

*Maciej Dykto\**

**DYLEMATY WYBORU STRATEGII POLITYKI PIENIĘŻNEJ  
NARODOWEGO BANKU POLSKIEGO W DRODZE  
DO EUROPEJSKIEJ UNII MONETARNEJ**

Celem strategicznym Polski jest integracja ze strukturami europejskimi. Jednym z celów cząstkowych jest wprowadzenie wspólnej waluty euro. Zadaniem niniejszego artykułu jest przeanalizowanie możliwych strategii polityki antyinflacyjnej Narodowego Banku Polskiego w procesie przystępowania Polski do Unii Europejskiej, a w dalszej kolejności do Europejskiej Unii Monetarnej.

Warunkiem wprowadzenia wspólnej waluty w danym kraju jest spełnienie surowych kryteriów dotyczących polityki monetarnej i fiskalnej. Są nimi:

- 1) niskie tempo inflacji, nie większe niż średnia w trzech najlepszych pod tym względem krajach plus 1,5 punktu procentowego,
- 2) umiarkowana wysokość długoterminowych stóp procentowych, nie wyższa niż średnia w trzech krajach o najniższej inflacji plus 2 punkty procentowe,
- 3) utrzymanie stałego kursu waluty krajowej w stosunku do euro (do końca roku 1998 w stosunku do ecu): stały kurs obecnie zezwala na wahania w granicach  $\pm 15\%$  od kursu paritetowego,
- 4) utrzymanie deficytu budżetowego na poziomie niższym niż 3% PKB,
- 5) dług publiczny niższy niż 60% PKB lub przynajmniej szybko dążący do tej granicy.

Zadaniem banku centralnego jest realizacja kryteriów monetarnych: niskiej inflacji, stóp procentowych oraz stałego kursu walutowego. Istnieje teoretycznie kilka strategii polityki pieniężnej, które mogą doprowadzić do

\* Dr, adiunkt w Katedrze Finansów i Bankowości Uniwersytetu Łódzkiego.

niskiej inflacji. Poniżej pokrótce zostaną omówione niektóre z nich i ich przydatność w warunkach polskich.

## 1. STRATEGIA KONTROLI PODAŻY PIENIĄDZA

Strategia kontroli podaży pieniądza wynika w bezpośredni sposób z monetarystycznej teorii inflacji. Teoria ta zakłada, że podstawową przyczyną inflacji jest wzrost liczby pieniądza przekraczający wzrost możliwości wytwórczych gospodarki. Aby zapobiec pojawieniu się inflacji, należy nakazać władzom monetarnym osiągnięcie określonego stopnia przyrostu podaży pieniądza. Bank centralny powinien doprowadzić do sytuacji, żeby podaż ta wzrastała z miesiąca na miesiąc lub, lepiej, z dnia na dzień w tempie  $x\%$  rocznie ( $x$  powinno mieścić się pomiędzy 3 a 5%)<sup>1</sup>.

Ma to zapewnić utrzymanie stabilności cen i ograniczenie zakłóceń, które pojawiają się, gdy podaż pieniądza wzrasta w sposób nierównomierny. Stosowanie tej metody wymaga oczywiście przyjęcia założenia, że popyt na pieniądź, a w związku z tym także szybkość jego krążenia, są niezmiennie, albo że zmieniają się bardzo powoli. W związku z tym zaleca się kontrolować ten agregat pieniężny, który jest najlepiej skorelowany z nominalnym poziomem produktu krajowego brutto; zwykle jest to jeden z tzw. szerokich agregatów.

W krajach, w których występuje wysoka inflacja, należy zastosować metodę stopniowego zmniejszania tempa przyrostu podaży pieniądza. Bank centralny powinien określić z dużym wyprzedzeniem planowane tempo wzrostu agregatów monetarnych. Informacja na ten temat musi zostać podana do publicznej wiadomości, tak żeby społeczeństwo mogło dostosować swoje zachowanie do nowych warunków. Ma to na celu zminimalizowanie niekorzystnych efektów związanych z dezinflacją. Bank centralny musi oczywiście osiągnąć z góry wyznaczone cele, aby nabrać wiarygodności, w wypadku bowiem niespełnienia tego warunku cały wysiłek może pójść na marne. Za to konsekwentne stosowanie opisanej metody winno doprowadzić do pokonania inflacji.

Opisywana metoda ma wiele zalet. Po pierwsze, bank centralny skupia się na prowadzeniu wewnętrznej polityki monetarnej i może osiągnąć niską inflację niezależnie od wysokości inflacji w innych krajach (kurs walutowy jest oczywiście w tym wypadku płynny). Po drugie, idea wzrostu ilości pieniądza jest łatwo zrozumiała dla społeczeństwa, które w zasadzie dość

<sup>1</sup> M. Friedman, *A Program for Monetary Stability*, Fordham University Press, New York 1959, s. 77-99.

szybko może się też dowiedzieć o skuteczności prowadzonej polityki. Strategia ta promuje również wiarygodność banku centralnego i pozwala na ominięcie problemu niespójności czasowej, czyli chęci niespodziewanego przyspieszenia inflacji.

Istnieją też jednak pewne niedogodności w tej strategii. Opiera się ona na założeniu stałości popytu na pieniądź w gospodarce. Jest to w zasadzie w dłuższym okresie prawda. Badania<sup>2</sup> przeprowadzone na podstawie danych zebranych w 111 krajach przez okres trzydziestu lat dowodzą, że korelacja pomiędzy tempem wzrostu podaży pieniądza i inflacją jest równa niemal 1 (waha się od 0,92 do 0,96), a zatem popyt na pieniądź jest dość stabilny. Także obserwacje<sup>3</sup> przeprowadzone w poszczególnych krajach (Belgia, Francja, Niemcy, Włochy, Holandia, Anglia) za lata 1980–1992 wskazują, że w długim okresie popyt na pieniądź jest stabilny, choć mogą się pojawić krótkoterminowe zakłócenia. Inne raporty<sup>4</sup> dowodzą, że popyt na pieniądź w skali całej Unii Europejskiej jest stabilniejszy niż w przypadku poszczególnych krajów. Wynikać to może z faktu, że przemieszczanie kapitału pomiędzy krajami członkowskimi UE nie powoduje zmian podaży pieniądza w całej strefie.

Sytuacja w niektórych krajach może być jednak odmienna. Na przykład w Stanach Zjednoczonych, z powodu pojawienia się wielu innowacji finansowych oraz deregulacji rynków finansowych, dotychczasowa zależność pomiędzy podażą pieniądza a poziomem cen załamała się wyraźnie. Według A. Estrelli i F. Mishkina<sup>5</sup> dane dotyczące podaży pieniądza w tym kraju od roku 1979 nie mogą być używane ani jako zmienne dostarczające informacji o przyszłej inflacji, ani jako instrumenty polityki pieniężnej. Badacze ci sądzą, że może to wynikać z faktu niskiej inflacji w omawianym okresie. W takiej sytuacji przypadkowe zmiany w szybkości krążenia pieniądza mają dominujący wpływ na poziom cen. Za to w krajach, w których podaż pieniądza wzrasta dość szybko i inflacja jest wyższa, zakłócenia te mają mniejsze znaczenie i agregaty pieniężne mogą być nadal używane przy ustalaniu reguł polityki antyinflacyjnej.

W krajach dokonujących reform rynkowych szybkość krążenia pieniądza zmienia się dość znacznie. Zmiany są spowodowane osiągnięciem stabilizacji makroekonomicznej (szczególnie obniżeniem inflacji) oraz liberalizacją i innowacjami finansowymi.

<sup>2</sup> G. McCandless, W. Weber, *Some Monetary Facts*, Federal Reserve Bank of Minneapolis, „Quarterly Review” 1995, No 3.

