

Joanna Bogolebska*

**STRATEGIA BEZPOŚREDNIEGO CELU INFLACYJNEGO
W POLITYCE NBP
WYZWANIA I ZAGROŻENIA**

1. RÓŻNE STRATEGIE POLITYKI PIENIĘŻNEJ – KRYTERIA I SPOSOBY WYBORU

Strategia polityki pieniężnej jest to sposób postępowania stosowany przez bank centralny dla osiągnięcia ostatecznych celów polityki pieniężnej za pomocą różnych instrumentów. Nie można jednoznacznie stwierdzić, jaka strategia polityki pieniężnej jest najlepsza, gdyż jej wybór jest uzależniony od konkretnych uwarunkowań danej gospodarki. Warunki ramowe, mające istotne znaczenie dla wyboru strategii polityki pieniężnej, można ująć w następujących czterech kompleksach:

- postawy podmiotów gospodarczych,
- stopień koordynacji polityki finansowej i polityki pieniężnej,
- stopień koordynacji polityki dochodowej i podziału z polityką pieniężną,
- stopień zaangażowania danej gospodarki w międzynarodowy podział pracy w powiązaniu z systemem kursu walutowego¹.

Problem strategii polityki pieniężnej wymaga rozważenia, jakie są możliwe cele polityki pieniężnej, a dopiero potem odpowiedzi na pytanie o sposoby ich realizacji, a w szczególności o to, który sposób jest najlepszy ze względu na osiągnięcie najwyższego stopnia realizacji celu².

Podmiot polityki pieniężnej musi więc dokonywać wyborów.

Historycznie celem działalności banków centralnych i prowadzonej przez nie polityki pieniężnej była stabilność pieniądza, utrzymanie jego siły nabywczej wewnątrz kraju i odpowiedniego parytetu w stosunku do innych walut³. Po drugiej wojnie światowej pojawiły się poglądy, że polityka

* Mgr, doktorantka w Katedrze Handlu i Finansów Międzynarodowych UŁ.

¹ P. S cha a l, *Pieniądz i polityka pieniężna*, PWE, Warszawa 1996, s. 408.

² R. K o k o s z c z y ń s k i, *Strategie polityki pieniężnej – kryteria i sposoby wyboru*, „Bank i Kredyt” 1998, nr 6.

³ W. B a k a, *Bankowość centralna*, Biblioteka Menedżera i Bankowca, Warszawa 1998, s. 51.

pieniężna powinna być integralną częścią polityki gospodarczej państwa. Sformułowano wówczas tezę, że równorzędnymi celami polityki gospodarczej powinny być: walka z inflacją, wzrost gospodarczy i wzrost zatrudnienia, a więc kształtowanie się wskaźników wyznaczających wielkość dobrobytu całego społeczeństwa.

Na przełomie lat siedemdziesiątych pogląd ten zaczął tracić na znaczeniu. Uznano, że wykorzystywanie polityki pieniężnej do sterowania wielkością produkcji i zatrudnienia prowadzi do wyższej inflacji, której z kolei nie towarzyszy ani trwale wyższe zatrudnienie, ani trwale wyższy poziom produkcji. Na tak diametralną zmianę podejścia miały wpływ doświadczenia inflacyjne krajów rozwiniętych z lat siedemdziesiątych. Prowadzona wówczas antycykliczna, aktywna polityka pieniężna, nakierowana na redukcję bezrobocia i stabilizowanie koniunktury, w dłuższym okresie prowadziła jedynie do wyższej inflacji, a nie do niższego bezrobocia. Uświadomiono sobie, jak wysokie koszty społeczne niesie za sobą inflacja.

W tej sytuacji powszechną akceptację zyskał pogląd, że wyłącznym celem polityki pieniężnej powinno być osiągnięcie, a następnie utrzymywanie niskiej inflacji. Coraz powszechniejsza zgoda, że celem polityki pieniężnej powinna być stabilizacja poziomu cen (rozumiana jako roczny wzrost cen w przedziale 0–2%), otworzyła pole do dyskusji nad wyborem optymalnej strategii realizacji tego celu.

