudniu, lecz w ciągu 2004 roku i kolejnych lat. Wyznaczenie celu ciągłego było możliwe dzięki obniżeniu inflacji i oznacza prowadzenie polityki stabilizowania inflacji na niskim poziomie¹⁵.

Tabela 4

Dynamika cen towarów i usług konsumpcyjnych w latach 1998–2001

	1998 XII	1999 XII	2000 XII	2001 XII	2002 XII
	Analogiczny okres roku poprzedniego = 100				
Wzrost cen towarów i usług konsumpcyjnych	108,6	109,8	108,5	103,6	100,8

Źródło: *Raport o inflacji w I kwartale 2003 roku*, s. 37, Narodowy Bank Polski, Rada Polityki Pieniężnej, Warszawa, czerwiec 2003, www.nbp.pl.

PODSUMOWANIE

W długim okresie polityka pieniężna przyczynia się do zwiększenia wzrostu gospodarczego poprzez utrzymywanie niskiej, stabilnej inflacji. Zdaniem ekonomistów, stabilny pieniądz należy traktować jako dobro publiczne, jako gwarancję zaufania do systemu finansowego państwa. Niska inflacja jest na dłuższą metę podstawowym warunkiem wzrostu gospodarczego i dobrobytu. Kiedy ceny są stabilne, istnieje możliwość przewidzenia efektów planowanych przedsięwzięć inwestycyjnych, wydłuża się horyzont podejmowania decyzji, rośnie skłonność do oszczędzania, bo pieniądz lepiej spełnia swoją funkcję przechowywania wartości w czasie. Działalność Rady istotnie przyczyniła się do ograniczenia nierównowagi zewnętrznej, której szybki wzrost mógł stać się powodem wybuchu kryzysu walutowego. Udało się również z powodzeniem przeprowadzić operację uwolnienia kursu złotego oraz zapobiec konieczności interwencji walutowych. Ocena efektów polityki monetarnej nie może obyć się

¹⁵ *Założenia polityki pieniężnej na 2004 rok*, s. 2, Narodowy Bank Polski, Rada Polityki Pieniężnej, Warszawa wrzesień 2003, www.nbp.pl.

bez postawienia kilku pytań. Tym, które pojawia się najczęściej jest pytanie o koszt dezinflacji. Oczywiście jest, że w Polsce niska inflacja osiągnięta została kosztem spowolnienia wzrostu gospodarczego. Tabela 4 przedstawia dynamikę PKB i popytu krajowego w latach 1996–2002. Z przedstawionych danych wynika, że restrykcyjna polityka pieniężna zapoczątkowana w 1999 roku przyczyniła się znacząco do zahamowania tempa wzrostu gospodarczego.

Do roku 2000 tempo wzrostu gospodarczego było duże – przekraczało 4% rocznie. Restrykcje pieniężne w 1999 roku spowodowały, że spadło ono do 1,0% w 2001 roku. Po okresie spowolnienia gospodarczego w latach 2001–2002 nastąpiła poprawa koniunktury w 2003 roku, głównie na skutek szybkiego wzrostu eksportu oraz stopniowej poprawy aktywności inwestycyjnej. NBP szacuje, że w 2003 roku PKB zwiększył się realnie o 3–3,5%¹⁶. Spadek inflacji do poziomu krajów rozwiniętych oraz zdecydowane zmniejszenie deficytu w rachunku obrotów bieżących bilansu płatniczego umożliwiły stopniowe zmniejszenie restrykcyjności polityki pieniężnej. W efekcie od marca 2001 roku, kiedy został zainicjowany cykl obniżek, do czerwca 2003 roku NBP obniżył stopę referencyjną o 13,75 pkt proc. z 19% do 5,25%¹⁷.

Tabela 5

PKB i popyt krajowy w latach 1996–2002

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
	Poprzedni rok = 100, ceny stałe						
PKB	106,0	106,8	104,8	104,1	104,0	101,0	101,4
Popyt krajowy	109,7	109,2	106,4	104,8	102,8	98,0	100,9
Eksport	112,0	112,2	114,3	97,4	123,2	103,1	108
Import	128,0	121,4	118,5	101,0	115,6	94,7	106
	W % PKB, w cenach bieżących						
Popyt krajowy	101,6	104,3	105,2	106,4	106,6	103,7	103,4
Eksport netto	-1,6	-4,3	-5,2	-6,4	-6,9	-3,7	-3,4

Źródło: *Raport o inflacji w I kwartale 2003 roku*, s. 8, Narodowy Bank Polski, Rada Polityki Pieniężnej, Warszawa, czerwiec 2003, www.nbp.pl.