<sup>3</sup> R. Filosa, *Money Demand Stability and Currency Substitution in Six European Countries*, BIS Working Paper, November 1995, s. 27–28.

<sup>4</sup> *Follow the money*, „The Economist”, z 8.08.1998.

<sup>5</sup> A. Estrella, F. Mishkin, *Is There a Role for Monetary Aggregates In the Conduct of Monetary Policy?*, NBER Working Paper, No 5845, Cambridge 1996.

Stabilizacja prowadzi do obniżenia szybkości krążenia pieniądza z kilku powodów. Pieniądz krajowy staje się przy niskiej inflacji bardziej atrakcyjny niż obce waluty i dobra rzeczowe. Niższa inflacja powoduje mniejszą niepewność co do kosztów posiadania waluty krajowej. Prawdopodobnie wzrastają też opóźnienia pomiędzy impulsami monetarnymi a wzrostem cen.

Innowacje finansowe prowadzą do wzrostu szybkości krążenia bazy monetarnej, ale obniżają szybkość krążenia pieniądza ogółem. Pieniądz bazowy krąży szybciej, gdyż potrzeba mniej gotówki dzięki rozwojowi sposobów płatności: czeki, karty kredytowe, bankomaty obniżają zapotrzebowanie na gotówkę. Banki z kolei mogą łatwiej zarządzać nadwyżkowymi rezerwami z powodu rozwoju rynku pieniężnego oraz systemu rozliczeń międzybankowych. Obniżka poziomu rezerw obowiązkowych także powoduje wzrost szybkości krążenia pieniądza bazowego. Pieniądz ogółem krąży wolniej, gdyż konkurencja między bankami prowadzi do realnego podwyższenia oprocentowania depozytów (w szczególności terminowych), co skutkuje szybszym przyrostem oszczędności bankowych niż wzrost PKB<sup>6</sup>.

Na przykład w Chile i Meksyku<sup>7</sup> szybkość krążenia pieniądza zmieniała się dość szybko w okresie reform systemowych. Większość zmian można było przypisać właśnie różnego rodzaju reformom finansowym.

Kolejną wadą opisywanej strategii jest niemożność dokładnego kontrolowania podaży pieniądza przez bank centralny. Bank może w miarę dokładnie regulować wysokość pieniądza rezerwowego, natomiast szersze agregaty pozostają poza jego bezpośrednim oddziaływaniem. Jeżeli władze monetarne nie panują całkowicie nad podażą pieniądza, to oczywiście kontrolowanie inflacji jest znacznie utrudnione. Zjawisko takie podrywa również zaufanie do banku centralnego: polityka pieniężna staje się mniej przejrzysta i wiarygodna, a w związku z tym trudniej ją prowadzić.

Powyższe zastrzeżenia powodują, że kontrolowanie podaży pieniądza, jako metoda zwalczania inflacji jest dość rzadko stosowana. O ile w długim okresie strategia ta może dać dobre rezultaty, to w krótkim osiągnięcie zakładanych celów jest bardzo trudne.

Należy też zauważyć, że system ten wymaga utrzymywania płynnego kursu walutowego; w przeciwnym razie konieczność dokonywania interwencji na rynku walutowym sprawiłaby, że bank centralny miałby duże trudności z kontrolą podaży pieniądza.

Jednym z niewielu banków, który stosował politykę kontroli podaży pieniądza był niemiecki Bundesbank. Oficjalnie strategia ta została wprowadzona w życie w 1974 r. i była używana aż do chwili wprowadzenia

<sup>6</sup> G. Hoggarth, *Introduction to Monetary Policy*, Handbooks in Central Banking No 1, Bank of England, London 1996.

<sup>7</sup> P. Arrau, J. Gregorio, *Financial Innovation and Money Demand: Theory and Empirical Implementation*, The World Bank, Washington 1990, s. 24–26.

wspólnej europejskiej waluty euro w roku 1999. W praktyce jego polityka różniła się w znacznym stopniu od klasycznego modelu stałego wzrostu podaży pieniądza zaproponowanego przez Milтона Friedmana. Zakładany przyrost podaży pieniądza zmieniał się w każdym roku. Cel na rok następny był zwykle ustalany w grudniu. Wielkość tego przyrostu wynikała z ilościowego równania podaży pieniądza i była ustalana według następującej formuły (wszystkie wartości wyrażone w procentach):

$$\Delta M = \Delta P + \Delta Y + \Delta V$$

gdzie:

- $\Delta M$  – przyrost podaży pieniądza,
- $\Delta P$  – spodziewany wzrost cen,
- $\Delta Y$  – wzrost potencjalnego produktu krajowego brutto,
- $\Delta V$  – zmiana w szybkości krążenia pieniądza.

Podaż pieniądza była mierzona za pomocą wskaźników, które zmieniały się z upływem czasu. Na początku była to podaż pieniądza banku centralnego, od roku 1988 zaś szeroki agregat  $M3$  (w skład którego wchodzi gotówka, rachunki bieżące i terminowe do czterech lat oraz depozyty oszczędnościowe).

Bundesbank ustalił, że w długim okresie inflacja  $\Delta P$  powinna wynosić dwa procent, co było uznane za poziom gwarantujący stabilność cen. Ponieważ jednak w momencie inauguracji nowej polityki pieniężnej inflacja była dość wysoka, ustalono, że w średnim okresie celem jest osiągnięcie inflacji czteroprocentowej. Bank dopuszczał też możliwość jednorazowego przekroczenia wskaźnika wzrostu cen, jeśli wynikało to z niedających się uniknąć negatywnych szoków po stronie podaży; do takich czynników należały kryzysy naftowe oraz proces zjednoczenia Niemiec.

Kolejnym elementem wpływającym na ustalenie przyrostu podaży pieniądza był przyrost potencjalnego produktu krajowego  $\Delta Y$ . Ostatnim elementem decydującym o ustaleniu przyrostu pieniądza była oczekiwana zmiana szybkości krążenia pieniądza  $\Delta V$ .

Tak wyliczana wielkość  $\Delta M$  była celem polityki pieniężnej banku w następnym roku. Dopuszczalne były odchylenia od określonego celu w wysokości jednego punktu procentowego w górę lub w dół. W praktyce bank wielokrotnie dopuszczał do przekroczenia granic zakreślonego przez siebie celu zarówno w górę, jak i w dół. Jeżeli takie przekroczenie następowało w górę, zwykle następowała silna reakcja powstrzymująca przyrost podaży pieniądza. Przy przekroczeniach w dół Bundesbank nie rozluźniał jednak polityki monetarnej zbyt szybko. Działania te sprawiły, że polityka antyinflacyjna charakteryzowała się bardzo dużą skutecznością, bank zdobył zaś dużą wiarygodność jako strażnik silnego pieniądza.

Jak wynika z powyższych rozważań, pomimo formalnego przywiązania do kontroli podaży pieniądza, w praktyce Bundesbank stosował metodę nieco zbliżoną do strategii bezpośredniego celu inflacyjnego (omówionej w dalszej części artykułu). Polityka Bundesbanku pozwalała dość elastycznie reagować na zmiany w sferze popytu na pieniądz oraz zaburzenia w sferze realnej, nie tracąc z pola widzenia głównego celu: ograniczenia inflacji<sup>8</sup>.

Polskie doświadczenia dotyczące kontroli podaży pieniądza jako metody ograniczania wzrostu cen nie są zachęcające. Narodowy Bank Polski corocznie ustalał dopuszczalne przyrosty podaży pieniądza jako pośredni cel kontroli wzrostu cen. Założony przyrost miał doprowadzić do realizacji przyjętego wskaźnika inflacji (por. tab. 1).