W praktyce banków centralnych stosuje się obecnie dwa podejścia przy prowadzeniu polityki pieniężnej⁴.

1. Pierwsze podejście polega na wyznaczeniu celów pośrednich i operacyjnych, które służyć mają osiągnięciu celu finalnego (strategicznego), jakim jest stabilizacja cen. Potrzeba wyznaczania celów pośrednich wynika stąd, że są one parametrami, które zachowują przewidywalny związek z celem finalnym, a jednocześnie są wrażliwe na oddziaływanie za pomocą instrumentów polityki pieniężnej. Kontrola procesu realizowania i ewentualnego korygowania celu pośredniego jest łatwiejsza niż celu strategicznego⁵. Tego typu koncepcja prowadzenia polityki pieniężnej określana jest mianem triady celów. Do strategii opartych na celach pośrednich należą:

- a) kontrola kursu walutowego,
- b) kontrola agregatów pieniężnych,
- c) kontrola stóp procentowych.

2. Drugie podejście oznacza rezygnację z celów pośrednich i operacyjnych. Określa się je mianem modelowo-optymalizującego. Są to:

- a) bezpośrednia strategia inflacyjna,
- b) podejście eklektyczne bez formułowania zewnętrznych celów pośrednich, tzw. „just do it strategy”.

⁴ Por. P. Szpunar, *Cele polityki pieniężnej a jej skuteczność*, „Bank i Kredyt” 1998, nr 6.

⁵ A. Kaźmierczak, *Podstawy polityki pieniężnej*, PWN, Warszawa 1998, s. 170.

Kwestia zasadności stosowania celów pośrednich jest obecnie, w sytuacji gdy wiele banków centralnych zaprzestało ich określania i prowadzi bezpośrednią strategię inflacyjną, szczególnie aktualna. Cele pośrednie polityki pieniężnej są wobec siebie sprzeczne, zatem skuteczna kontrola jednego z trzech rodzajów celów pośrednich wymaga dostosowań pozostałych kategorii, pozbawiając bank centralny wpływu na ich zmiany.

Strategia kontroli kursu walutowego (*exchange rate targeting* – 1a) polega na związaniu kursu wymiennego waluty kraju z walutą dużego kraju lub grupy krajów o niskiej inflacji. Może to oznaczać wprowadzenie kursu stałego lub innych form administrowanego reżimu kursowego. Strategia ta wyklucza prowadzenie niezależnej polityki pieniężnej, a co za tym idzie, możliwości reakcji na szoki występujące w gospodarce. Dlatego wykorzystywana jest głównie w programach stabilizacyjnych krajów o bardzo wysokiej inflacji lub w wielostronnych porozumieniach walutowych.