Podsumowując, wielce prawdopodobne jest, a nawet pewne, że na obniżenie tempa wzrostu gospodarczego wpływ miała zbyt restrykcyjna polityka pieniężna – zbyt gwałtowne i częste podwyższanie stóp procentowych, które sprawiło, że w Polsce utrzymują się one na bardzo wysokim poziomie (w UE 2,75%,

¹⁶ Tamże, s. 5.

¹⁷ Tamże, s. 5.

w Polsce 5,25%, w Japonii 0,1%, w USA 2,0%). Ale nie była to jedyna przyczyna zahamowania tempa wzrostu gospodarczego. Kryzys gospodarczy w Niemczech, wyczerpanie w 1997 roku tzw. ukrytych rezerw wzrostu gospodarczego (w 1989 roku ujawniły się ukryte rezerwy w zakresie popytu wewnętrznego – każdy chciał mieć dobra dotychczas niedostępne, rosnąca konsumpcja napędzała wzrost gospodarczy), zahamowanie prywatyzacji po 1999 roku w znaczącym stopniu przyczyniły się do spowolnienia tempa wzrostu gospodarczego w Polsce.

Restrykcyjna polityka monetarna schładzająca gospodarkę była konieczna. Alternatywą dla tej polityki było schłodzenie gospodarki przez rynki finansowe (a to wiązałoby się z jeszcze większymi kosztami). Pozostaje jednak pytanie, czy tak duże wyhamowanie dynamiki popytu krajowego i w konsekwencji dynamiki PKB było niezbędne dla realizacji celów inflacyjnych, a skala restrykcyjności polityki monetarnej oraz jej negatywny wpływ na realną sferę gospodarki pozostanie z pewnością na długi czas kwestią sporów i dyskusji.

LITERATURA

- Osiński J., *Polityka pieniężna Narodowego Banku Polskiego w okresie 1993–1997*, Bank i Kredyt, lipiec–sierpień 1999.
- Raport o inflacji w I kwartale 2003 roku*, Narodowy Bank Polski, Rada Polityki Pieniężnej, Warszawa, czerwiec 2003, www.nbp.pl.
- Richard C., Gali J., Gertler M., *The science of monetary policy: a New Keynesian perspective*, „Journal of Economic Literature”, t. XXXVII, 1999.
- Rosati D.K., *Polityka kursu złotego w Polsce*, Poznań 2001, Wydawnictwo Wyższej Szkoły Bankowej.
- Sprawozdanie z wykonania założeń polityki pieniężnej w 1998 r.*, Narodowy Bank Polski, Rada Polityki Pieniężnej, www.nbp.pl.
- Sprawozdanie z wykonania założeń polityki pieniężnej w 1999 r.*, Narodowy Bank Polski, Rada Polityki Pieniężnej, www.nbp.pl.
- Sprawozdanie z wykonania założeń polityki pieniężnej w 2000 r.*, Narodowy Bank Polski, Rada Polityki Pieniężnej, www.nbp.pl.
- Sprawozdanie z wykonania założeń polityki pieniężnej w 2001 r.*, Narodowy Bank Polski, Rada Polityki Pieniężnej, www.nbp.pl.
- Sprawozdanie z wykonania założeń polityki pieniężnej w 2002 r.*, Narodowy Bank Polski, Rada Polityki Pieniężnej, www.nbp.pl.
- P. Szpunar, *Polityka pieniężna. Cele i warunki skuteczności*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2000.
- Urbańska A., *Polityka monetarna: współczesna teoria i analiza empiryczna dla Polski*, [w:] „Materiały i Studia”, zeszyt nr 148, NBP, Warszawa 2002.
- Założenia polityki pieniężnej na 2004 rok*, Narodowy Bank Polski, Rada Polityki Pieniężnej, Warszawa, wrzesień 2003, www.nbp.pl

Poland's Monetary Policy as a Factor in Promoting Sustained Economic Growth

Summary

As Poland's economic woes deepen, the central bank (NBP) and its ultimate goal – bringing down inflation – are coming under increasing criticism. Restrictive monetary policy has lifted interest rates to the highest levels in Europe (5,25% as opposed to 2,75% in Eurozone, 1,25% in the USA and 0,1% in Japan) which very likely contributed to the economic slowdown.