Tabela 1

Przyrost podaży pieniądza w Polsce w latach 1990–1998: planowane i faktyczne wielkości (mld PLN)

Przyrost podaży pieniądza	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
Przyrost planowany	4,1	8,5	12,7	15,0	15,5– –16,9	17,1	23,0	27,4– –28,6	30,4– –35,7
Przyrost rzeczywisty	10,3	9,0	15,0	14,8	21,4	26,9	30,5	39,9	44,3

Źródło: Z. Polański, *Polityka pieniężna w drugiej połowie lat 90. Bieżące problemy i strategiczne wyzwania*, Materiały i Studia NBP, z. 72, Warszawa 1998, s. 11 oraz dane NBP.

Dane za rok 1990 obejmują podaż pieniądza krajowego, a od 1991 do 1998 r. podaż pieniądza ogółem. Wynika z nich, że w praktyce przyrost zwykle był znacznie większy od założonego. Trudności z kontrolą podaży wynikały z różnych przyczyn: konieczności finansowania deficytu budżetowego przez NBP, znacznego napływu dewiz i idących za tym interwencji na rynku walutowym, silnej ekspansji kredytowej banków komercyjnych. Czynniki te sprawiały, że bank centralny nie był w stanie monitorować ilości pieniądza w gospodarce.

Dodatkowo w latach 1996–1997 NBP próbował zastosować kontrolę podaży pieniądza rezerwowego jako cel operacyjny polityki pieniężnej. W 1996 r. podaż pieniądza bazowego miała wzrosnąć o 7,0, a wzrósł o 5,8 mld PLN. W 1997 r. wielkości te wyniosły odpowiednio 6,6 i 8,1 mld PLN (dane przytoczone za NBP). Zatem także w tym wypadku nie udało się osiągnąć zaplanowanych celów.

<sup>8</sup> F. Mishkin, A. Posen, *Inflation Targeting: Lessons from Four Countries*, NBER Working Paper, No 6126, Cambridge 1997.

Należy zauważyć, że wzrost podaży pieniądza pozostawał w bardzo luźnym związku ze wskaźnikiem inflacji (por. tab. 2).

Tabela 2

Wskaźnik inflacji a zmiany podaży pieniądza w Polsce w latach 1990–1999 (w %)

Wyszczególnienie	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
Inflacja	249,3	60,4	44,3	37,6	29,5	21,6	18,5	13,2	8,6	9,8
Przyrost podaży pieniądza ogółem	100,4	36,9	57,5	36,0	38,2	34,9	29,3	29,1	25,1	19,5
Przyrost podaży pieniądza krajowego	402,9	50,2	57,3	28,8	38,7	50,2	34,4	28,8	28,5	19,8
Przyrost podaży pieniądza rezerwowego	181,7	47,4	34,6	17,8	22,9	44,6	20,6	23,8	26,7	-1,5

Źródło: oprac. własne na podstawie danych NBP

Dane te świadczą, że ortodoksyjna metoda zwalczania inflacji nie jest najlepszym sposobem na osiągnięcie w Polsce niskiego tempa wzrostu cen. Bank centralny zrezygnował z niej od roku 1999, kiedy to zaczęto stosować strategię bezpośredniego celu inflacyjnego. Podaż pieniądza jest w niej tylko jednym z wielu wskaźników branych pod uwagę przy podejmowaniu decyzji dotyczących polityki monetarnej.

## 2. POLITYKA STAŁEGO KURSU WALUTOWEGO

Kolejną strategią ograniczania inflacji jest polityka stałego kursu walutowego. Jest ona dość często stosowana zarówno w krajach rozwiniętych, jak i w gospodarkach przechodzących transformację systemową. Polega na powiązaniu kursu waluty krajowej z kursem waluty dużego kraju charakteryzującego się niską inflacją. Strategia ta, jeśli jest konsekwentnie stosowana, pozwala w niezbyt długim okresie na osiągnięcie takiej samej stopy wzrostu cen, jak w kraju, z którego pochodzi obca waluta. Metoda ta jest szczególnie zalecana, jeśli istnieje silne uzależnienie gospodarcze małego kraju od dużego, np. poprzez znaczącą wymianę handlową czy pozyskiwanie kapitału na zagranicznym rynku. Często politykę taką przyjmują kraje, których własna waluta straciła wiarygodność z powodu wysokiej inflacji. Dla nich jedynym wyjściem jest „zaimportowanie” tej wiarygodności z zagranicy.

Metoda stałego kursu walutowego ma wiele zalet. Dzięki niej ceny dóbr importowanych są stałe, co bezpośrednio przyczynia się do obniżania napięć inflacyjnych. Stały kurs, jeśli jest wiarygodny, obniża oczekiwania inflacyjne do poziomu inflacji obowiązującego w dużym kraju. Polityka ta jest poza tym łatwo zrozumiała dla większości obywateli i bardzo łatwa do skontrolowania, gdyż kurs walutowy jest ustalany na rynku finansowym niemal przez cały czas. Oczywiście, zalety te ujawniają się jedynie wtedy, gdy władze monetarne prowadzące tę politykę są wiarygodne, tzn. gdy społeczeństwo spodziewa się, że będą przestrzegały ustalonych zasad. Powszechne oczekiwanie dewaluacji powoduje, że metoda taka nie będzie skuteczna, gdyż rynek będzie spodziewał się wyższej inflacji.

Oprócz zalet strategia ta ma też kilka wad. Należy do nich niemożność prowadzenia własnej polityki monetarnej. Trzeba zwrócić uwagę, że w tym systemie bank centralny traci całkowicie autonomię w prowadzeniu tej polityki. Polityka stóp procentowych musi być skoordynowana z polityką kraju – emitenta waluty. Wynika to z poniżej omówionych przesłanek.

Jeśli bank centralny będzie prowadził ekspansywną politykę pieniężną, to wzrośnie podaż pieniądza i spadną krótkoterminowe stopy procentowe. Spadek stóp spowoduje odpływ waluty obcej z kraju, bo lokaty krajowe będą mniej opłacalne od zagranicznych. Odpływ kapitału spowoduje podwyższenie stóp na rynku. Z kolei interwencje prowadzone na rynku walutowym spowodują spadek podaży pieniądza, bo bank centralny będzie sprzedawał dewizy za walutę krajową. A zatem efekty impulsu monetarnego zostaną szybko zlikwidowane. Jeśli bank centralny będzie konsekwentnie próbował stosować tę metodę, to po pewnym czasie utraci wszystkie rezerwy dewizowe.

Przy restrykcyjnej polityce pieniężnej wystąpią zjawiska odwrotne. Podwyżka stóp procentowych i początkowy spadek podaży pieniądza doprowadzą do napływu kapitału z zagranicy. Dodatkowe dewizy zostaną wymienione na pieniądź krajowy. W sumie te dwa zjawiska dadzą obniżkę stóp procentowych. Próba sterylizacji efektów interwencji walutowej (czyli zakupu walut), np. poprzez sprzedaż obligacji banku centralnego, doprowadzi do kolejnej podwyżki stóp i ponownego napływu waluty obcej. Proces ten będzie trwał dopóty, dopóki stopa procentowa będzie utrzymywana na poziomie wyższym niż za granicą.

Jak widać, system ten nie pozwala na autonomię polityki pieniężnej; musi być ona podporządkowana polityce kraju, z którego pochodzi waluta. Dany kraj nie może odpowiedzieć na ewentualne niekorzystne wydarzenia zachodzące w jego gospodarce. Z drugiej strony musi być podporządkowany decyzjom monetarnym kraju, z walutą którego jest związany. W związku z tym musi też ponosić negatywne konsekwencje wypadków zachodzących w tamtym kraju, nawet gdy nie dotyczą go one bezpośrednio.