Strategia polityki pieniężnej oparta na kontroli agregatów pośrednich (*monetary targeting* – 1b) była wykorzystywana przez wszystkie ważniejsze banki centralne świata od połowy lat siedemdziesiątych. Zakłada, że tempo przyrostu cen zależy od dynamiki podaży pieniądza. Uznaje się zatem możliwość kontroli inflacji w długim okresie przez kontrolę podaży pieniądza. Po ustaleniu pożądanego przyrostu pieniądza w danym okresie bank centralny tak wpływa na procesy zachodzące w gospodarce, aby przyjęty cel mógł zostać zrealizowany. Realizując tę strategię, bank centralny określa cele operacyjne, jest to albo kontrola krótkoterminowych stóp procentowych rynku pieniężnego, albo kontrola wąskiego agregatu pieniężnego (tzn. pieniądz rezerwowy lub jego wydzielone części: rezerwy obowiązkowe, rezerwy nadwyżkowe itp.) Najbardziej znanym przykładem banku centralnego realizującego politykę pieniężną przy zastosowaniu agregatowego celu pośredniego jest niemiecki Bundesbank. W grudniu 1974 r. Bundesbank, jako pierwszy bank centralny, ogłosił publicznie, że celem jego polityki pieniężnej na najbliższy rok jest agregat monetarny. Podaż pieniądza miała wzrosnąć o 8% między grudniem 1974 r. a grudniem następnego roku. W 1987 r. Bundesbank zastąpił bazę monetarną szerokim agregatem M3. Mimo iż ilościowy cel pośredni nie w każdym roku był osiąganym, to niemiecką politykę pieniężną należy uznać za sukces, biorąc stabilizację cen za podstawowe kryterium oceny jej skuteczności. W rzeczywistości, relacja między pieniądzem a inflacją nie jest jedyną zmienną decyzyjną, jaką Bundesbank bierze pod uwagę przy prowadzeniu polityki pieniężnej. Strategia ta zapewnia przejrzystość prowadzonej polityki oraz zwiększa wiarygodność banku centralnego. Dlatego też Bundesbank stara się utrwalić wizerunek swojej polityki, jako prowadzonej w myśl teorii monetarystycznej, mimo że jego sposób postępowania polega na elastycznych dopasowaniach do zmian wielu parametrów makroekonomicznych.

Strategia polityki pieniężnej oparta na kontroli stóp procentowych (1c) nie jest w zasadzie stosowana. Polityka stóp procentowych w większym stopniu jest wykorzystywana jako instrument osiągania celów polityki pieniężnej, aniżeli odrębny cel pośredni. Stopy procentowe są wykorzystywane jako narzędzie zarówno kontroli przyrostu pieniądza, kontroli kursu walutowego, jak i osiągania bezpośrednich celów inflacyjnych.

Przyjęcie bezpośredniej strategii inflacyjnej (*direct inflation targeting* – 2a) oznacza rezygnację z wyznaczania celów pośrednich. Rolę tradycyjnego celu pośredniego odgrywają bieżące prognozy inflacji dokonywane przez władze monetarne. Teoretycznie prowadzenie polityki pieniężnej opartej na celu inflacyjnym jest proste. Najpierw bank centralny ogłasza cel inflacyjny. Następnie bank centralny prognozuje inflację. Jeśli prognoza jest powyżej górnej granicy celu inflacyjnego, polityka pieniężna ulega zaostrzeniu, a więc podnosi się stopy procentowe. Z kolei jeśli prognoza inflacji jest poniżej dolnej granicy celu inflacyjnego, bank centralny luzuje politykę pieniężną, a więc obniża stopy procentowe. Strategia ta opiera się więc na takim sterowaniu poziomem krótkoterminowych stóp procentowych, by umożliwić osiągnięcie wyznaczonego celu inflacyjnego. W praktyce realizacja celu inflacyjnego zależy od spełnienia kilku warunków:

- umiejętności opracowywania przez bank centralny trafnych prognoz inflacji (wymaga to długich przedziałów czasowych),
- zrozumienia właściwości występującego mechanizmu transmisji impulsów stóp procentowych – w jaki sposób i z jakim opóźnieniem różne podmioty gospodarcze reagują na zmiany oprocentowania,
- skutecznej kontroli stóp procentowych przez bank centralny,
- przewagi wśród przyczyn inflacji czynników o charakterze monetarnym⁶.

Warunkiem niezbędnym jest również możliwość prowadzenia niezależnej polityki pieniężnej. Do podstawowych zalet tej strategii należą: elastyczność prowadzonej polityki, brak konieczności reakcji na zmianę jednego parametru bez względu na całościową ocenę sytuacji. Po raz pierwszy strategia bezpośredniego celu inflacyjnego została wprowadzona w Szwecji na początku lat trzydziestych, kiedy to określono wskaźnik dopuszczalnego wzrostu cen. Na szeroką skalę jest wykorzystywana przez banki centralne od początku lat dziewięćdziesiątych. Jej popularność tłumaczy się tym, że stosowane dotychczas strategie okazały się zawodne. Relacje między podażą pieniądza a poziomem cen stały się niestabilne. Uważa się, że przyczyniły się do tego: liberalizacja przepływów kapitałowych, deregulacja rynków pieniężnych oraz gwałtowny rozwój rynków terminowych i instrumentów pochodnych. Kontrolowanie podaży pieniądza stało się trudniejsze, więc sterowanie podażą

⁶ Z. Polański, *Polityka pieniężna w Polsce w drugiej połowie lat 90.: bieżące problemy i strategiczne wyzwania*, „Bank i Kredyt” 1998, nr 5.

pieniądza straciło częściowo na znaczeniu. Również w wyniku nasilonych ataków spekulacyjnych kapitału zagranicznego kontrola kursu walutowego przestała być strategią niezawodną. Nowa Zelandia jako pierwsza formalnie wprowadziła w 1990 r. strategię bezpośredniego celu inflacyjnego. Do 1995 r. dołączyły: Kanada, Australia, Izrael, Wielka Brytania, Szwecja, Finlandia, Meksyk, Hiszpania. W ich ślady poszedł bank centralny Czech, a w 1998 r. Polski. Bank Anglii wprowadził strategię bezpośredniego celu inflacyjnego w 1992 roku, po opuszczeniu Europejskiego Systemu Walutowego. Zdecydowano się na tę strategię po niepowodzeniach poprzednich: kontroli agregatów pieniężnych i kontroli kursu walutowego. Poprzednia polityka antyinflacyjna straciła swoją wiarygodność. Decyzję o wprowadzeniu bezpośredniej strategii inflacyjnej należy oceniać pozytywnie, gdyż inflacja spadła do poziomu najniższego w ciągu ostatnich 50 lat. Założenie, że cel inflacyjny wyklucza inne cele, takie jak ustalanie przyrostu pieniądza lub zmian poziomu kursu walutowego, jest czysto teoretyczne. W praktyce, kraje stosujące bezpośrednią strategię inflacyjną muszą kontrolować pozostałe wielkości. Finlandia i Hiszpania, przed przystąpieniem do Unii Gospodarczej i Walutowej z początkiem 1999 r. musiały czuwać nad zachowaniem się kursów ich walut w ramach Europejskiego Systemu Walutowego. Kraje, które nie ułynęły w pełni swych walut – w tym Polska – siłą rzeczy zachowują pewien, choć ograniczony, wpływ na kształtowanie mechanizmu kursowego. Przyjmuje się, że obecnie dziewięć krajów stosuje bezpośrednią strategię inflacyjną.

Podejście eklektyczne, określane jako „just do it strategy” (2b), polega na przyznaniu władzom monetarnym całkowitej swobody w działaniu, bez formułowania jakichkolwiek celów pośrednich. Tego typu podejście oznacza zmienność celu finalnego. Nie jest nim wyłącznie osiągnięcie i utrzymanie niskiej inflacji, ale także prowadzenie polityki antycyklicznej. W sytuacji niskiej lub umiarkowanej inflacji stabilizuje się koniunkturę, zaś ogranicza się inflację, gdy jest ona wysoka lub występuje niebezpieczeństwo jej wzrostu. Strategia ta różni się tym od bezpośredniej strategii inflacyjnej, że nie ogłasza się tu oficjalnej prognozy inflacyjnej jako celu zewnętrznego. Główną zaletą tego podejścia jest absolutna swoboda działania władz monetarnych i związana z tym elastyczność dostosowań do zmian w sytuacji gospodarczej. Wadą – brak przejrzystości podejmowanych decyzji. Przykładem banku centralnego stosującego to podejście jest amerykański System Rezerwy Federalnej.