Należy też zwrócić uwagę na możliwość spekulacyjnego ataku na walutę krajową. Jeśli dealerzy w bankach ocenią, że waluta jest przewartościowana, zaczną ją sprzedawać. Bank centralny, aby nie dopuścić do dewaluacji, będzie musiał znacząco podnieść stopy procentowe. Podniesienie stóp będzie jednak mogło mieć negatywny wpływ na gospodarkę: obniżyć produkcję i spowodować bezrobocie. Jeśli napór spekulantów będzie zbyt silny, nie pozostanie nic innego jak zdevaluować walutę<sup>9</sup>.

W warunkach polskich oczywistym rozwiązaniem byłoby powiązanie kursu złotego z euro. Należy jednak zwrócić uwagę na kilka trudności związanych z tą metodą ograniczenia inflacji.

Po pierwsze, trudno określić właściwy poziom kursu wymiany. Kurs złotego jest płynny dopiero od kwietnia roku 2000 i jego rynkowy poziom może obecnie nie mieć wiele wspólnego z długookresowym poziomem równowagi. Jeżeli ustalony sztywny kurs waluty krajowej byłby zbyt wysoki, groziłoby to odpływem walut za granicę zarówno poprzez pogorszenie salda obrotów bieżących – spadek eksportu i wzrost importu, jak i poprzez gwałtowne wycofanie się z rynku finansowego inwestorów zagranicznych. Prawdopodobieństwo takiego scenariusza jest trudne do określenia, nie wydaje się jednak zbyt wysokie. Wynika to z faktu, że oficjalne aktywa rezerwowe NBP na koniec grudnia 2000 r. wynosiły 27,5 mld USD, czyli ok. 29,6 mld euro lub 113,9 mld PLN według ówczesnego kursu. Podaż pieniądza rezerwowego wynosiła w tym czasie 48,8 mld PLN, a zobowiązania z tytułu operacji otwartego rynku nie przekraczały 34 mld PLN (dane za NBP). Porównanie tych liczb świadczy o tym, że bank centralny nie miałby najmniejszych problemów z obroną tak wyznaczonego kursu<sup>10</sup>.

Ustalenie kursu waluty krajowej na zbyt niskim poziomie również miałyby swoje wady. Spowodowałyby ono, że import byłby zbyt drogi, natomiast sztucznie zawyżyłoby wysokość eksportu. Drogi import i duża opłacalność produkcji eksportowej obniżyłyby presję konkurencyjną na producentów krajowych i umożliwiłyby podnoszenie cen. Proces ten trwałby dopóty, dopóki wzrost cen krajowych nie spowodowałby zbliżenia realnego kursu walutowego do poziomu zbliżonego do kursu wynikającego z parytetu siły nabywczej. Jeśli początkowa różnica pomiędzy kursem oficjalnym

<sup>9</sup> Więcej o metodzie stałego kursu walutowego: M. Bruno, *High inflation and the nominal anchors of an open economy*, Essays in International Finance No 182, Princeton University, Princeton 1991, s. 21–23; F. Mishkin, *International Experiences with Different Monetary Policy Regimes*, NBER Working Paper No 6965, Cambridge 1997, s. 2–12; F. Mishkin, *Strategies for Controlling Inflation*, NBER Working Paper, No 6122, Cambridge 1997, s. 11–19.

<sup>10</sup> Zakładając, że NBP dopuściłby do gwałtownego spadku podaży pieniądza bazowego, co wydaje się niemożliwe ze względu na konieczność olbrzymiego wzrostu stóp procentowych w takich warunkach.

a kursem wynikającym z parytetu byłaby dość znaczna, to skala inflacji w kraju musiałaby być również duża.

Drugim argumentem przemawiającym za utrzymaniem płynnego kursu złotego do euro (i innych walut) jest fakt, że znaczna część polskiego zadłużenia oraz importu jest wyrażona w dolarach USA. Stały kurs w stosunku do euro nie chroniłby przed wahaniami kursu USD i mogącymi z nich wyniknąć negatywnymi konsekwencjami.

Trzecim argumentem przemawiającym przeciwko wprowadzeniu stałego kursu do euro jest spodziewany duży napływ walut do kraju z tytułu transakcji prywatyzacyjnych. Stały kurs prowadziłby do konieczności zakupu tych walut przez NBP, wzrostu podaży pieniądza rezerwowego oraz konieczności sterylizacji tego wzrostu poprzez operacje otwartego rynku, co znacznie utrudniłoby prowadzenie polityki monetarnej.

Z powyższych rozważań wynika, że obecnie kurs walutowy powinien pozostać w Polsce płynny. Stały kurs w stosunku do euro należy wprowadzić dopiero na dwa lata przed spodziewaną datą wstąpienia do Europejskiej Unii Monetarnej.

### 3. STRATEGIA ZARZĄDU WALUTĄ

Szczególnym przypadkiem polityki stałego kursu walutowego jest wprowadzenie zarządu walutą (*currency board*). Jest to ekstremalna forma kursu stałego. Taka strategia ograniczenia inflacji była używana głównie przez byłe kolonie brytyjskie po drugiej wojnie światowej, ale stała się też bardzo popularna w latach dziewięćdziesiątych w krajach reformujących swój system gospodarczy. Wprowadziły ją m. in. Argentyna, Bułgaria, Estonia i Litwa.

Głównymi cechami zarządu walutą są:

- 1) ustalenie stałego kursu waluty krajowej do waluty zagranicznej – podobnie jak w normalnym reżimie stałego kursu walutowego,
- 2) prawo każdego podmiotu do wymiany dowolnej sumy waluty krajowej (głównie banknotów) na walutę zagraniczną na każde żądanie,
- 3) długotrwałe zobowiązanie do przestrzegania tego systemu, zwykle zapisane w ustawie o banku centralnym<sup>11</sup>.

W związku z drugim warunkiem bank centralny ma obowiązek kupować i sprzedawać pieniądź krajowy od innych podmiotów, a co się z tym wiąże, musi mieć odpowiednio wiele obcej waluty, aby móc ją wymienić na walutę krajową. W idealnej sytuacji rezerwy walutowe muszą być równe, albo

<sup>11</sup> A. M. Gulde, *The Role of the Currency Board in Bulgaria's Stabilization*, IMF Policy Discussion Paper, April 1999, s. 5.

nawet wyższe od podaży pieniądza rezerwowego (bazy monetarnej M0). W takim wypadku, nawet gdyby wszyscy posiadacze waluty krajowej chcieli się jej pozbyć, władze monetarne nie miałyby kłopotów ze spełnieniem tego zadania.

Głównym powodem wprowadzenia zarządu walutą w ostatnich latach było fiasko innych metod ograniczania inflacji i całkowita utrata wiarygodności przez banki centralne krajów przystępujących do tego systemu. Inflacja sięgała kilku tysięcy procent rocznie (Argentyna, Bułgaria) i nie było innego sposobu na jej pokonanie.

System ten ma wiele zalet. Strategia zarządu walutą uniemożliwia prowadzenie dyskrecjonalnej, ekspansywnej polityki monetarnej, która to polityka w krajach adaptujących nowy system doprowadziła wcześniej do katastrofy finansowej (poprzez finansowanie deficytu budżetowego lub finansowanie systemu bankowego). Metoda ta ustala łatwą do obserwacji zasadę prowadzenia polityki pieniężnej.