Istnieje wiele strategii polityki pieniężnej, lecz w rzeczywistości granice między nimi nie zawsze są czytelne. Strategia agregatów pieniężnych w pewnym stopniu jest zbliżona do bezpośredniego celu inflacyjnego. Różni je zakres wykorzystywanych informacji. Polityka ekonomiczna oparta na celach pieniężnych bierze pod uwagę przede wszystkim monetarne zmienne

ekonomiczne. Tymczasem prognozy inflacyjne wykorzystywane przy bezpośrednim celu inflacyjnym korzystają z wszystkich dostępnych, istotnych parametrów ekonomicznych. Wybór odpowiedniej strategii nie jest sprawą oczywistą i ma wiele uwarunkowań. Na przykład strategia oparta na eklektycznym podejściu *just do it* ma szanse powodzenia jedynie w krajach o silnej pozycji banku centralnego i zaufaniu do instytucji publicznych.

W praktyce rzadko stosuje się przedstawione powyżej modelowe strategie polityki pieniężnej. Zjawiskiem powszechnym jest opieranie polityki pieniężnej na dwóch lub więcej celach, bądź też brak jednoznacznego jej sformułowania. Dla przykładu EBC (Europejski Bank Centralny) nie będzie opierał swej polityki pieniężnej wyłącznie na celu bezpośrednim. Co prawda *Traktat z Maastricht* formułuje priorytetowy cel polityki pieniężnej EBC jako stabilność cen, jednak nie zawiera żadnych dodatkowych wyjaśnień, co znaczy stabilność cen. Do Rady Zarządzającej EBC będzie należała decyzja, czy za cel przyjmie poziom inflacji, czy też ustali pośredni cel polityki pieniężnej, lub zastosuje elementy obu rozwiązań.

Największą swobodę wyboru celu mają w swej polityce pieniężnej kraje charakteryzujące się płynnym kursem walutowym i stabilnym poziomem cen⁷. Mogą one wybrać bezpośrednią strategię inflacyjną (Wielka Brytania, Szwecja, Kanada, Australia), strategię kontroli agregatów pieniężnych (Szwajcaria, RPA), wybrać więcej niż jeden cel (wspomniane już wcześniej kraje należące do Unii Gospodarczej i Walutowej, tzw. Euro-11, Meksyk), wreszcie stosować cele dyskrecjonalne, czyli politykę przystosowywania działalności banku centralnego do potrzeb bieżącej działalności (Stany Zjednoczone, Japonia, Tajlandia).

Kraje, które nie mają płynnych kursów walutowych (lecz np.: zmienne pasmo wahań, ustalone pasmo wahań, kurs stały), z reguły decydują się na stabilność waluty jako główny cel polityki pieniężnej. Stabilność waluty jest głównym celem w polityce pieniężnej Norwegii, Grecji, Danii, Węgier, Wenezueli, Litwy, Łotwy, ale od tej reguły jest sporo wyjątków. Niektóre kraje, których waluty nie mają kursów płynnych, stosują strategię kontroli agregatów pieniężnych (Chiny, Rosja, Słowenia). Więcej niż jeden cel deklarują banki centralne Słowacji, Turcji, Egiptu. Na strategię bezpośredniego celu inflacyjnego zdecydowały się: Izrael, Chile, Czechy i Polska.

Jak już wspomniano, w praktyce niektóre strategie różnią się od zadeklarowanych, zmierzając w kierunku więcej niż jednego celu. Wybór strategii polityki pieniężnej tylko w ujęciu teoretycznym sprowadza się do dylematu „albo-albo”. W teorii dla skutecznego kontrolowania podaży pieniądza należy zezwolić na swobodne kształtowanie się kursu walutowego i *vice versa*. W praktyce, wiele krajów, które uznały przyrost pieniądza za wiodący

⁷ Por. G. Wójtowicz, *Monetarna mapa świata*, „Gospodarka”, 21.8.1999, nr 33.

cel polityki pieniężnej, przywiązuje podobną wagę do inflacji lub kursu walutowego. Również w krajach, które pierwszorzędną rolę przypisują stabilności walutowej, nie ignoruje się celu inflacyjnego.

Warto zwrócić uwagę na fakt, że kontrolę kursu walutowego stosuje część krajów należących do Unii Europejskiej, które nie weszły do Unii Gospodarczej i Walutowej, np. Grecja, Dania. W ramach ERM II (Exchange Rate Mechanism II) stabilizowane są kursy między euro a koroną duńską i drachmą grecką. Wcześniej, przed utworzeniem UGW, utrzymywanie stałego kursu waluty narodowej wobec DEM było celem polityki pieniężnej małych gospodarek, o dużym udziale handlu zagranicznego w dochodzie narodowym: Belgii, Holandii, Austrii.

Dokonany przegląd różnych strategii polityki pieniężnej oraz analiza prowadzenia tejże polityki w krajach o zróżnicowanych gospodarkach nasuwa wniosek, że optymalna strategia nie istnieje. Na formułowanie celów polityki pieniężnej, jak i na skuteczną jej realizację wpływają:

- charakter pozostałych rodzajów polityki gospodarczej, przede wszystkim polityki fiskalnej i dochodowej,
- koniunktura zewnętrzna,
- globalizacja rynków finansowych,
- inercja procesów gospodarczych.

2. DYLEMATY POLITYKI PIENIĘŻNEJ W POLSCE W LATACH DZIEWIĘDZIESIĄTYCH

2.1. Ewolucja celów pośrednich i operacyjnych w polityce pieniężnej w Polsce w latach dziewięćdziesiątych

W latach 1990–1997 polityka pieniężna w Polsce była prowadzona przez NBP na podstawie corocznych uchwał Sejmu. Dla przykładu: w 1994 r. uchwałą Sejmu cele polityki pieniężnej na rok 1995 były sformułowane następująco: 5% wzrost PKB oraz obniżenie rocznej inflacji do poziomu 17%. Obie wielkości zostały jednak znacznie przekroczone: wzrost PKB wyniósł 7%, zaś inflacja 21,6%. Trudności NBP z realizacją celów były typowe dla lat 1990–1997. Odchylenia miały zmienną skalę i różne kierunki, choć zdecydowanie dominowały przekroczenia. Nie rzutowało to korzystnie na budowę wiarygodności polskiego banku centralnego. Należy zaznaczyć, że niezrealizowanie celów pośrednich wynikało w dużej mierze z czynników niezależnych i zależało od NBP. Do uwarunkowań niezależnych od banku centralnego należy zaliczyć niestabilność instytucjonalną polskiej gospodarki w latach dziewięćdziesiątych, która powodowała z jednej strony problemy

ze stabilnością funkcji popytu na pieniądź, z drugiej zaś utrudniała kontrolę podaży pieniądza. Uwarunkowania zewnętrzne (szczególnie pierwszej połowy lat dziewięćdziesiątych) znacznie utrudniały realizację polityki pieniężnej w Polsce. Należy zwrócić uwagę, że podczas gdy kraje rozwinięte biorą pod uwagę „jedynie” takie zewnętrzne czynniki makroekonomiczne, jak: *terms of trade*, kursy walut, popyt zagraniczny itp., Polska musiała uwzględnić czynniki dodatkowe, związane z transformacją systemową: zakres wymienialności złotego i zadłużenie zagraniczne.

Jak widać więc, w latach dziewięćdziesiątych, strategią polityki pieniężnej NBP była triada celów. Koncepcja ta osiągnęła szczytową fazę w latach 1996–1997, kiedy w *Założeniach polityki pieniężnej* zapisano: cel finalny (planowany poziom inflacji podawany w ustawie budżetowej), cel pośredni (przyrost podaży pieniądza) oraz cel operacyjny (wielkości dotyczące kształtowania się pieniądza rezerwowego).