Powyższe zasady powodują, że bank centralny oraz waluta krajowa odzyskują wiarygodność, gdyż każdy podmiot wie, że zawsze może wymienić posiadane pieniądze krajowe na walutę obcą po ustalonym kursie (nie grozi załamanie kursu walutowego, jak w przypadku normalnego kursu stałego). Prowadzi to do wzrostu popytu na walutę krajową (nie trzeba posługiwać się walutami obcymi), a także do wzrostu rezerw dewizowych.

System zawiera w sobie elementy automatycznie go stabilizujące; każdy odpływ kapitału za granicę powoduje spadek podaży pieniądza w kraju, wzrost stóp procentowych, a co za tym idzie, powrót kapitału.

Wprowadzenie zarządu walutą prowadzi zwykle do bardzo szybkiego spadku stopy inflacji i stóp procentowych do poziomu porównywalnego z obowiązującym w kraju, z którego pochodzi waluta zagraniczna<sup>12</sup>. Na przykład w Bułgarii, która powiązała swoją walutę z marką niemiecką, inflacja w pierwszym kwartale 1997 r. wynosiła 2040,4% (w skali roku). Po wprowadzeniu zarządu walutą w lipcu 1997 r. inflacja spadła do 13% w połowie 1998 r. i do 1% pod koniec tego roku. Podstawowa stopa procentowa banku centralnego spadła z maksymalnego poziomu 200% do 5,6% w październiku 1998 r. Rynkowe stopy procentowe niemal zaraz, od chwili wprowadzenia reformy, spadły do poziomu niemieckiego<sup>13</sup>.

Badania<sup>14</sup> dowodzą, że system zarządu walutą dostarcza lepszych wyników w walce z inflacją niż zwykły system kursu sztywnego. Kraje stosujące pierwszą

<sup>12</sup> Poziom jest podobny, ale nie identyczny, ponieważ inflacja zależy od zmian cen dóbr podlegających wymianie handlowej (*tradables*) oraz niepodlegających wymianie (*non-tradables*). Ceny pierwszych są stałe, ale drugich mogą się zmieniać.

<sup>13</sup> A. M. Gulde, *The Role...*, s. 19.

<sup>14</sup> A. Ghosh, A. M. Gulde, H. Wolf, *Currency Board: The Ultimate Fix?*, IMF Working Paper, No 8, Washington 1998.

metodę miały inflację przeciętnie niższą o 4 punkty procentowe rocznie. Różnica wynikała przede wszystkim z większego spadku tempa krążenia pieniądza, co sugeruje, że antyinflacyjne korzyści wynikają przede wszystkim z większej wiarygodności systemu (zaufania do stałości przyjętych reguł).

Metoda wymusza również ograniczenie deficytu budżetowego, gdyż nie można go sfinansować przez kredytowanie się budżetu w banku centralnym.

Strategia zarządu walutą ma też pewne wady. Pierwszą z nich, nieuniknioną, jest brak autonomii polityki monetarnej. W związku z tym bank centralny nie może reagować na niekorzystne wydarzenia w gospodarce ani poprzez zmianę stóp procentowych, ani poprzez zmianę kursu walutowego. Ograniczenia tego nie da się usunąć, bo właśnie pozbawienie władz monetarnych możliwości dyskrecjonalnego działania jest jednym z powodów stosowania omawianego modelu.

Przykład Litwy świadczy, że zachowanie pewnych elementów polityki dyskrecjonalnej w gestii banku centralnego prowadzi do obniżenia wiarygodności całego systemu. Gdy podjęto kilka decyzji łagodzących politykę monetarną, pojawiły się pogłoski o dewaluacji waluty, co doprowadziło do paniki na rynku finansowym. Przywrócenie wiarygodności litowi wymagało potem utrzymywania przez długi czas stóp procentowych na wysokim poziomie<sup>15</sup>.

Brak elastyczności okazał się szczególnie niekorzystny dla gospodarki Argentyny w czasie kryzysu w Meksyku. Ogólny spadek zaufania do rynków latynoamerykańskich spowodował gwałtowny odpływ kapitału także z Argentyny. System zarządu walutą został utrzymany dużym kosztem: spadła podaż pieniądza, wzrosły stopy procentowe, znacznie wzrosło bezrobocie<sup>16</sup>.

W reżimie zarządu walutą bank centralny nie jest w stanie pełnić funkcji pożyczkodawcy ostatniej instancji, gdyż nie może emitować pieniądza nie mającego odpowiedniego pokrycia w rezerwach walutowych. Pewnym rozwiązaniem może być utrzymywanie nadmiaru walut, które mogłyby służyć ewentualnemu podtrzymaniu płynności systemu bankowego, ale jest to rozwiązanie dość drogie.

Ograniczenia te prowadzą do poniższych wniosków.

Zarząd walutą powinien być wprowadzany tylko w tych krajach, które miały poważne problemy z inflacją. Inne kraje powinny znaleźć mniej uciążliwe metody zwalczania tego zjawiska. System jest szczególnie odpowiedni

<sup>15</sup> W. Camard, *Discretion with Rules? Lessons from Currency Board Arrangement in Lithuania*, IMF Paper on Policy Analysis and Assessment, March 1996.

<sup>16</sup> J. Williamson, *Features and Implications of Currency Boards: Thoughts about the Argentine Situation*, [w:] *Currency Boards and External Shocks. How Much Pain, How Much Gain?*, ed. G. Perry, The World Bank, Washington 1997.

dla małych, otwartych gospodarek, ściśle powiązanych z jednym partnerem gospodarczym.

Brak możliwości reagowania polityki pieniężnej na negatywne szoki powoduje, że całkowite koszty dostosowania muszą wystąpić po stronie realnej gospodarki. Aby te straty były jak najmniejsze, rynek pracy musi być bardzo elastyczny, w szczególności płace powinny być „giętkie w dół”<sup>17</sup>.

Przy wprowadzaniu tego systemu należy również ustalić kilka kwestii technicznych. Jedną z nich jest wybór waluty pełniącej funkcję kotwicy: najlepiej, jeśli jest to waluta kraju, z którym utrzymuje się ożywioną wymianę handlową. Kurs wymiany musi być ustalony na poziomie zapewniającym całkowite pokrycie zobowiązań banku centralnego posiadanymi rezerwami. Sposób wyliczenia wysokości rezerw oraz zobowiązań musi być dostosowany do specyfiki poszczególnych krajów. Poza tym kurs winien wyrażać się „okrągłą” liczbą, np. 1000 lew za jedną markę niemiecką lub 1 peso za jednego dolara. Bank centralny musi mieć dużo gotówki w swoich kasach (zarówno krajowej, jak i zagranicznej), aby móc bez problemu wymieniać waluty w obie strony<sup>18</sup>.

W polskich warunkach stosowanie zarządu walutą byłoby teoretycznie możliwe (oczywiście z euro jako walutą bazową). Posiadane przez bank centralny aktywa rezerwowe na koniec grudnia 2000 r. wynosiły 113,9 mld PLN (czyli 25,6 mld USD lub 26,2 mld euro). Główne zobowiązania NBP to: pieniądz rezerwowy – 48,8 mld PLN, operacje otwartego rynku – 34 mld PLN, zobowiązania wobec sektora budżetowego – 9,8 mld PLN. Zatem rezerwy z naddatkiem pokrywały zobowiązania banku centralnego. Pozostają jednak nierozwiązane problemy opisane wcześniej przy omawianiu „zwykłego” stałego kursu walutowego. Trudno ustalić właściwy poziom wymiany złotego do euro. Jeżeli kurs będzie zbyt niski, to przez pewien czas inflacja w Polsce byłaby wyższa niż w Unii Europejskiej. Z kolei ustalenie kursu zbyt wysokiego prowadziłoby do odpływu rezerw dewizowych z kraju. Przy niemożności zwiększenia podaży pieniądza i wzroście stóp procentowych cały szok musiałaby wziąć na siebie sfera realna gospodarki. Groziłoby to, przy nieelastycznym rynku pracy, gwałtownym wzrostem bezrobocia. Mimo prostoty i zachęcających doświadczeń innych krajów nie wydaje się zatem, aby metoda ta była najlepszym sposobem ograniczenia inflacji w Polsce<sup>19</sup>.