Do roku 1998 cel inflacyjny był więc wyznaczany jedynie jako cel finalny, ale nie jedyny. Równolegle celem tym mogły być takie parametry, jak: kurs walutowy, realny wzrost PKB, saldo bilansu płatniczego.

W okresie 1990–1991 w Polsce stosowana była strategia kontroli kursu walutowego. Sztywny kurs walutowy z początku okresu transformacji był tzw. kotwicą antyinflacyjną (wprowadzenie tzw. nominalnej kotwicy polega na zobowiązaniu oparcia polityki pieniężnej na pewnej nominalnej wielkości, dzięki czemu można wyeliminować niebezpieczeństwo gwałtownego wzrostu stopy inflacji. Oprócz kursu walutowego przykładem kotwicy nominalnej jest podaż pieniądza, cena złota, nominalny produkt narodowy⁸).

Wobec pogorszenia sytuacji w rachunku bieżącym bilansu płatniczego, otwartości gospodarki na przepływy kapitałowe oraz braku koordynacji polityki pieniężnej z fiskalną pojawiła się groźba załamania procesu dezinflacji. Polska odstąpiła więc od tej strategii. Właściwie od tego momentu nie da się powiedzieć, który z wcześniej opisanych modeli polityki pieniężnej Polska stosowała. Realizowana przez NBP w latach 1993–1997 strategia polityki pieniężnej nie mieściła się w zasadzie w żadnym z modeli, mimo że wykorzystywała pewne elementy każdego z nich⁹. Była to strategia elastycznego dostosowywania polityki pieniężnej do warunków makroekonomicznych (w czym przypominała strategię *just do it*), której przyświecało przyjęte założenie trwałości procesu dezinflacji. Proces dezinflacji miał następować konsekwentnie, stopniowo, dzięki czemu oczekiwania inflacyjne łatwiej mogły dostosować się do spadającej inflacji. Wskaźnik inflacji

⁸ R. Caves, J. Frankel, R. Jones, *Handel i finanse międzynarodowe*, PWE, Warszawa 1998, s. 664.

⁹ J. Osiński, *Polityka pieniężna Narodowego Banku Polskiego w okresie 1993–1997. Doświadczenia i możliwość wykorzystania w przyszłości wniosków z nich płynących*, „Bank i Kredyt” 1999, nr 7–8.

podawany był jedynie na najbliższy rok (punktowo), nikt nie ponosił odpowiedzialności za jego zrealizowanie. Wynikało to z wadliwego systemu stanowienia polityki pieniężnej: bank centralny nie był w pełni niezależny, cele polityki pieniężnej formułowane w kolejnych *Założeniach polityki pieniężnej* były często wypadkową przetargów politycznych w trójkącie Ministerstwo Finansów–Sejm–NBP. Rząd i Parlament miały ponadto możliwość ingerencji w niektóre istotne instrumenty polityki pieniężnej, jak: kredyt dla budżetu i polityka kursu walutowego.

2.2. Bezpośrednia kontrola inflacji nową strategią polityki pieniężnej w Polsce

Od 1998 r. zmienił się radykalnie instytucjonalny proces podejmowania decyzji w zakresie polityki pieniężnej. Nowa *Konstytucja* i nowa *Ustawa o Narodowym Banku Polskim* zagwarantowały bankowi centralnemu niezależność. Wyrazem niezależności było powołanie Rady Polityki Pieniężnej, jako kolegialnego i niezależnego podmiotu polityki pieniężnej. Rada składa się z Prezesa NBP oraz 9 członków powoływanych na 6-letnią, nieodnawialną kadencję. Rada ustala coroczne *Założenia polityki pieniężnej*. Kierując się przyjętymi założeniami, ustala wysokość stóp procentowych, określa zasady operacji otwartego rynku, zasady i stopy rezerwy obowiązkowej banków komercyjnych oraz podejmuje decyzje dotyczące polityki kursowej. Tak więc Rada Polityki Pieniężnej stała się głównym podmiotem polityki pieniężnej państwa. Kolejnym przejawem niezależności NBP był konstytucyjny zakaz finansowania przez bank centralny deficytu budżetowego, co w praktyce przełożyło się na poprawę warunków kontroli podaży pieniądza.