<sup>17</sup> W. Corden, *Dilemmas of Currency Board*, [w:] A. Ghosh, A. M. Gulde, M. Wolf, *Currency Board...*

<sup>18</sup> C. Enoch, A. M. Gulde, *Making a Currency Board Operational*, IMF Paper on Policy Analysis and Assessment, 1997.

<sup>19</sup> Strategię jeszcze radykalniejszą od zarządu walutą zaproponowali A. S. Bratkowski i J. Rostowski (*Zlikwidować złotego*, „Rzeczpospolita” z 6–7.03.1999 r.), którzy postulowali szybką, całkowitą likwidację złotego i zastąpienie go przez euro.

#### 4. STRATEGIA BEZPOŚREDNIEGO CELU INFLACYJNEGO

Ostatnią z prezentowanych metod polityki pieniężnej banku centralnego jest strategia bezpośredniego celu inflacyjnego. Politykę bezpośredniego celu inflacyjnego (BCI) jako metodę zwalczania inflacji zaczęto stosować na początku lat dziewięćdziesiątych w krajach rozwiniętych gospodarczo (m. in. w Nowej Zelandii, Wielkiej Brytanii, Kanadzie, Szwecji). Wynikło to głównie z braku sukcesów klasycznej polityki monetarnej, zakładającej kontrolę inflacji przez kontrolowanie podaży pieniądza. Z powodu licznych innowacji finansowych załamały się dotychczasowe, względnie stałe zależności pomiędzy podażą pieniądza a wzrostem cen czy nominalną wielkością produktu krajowego brutto. Popyt na pieniądz zaczął wahać się w sposób nieprzewidywalny.

W związku z tym rządy i banki centralne postanowiły przestać skupiać się na kontrolowaniu poszczególnych agregatów monetarnych, a postawić sobie za cel bezpośrednio kontrolowanie wskaźnika inflacji.

Założenia omawianego wariantu polityki pieniężnej są teoretycznie bardzo proste. Bank centralny ma za zadanie osiągnąć określony cel inflacyjny. Aby temu sprostać, sporządza prognozy dotyczące inflacji w przyszłości. Jeśli prognozy wskazują, że inflacja będzie odbiegać od założonego celu, bank centralny jest zobowiązany podjąć działania zmierzające do powrotu gospodarki na wyznaczoną ścieżkę inflacyjną. Bank ma prawo stosować wszystkie instrumenty znajdujące się w jego dyspozycji, jeśli tylko uzna je za odpowiednie. Główne elementy wchodzące w skład strategii BCI są następujące:

1) publiczne ogłoszenie średnioterminowych celów inflacyjnych w ujęciu liczbowym,

2) instytucjonalne zobowiązanie do: a) utrzymywania stabilności cenowej, jako podstawowego, długoterminowego celu polityki pieniężnej, b) do osiągnięcia celu inflacyjnego,

3) zredukowanie roli celów pośrednich, np. wzrostu podaży pieniądza,

4) wzrost przejrzystości polityki monetarnej dzięki lepszemu poinformowaniu rynków finansowych i społeczeństwa o planach i celach działania osób odpowiedzialnych za prowadzenie polityki pieniężnej,

5) wzrost wiarygodności banków centralnych dzięki osiągnięciu celów inflacyjnych<sup>20</sup>.

W praktyce pojawiają się jednak liczne wątpliwości, gdy dochodzi do ustalenia szczegółów i konkretnych rozwiązań w poszczególnych państwach. Najważniejsze problemy pojawiające się w związku z wprowadzeniem BCI zostały omówione poniżej.

<sup>20</sup> F. Mishkin, *International...*, s. 19.

Istotne kłopoty wynikają z niespójności pomiędzy BCI a innymi celami polityki pieniężnej. W szczególności nie jest możliwe w dłuższym okresie jednoczesne kontrolowanie kursu walutowego oraz poziomu inflacji – cele te są wobec siebie konkurencyjne w reżimie BCI. Kłopotliwe może być też osiągnięcie założonego celu inflacyjnego w wypadku zbyt ekspansywnej polityki fiskalnej: wzrost długu publicznego może powodować oczekiwania przyszłej inflacji, co w krótkim okresie utrudnia działalność banku centralnego.

Ważna grupa zagadnień pojawia się przy definiowaniu samego celu: okresu, w jakim cel ma być osiągnięty, poziomu pożądanego wskaźnika inflacji, wyboru odpowiedniego wskaźnika oraz szerokości dopuszczalnego przedziału wahań inflacji.

Przy wprowadzeniu strategii BCI należy zdecydować czy przez stabilność cen rozumie się w zasadzie niezmienny poziom cen, czy też niską inflację. W praktyce większość krajów jako cel ustaliła pewien przedział wzrostu cen (wyższy od zera), w którym powinien pozostawać wskaźnik inflacji w długim okresie. Powodem tego jest głównie fakt, że oficjalny wskaźnik zwykle jest wyższy od „prawdziwego” wzrostu cen, co wynika z wprowadzania nowych dóbr, zmian jakościowych i kupowania przez konsumentów tańszych dóbr pomiędzy oficjalnymi zmianami zawartości koszyka dóbr i usług konsumpcyjnych.

Jednym z trudniejszych zadań przy wprowadzaniu BCI jest wybór odpowiedniego wskaźnika wzrostu cen towarów i usług. Ze względu na dobrą znajomość i popularność w społeczeństwie stosuje się zwykle indeks cen konsumpcyjnych (CPI), choć lepszym wskaźnikiem byłyby zapewne deflator produktu krajowego brutto. W większości krajów nie stosuje się czystego wskaźnika CPI, lecz wskaźnik inflacji bazowej, tzn. oczyszczonej z wpływu wahań czynników najbardziej zmiennych.

Aby zrealizować założony cel inflacyjny, bank centralny musi dysponować dobrymi modelami, pozwalającymi przewidzieć inflację. Ze względu na fakt występowania długich opóźnień między zastosowanymi środkami polityki monetarnej a efektami inflacyjnymi, bank powinien działać zanim w gospodarce pojawi się presja inflacyjna. Odpowiednie prognozy inflacyjne są zatem niezbędne do prawidłowego prowadzenia polityki pieniężnej. Prognozy te winny być formułowane na podstawie dostatecznie długich szeregów danych historycznych, które pozwolą na oszacowanie wiarygodnych zależności pomiędzy różnymi zmiennymi. Prognozy te należy publikować, aby zwiększyć wiarygodność i przejrzystość działania banku centralnego. W praktyce tylko banki centralne Nowej Zelandii i Wielkiej Brytanii podają swe przewidywania do publicznej wiadomości, inne kraje przekazują tylko szcątkowe informacje na ten temat<sup>21</sup>.

<sup>21</sup> Więcej na temat technicznych aspektów wprowadzenia bezpośrednich celów inflacyjnych w G. Debelle, *Inflation Targeting in Practice*, IMF Working Paper, No 35, Washington 1997; F. Mishkin, A. Posen, *Inflation Targeting*....

Strategia bezpośredniego celu inflacyjnego ma wiele zalet w porównaniu z konkurencyjnymi metodami ograniczania inflacji. W przeciwieństwie do polityki stałego kursu walutowego pozwala się skupić na wewnętrznych uwarunkowaniach polityki monetarnej i zostawia miejsce do działania w wypadku szoków pojawiających się w gospodarce krajowej. Umożliwia również ominięcie problemów wynikających ze zmian w szybkości krążenia pieniądza, gdyż nie musi polegać na założeniu o stałości związku między podażą pieniądza a wysokością inflacji. Strategia ta zezwala bankowi centralnemu (a nawet wymaga od niego) na wykorzystanie wszelkich dostępnych informacji przy wybieraniu konkretnych instrumentów polityki pieniężnej.

Strategia BCI jest dla większości społeczeństwa łatwiej zrozumiała niż polityka polegająca na osiąganiu określonego poziomu podaży pieniądza, zwłaszcza po ostatnich, nieprzewidywalnych zmianach w szybkości krążenia pieniądza obserwowanych w wielu krajach.

Jasno przedstawiony cel inflacyjny powoduje wzrost wiarygodności banku centralnego, gdyż pozwala na uniknięcie prowadzenia nadmiernie ekspansywnej polityki pieniężnej. W wielu wypadkach banki centralne ulegały politycznej presji ze strony rządów i prowadziły zbyt ekspansywną politykę pieniężną pozwalającą na krótkookresowe podniesienie poziomu produkcji i spadek bezrobocia, kosztem wzrostu inflacji. Działalność taka utwierdzała społeczeństwo w przekonaniu, że bank nie traktuje swej misji ograniczania wzrostu cen w sposób priorytetowy, a zatem powodowała wzrost oczekiwań inflacyjnych. Strategia BCI zmusza bank do skupienia się na jego podstawowym zadaniu: kontrolowaniu inflacji w długim okresie, a nie na walce z bezrobociem, co skutkuje wzrostem wiarygodności i ułatwia walkę z inflacją.

Należy pamiętać, że ustalony cel inflacyjny musi mieć szanse realizacji. W przypadku, gdy społeczeństwo zorientuje się, że rzeczywisty wskaźnik wzrostu cen przekroczy zapowiadany, dojdzie do utraty wiarygodności przez bank centralny oraz do niewiary w skuteczność modelu BCI<sup>22</sup>.

Jedną z największych zalet strategii BCI jest poprawienie przejrzystości polityki pieniężnej. Władze i społeczeństwa krajów stosujących tę metodę są regularnie informowane o celach i ograniczeniach polityki monetarnej, wysokości celów inflacyjnych i czynnikach je determinujących, działaniach zmierzających do urzeczywistnienia tych celów, przyczynach dla których nie osiągnięto założonych rezultatów.

Informacje te pozwalają zredukować niepewność dotyczącą przyszłej polityki monetarnej, wysokości stóp procentowych i inflacji, a zatem

<sup>22</sup> J. Green, *Inflation Targeting: Theory and Policy Implications*, IMF Working Paper, No 65, Washington 1996.



ułatwiają planowanie w sektorze prywatnym i pozwalają na lepszą ocenę opłacalności inwestycji.

Wzrost przejrzystości prowadzi do wzrostu wiarygodności polityki pieniężnej. Bank osiągający założone cele inflacyjne zdobywa poparcie ze strony społeczeństwa, dzięki czemu staje się bardziej niezależny od władz publicznych i, co ważniejsze, łatwiej może prowadzić politykę pieniężną.

Oprócz zalet, bezpośredni cel inflacyjny ma też pewne wady. Niektórzy ekonomiści uważają, że zobowiązanie banku centralnego do obniżenia inflacji prowadzi do wzrostu wiarygodności, obniżenia oczekiwań inflacyjnych i co za tym idzie, mniejszych kosztów spowodowanych przez dezinflację. Badania<sup>23</sup> dowodzą jednak, że tak nie jest. Oczekiwania inflacyjne nie obniżają się natychmiast po przyjęciu strategii BCI; nie ma też dowodów, że występuje wówczas mniejsza strata w produkcie krajowym brutto wynikająca z dezinflacji. Bezrobocie musi przejściowo wzrosnąć przy redukcji inflacji, ale w dłuższym okresie wraca do naturalnego poziomu.

Kolejną wadą jest fakt, że inflacja to zjawisko trudne do dokładnego prognozowania zarówno w krótkim, jak i długim okresie. W związku z tym pojawiają się dwa problemy. Po pierwsze, ponieważ występują długie opóźnienia pomiędzy działaniami podjętymi przez władze monetarne a ich oddziaływaniem na inflację, to przy małej przewidywalności inflacji niełatwo będzie osiągnąć określony cel. Po drugie, jeśli inflacja nie daje się przewidzieć dokładnie, a zatem nie może być precyzyjnie kontrolowana, to trudno ocenić, czy bank centralny zrobił wszystko, aby wypełnić swoje zadanie – przez co jego wiarygodność może ucierpieć. Problem ten może być rozwiązywany głównie poprzez opracowywanie coraz lepszych modeli inflacji. Należy także zwrócić uwagę, że w krajach przywiązujących wagę do niskiej inflacji, zjawisko to jest łatwiej przewidywalne<sup>24</sup>.

Inni badacze<sup>25</sup> krytykują strategię BCI ze względu na występującą, ich zdaniem, sztywność tego modelu, która nie pozwala bankom centralnym działać w wypadku zaistnienia nieprzewidzianych okoliczności. Wydaje się jednak, że polityka BCI nie jest polityką związaną regułami<sup>26</sup> w ścisłym tego słowa znaczeniu. Oczywiście, jej zasadą jest osiągnięcie określonego celu inflacyjnego, a nie zmniejszanie bezrobocia czy przyspieszanie tempa wzrostu. Należy jednak zwrócić uwagę, że sposób dojścia do tego celu może być bardzo różny: bank centralny powinien uwzględniać możliwie najwięcej

<sup>23</sup> T. Laubach, A. Posen, *Some Comparative Evidence on the Effectiveness of Inflation Targeting*, Federal Reserve Bank of New York Paper, No 14, 1997.

<sup>24</sup> B. Bernake, F. Mishkin, *Inflation Targeting: A New Framework for Monetary Policy?*, NBER Working Paper, No 5893, Cambridge 1997.

<sup>25</sup> B. Friedman, K. Kuttner, *A Price Target for U.S. Monetary Policy? Lessons from the Experience with Money Growth Targets*, „Brooking Papers on Economic Activity” 1996.

<sup>26</sup> Polityką związaną regułami jest np. ustalenie z góry stałego wzrostu podaży pieniądza i utrzymywanie tego tempa bez względu na okoliczności, tak jak zalecali to monetaryści.

informacji i stosować najlepsze dostępne mu środki, aby wykonać swoje zadanie.

Poza tym omawiana strategia zezwala na znaczną dozę polityki dyskrecyjnej<sup>27</sup>. Banki centralne mogą reagować na zmiany w dochodzie i fluktuacje na kilka różnych sposobów: poprzez wspomniane już wyłączenia ze wskaźnika inflacji zmian cen spowodowanych przez szoki podażowe; stosowanie dość szerokich przedziałów, w których może wahać się inflacja; zmianę celów inflacyjnych w wypadku pojawienia się niekorzystnych okoliczności zewnętrznych. Podsumowując: polityka bezpośredniego celu inflacyjnego nie jest klasyczną polityką związaną regułami, nie jest też całkowicie dyskrecjonalna – stanowi pewne zestawienie obu modeli<sup>28</sup>.

Po zaprezentowaniu teoretycznych założeń polityki bezpośredniego celu inflacyjnego można przedstawić wyniki, jakie osiągnęły kraje stosujące tę metodę ograniczania wzrostu cen.

Ogólnie rzecz ujmując, można uznać, że kraje, które wprowadziły strategię bezpośredniego celu inflacyjnego odniosły sukces. Inflacja w tych państwach pozostaje pod kontrolą, w granicach zakreślonych we wcześniejszych ustaleniach. Przekroczenia założonego celu są rzadkie i zwykle bardzo niewielkie. Nie można przypisać tego co prawda jedynie nowej polityce, gdyż inflacja spadła także w wielu krajach stosujących inne metody ograniczania wzrostu cen. Omawiane gospodarki odnotowały jednak większe tempo dezinflacji niż pozostałe kraje na porównywalnym poziomie rozwoju gospodarczego. Jest to tym większy sukces, że podejmowane wcześniej działania zwykle zawodziły i tempo wzrostu cen było znacznie wyższe niż u partnerów gospodarczych. Sugeruje to, że metoda BCI jest szczególnie dobra dla krajów, którym brakuje wiarygodności w walce z inflacją.

Nie ma też dowodów, że dezinflacja spowodowała długoterminowe straty w gospodarce. W większości krajów na początkowym etapie walki z inflacją bezrobocie co prawda wzrosło, ale później zrównało się z występującym w innych rozwiniętych gospodarkach. W dłuższym okresie poprawił się też klimat inwestycyjny i perspektywy długoterminowego wzrostu.

Biorąc pod uwagę także inne zalety strategii BCI – wzrost przezroczystości, wiarygodności i odpowiedzialności banku centralnego, jak również jego zobowiązanie do utrzymywania niskiej inflacji jako podstawowy cel działalności, wydaje się, że polityka bezpośredniego celu inflacyjnego jest obecnie jedną z najciekawszych możliwości ograniczania inflacji<sup>29</sup>.

<sup>27</sup> Polityka dyskrecyjna zakłada dostosowanie polityki antyinflacyjnej do ciągle zmieniających się warunków.

<sup>28</sup> Więcej o zaletach i wadach polityki bezpośredniego celu inflacyjnego patrz: F. Mishkin, *International...*, s. 23–27; F. Mishkin, *Strategies...*, s. 22–28; F. Mishkin, A. Posen, *Inflation Targeting...*, s. 6–8.

<sup>29</sup> O doświadczeniach poszczególnych krajów m. in. w: B. McCallum, *Inflation Targeting in Canada, New Zealand, Sweden, the United Kingdom, and in General*, NBER Working Paper,

Mając na względzie wymienione wyżej zalety strategii bezpośredniego celu inflacyjnego oraz niedogodności innych metod ograniczania wzrostu cen, w roku 1998 Rada Polityki Pieniężnej przyjęła nową strategię polityki pieniężnej na lata 1999–2003<sup>30</sup>. Podstawą tej polityki ma być stosowanie metody BCI. Średniookresowym celem Narodowego Banku Polskiego jest osiągnięcie inflacji nie wyższej niż 4% w roku 2003. Miernikiem inflacji jest indeks cen towarów i usług konsumpcyjnych CPI.

Wskaźnik ten został wybrany ze względu na fakt stosowania go od początku transformacji, a co za tym idzie dobrej jego znajomości wśród społeczeństwa. Indeks ów ma jednak pewne wady, gdyż duże znaczenie mają w nim dobra i usługi, których ceny są regulowane przez państwo oraz takie, które podlegają silnym wahaniom sezonowym (żywność, paliwa).

Cel inflacyjny ma być ustalany w niezbyt szerokim przedziale, tak aby z jednej strony umożliwić reakcję na niekorzystne szoki pojawiające się w gospodarce, a z drugiej nie osłabić wiarygodności prowadzonej polityki. Cel będzie ustalany na jeden rok.

Bank centralny może wykorzystywać całe dostępne mu instrumentarium polityki pieniężnej, aby zapewnić osiągnięcie założonego celu. Podstawowymi stopami są stopa lombardowa (wyznaczająca górną granicę stóp na rynku międzybankowym) oraz redyskontowa. Stopą referencyjną jest stopa krótkookresowych operacji otwartego rynku (wyznaczająca minimalne oprocentowanie na rynku instrumentów o podobnym okresie zapadalności). Operacje otwartego rynku pozostają podstawowym instrumentem oddziaływania na system bankowy.

Realizacja strategii w latach 1999–2000 nie zakończyła się niestety sukcesem. W roku 1999 za cel inflacyjny przyjęto wskaźnik 8,0%–8,5%, który później obniżono do poziomu 6,6%–7,8%. Inflacja ostatecznie wyniosła 9,8%. W roku 2000 cel ustalono na poziomie 5,4%–6,8%, a inflacja osiągnęła poziom 8,5%. Przekroczenie celu inflacyjnego było spowodowane głównie rosnącymi cenami paliw i żywności. Jednak również zbyt łagodna polityka pieniężna NBP przyczyniła się do wysokiego wskaźnika inflacji: na początku 1999 r. obniżono stopy procentowe o 2,5–3 punkty procentowe. Późniejsze kilkakrotne podwyżki stóp nie doprowadziły do osiągnięcia celu inflacyjnego. Nieskuteczność NBP jest tym większa, że jest on obecnie całkowicie niezależny w swych działaniach i nie musi podporządkowywać się decyzjom Sejmu, obligującego go np. do finansowania deficytu budżetowego. Przekroczenie celu inflacyjnego w 1999 i 2000 r. przyczyniło się

No 5579, Cambridge 1996; G. Debelle, *Inflation Targeting...*; F. Mishkin, A. Posen, *Inflation Targeting...*

<sup>30</sup> Średniookresowa strategia polityki pieniężnej na lata 1999–2003, Rada Polityki Pieniężnej, NBP, Warszawa 1998.

do znacznego obniżenia wiarygodności banku, co również w przyszłości może skutkować trudnościami w walce z inflacją.

Mimo powyższych zastrzeżeń wydaje się, że w obecnych warunkach strategia bezpośredniego celu inflacyjnego jest najlepszym sposobem na osiągnięcie niskiej inflacji. Konsekwentne prowadzenie twardej polityki pieniężnej powinno zaowocować spadkiem tempa wzrostu cen w dłuższej perspektywie. Gdy wskaźnik inflacji w Polsce stanie się porównywalny z tym wskaźnikiem w Unii Europejskiej, będzie można wprowadzić stały kurs złotego w stosunku do euro oraz obniżyć stopy procentowe. Wówczas spełnione zostaną kryteria monetarne członkostwa w Unii Monetarnej i stanie się możliwe wprowadzenie w Polsce wspólnej waluty europejskiej.

*Maciej Dykto*

**NATIONAL BANK OF POLAND STRATEGY  
OF MONETARY POLICY BEFORE JOINING EUROPEAN MONETARY UNION –  
PROBLEMS WITH CHOICE**

Integration with European institutions is the strategical aim of Poland. One of the partial tasks is the implementation of the common European currency – euro. The implementation will be possible after establishing low rate of inflation and low long-term interest rates. The purpose of this article is to analyse strategies of monetary policy which can be chosen by National Bank of Poland.

First of the strategies is the controll of money supply. According to M. Friedman inflation can be tamed when supply of money grow slowly and steadily. It is true when demand for money is stable. Since the demand for money in Poland changes quite rapidly, the strategy is not suitable for NBP.

Another possible strategy is introduction of fixed exchange-rate to foreign currency. In this case the rate of inflation will eventually be at a level observed abroad. This strategy does not allow the central bank to set interest rates independently.

One of the form of fixed exchange-rate regime is currency board. In this case domestic currency should be fully covered by foreign reserves.

The last described strategy is direct inflation targeting. The regime demands that central bank achieved the rate of inflation that had been previously set. The bank does not have to achieve any operational or indirect targets. The strategy is probably the most suitable for Poland and it was introduced by National Bank of Poland in 1999.