Zmiana systemu decyzyjnego w NBP stworzyła podstawy ku temu, by realizowana polityka pieniężna była przejrzysta i wiarygodna. Jest to szczególnie istotne w perspektywie integracji z Unią Europejską.

Najważniejszą decyzją Rady Polityki Pieniężnej było uchwalenie 23 września 1998 r. *Średniookresowej Strategii Polityki Pieniężnej na lata 1999–2003*. Oznacza ona *de facto* nowe zasady prowadzenia polityki pieniężnej. Będzie się ona opierać na bezpośredniej kontroli inflacji. Rada uznała, że w obecnej sytuacji ekonomicznej, przy takich, a nie innych uwarunkowaniach wewnętrznych i zewnętrznych, oraz wobec aspiracji Polski do członkostwa w Unii Europejskiej, a w przyszłości w Unii Gospodarczej i Walutowej, jest to strategia najlepsza. Rada tłumaczyła swą decyzję tym, iż dotychczasowa strategia, łącząca elementy kontroli kursu walutowego i kontroli przyrostu podaży pieniądza, nie była do końca skuteczna. Nie dało się w pełni realizować obu celów pośrednich, w dodatku sprzecznych wobec siebie. Ponadto rada uznała, że również pozostałe, modelowe strategie polityki

pieniężnej nie byłyby najlepszym rozwiązaniem w obecnej sytuacji. Kontrola kursu walutowego nie wydawała się odpowiednią strategią wobec występujących zaburzeń na rynkach finansowych. Ponadto wprowadzenie stałego kursu walutowego dokonałoby się „wbrew uwzględnianej dotąd logice stopniowego upłynniania kursu złotego i mogłoby oddalić perspektywę stabilnego włączenia złotego do systemu ERM 2”¹⁰. Z kolei kontrola wielkości agregatów pieniężnych nie jest użyteczna, gdy nie ma stabilnych związków między pieniądzem a inflacją.

Konieczność skutecznego ograniczenia inflacji można uświadomić sobie porównując stopy inflacji w różnych krajach zaliczanych do *emerging markets*. Pod względem tego wskaźnika makroekonomicznego Polska zajmuje końcowe miejsce. Szybkie ograniczenie inflacji konieczne jest wobec perspektywy członkostwa w Unii Europejskiej.

Decyzja Rady Polityki Pieniężnej w sprawie *Średniookresowej Strategii Polityki Pieniężnej* wywołała debatę, czy rzeczywiście jest to dla Polski najlepsze rozwiązanie. Niektórzy ekonomiści dowodzą, że Polska nie spełnia warunków, jakie leżą u podstaw metody bezpośredniej kontroli inflacji: umiejętności budowania precyzyjnych prognoz inflacyjnych, rozpoznania reakcji podmiotów gospodarczych na zmiany stóp procentowych, kontrolowania poziomu stóp procentowych kształtujących się w gospodarce. Przeciwnicy decyzji rady dowodzą, że dotychczas strategia bezpośredniego celu inflacyjnego była wprowadzana w wysoko rozwiniętych krajach (Wielka Brytania, Kanada, Nowa Zelandia), w warunkach niskiej (ok. 4 %) rocznej inflacji. Celem strategii było więc raczej utrzymanie niskiego poziomu inflacji niż jego osiągnięcie. Ponadto większe jest prawdopodobieństwo trafności prognozy inflacyjnej przy jej niskim poziomie niż wysokim. Z krajów przeżywających transformację ustrojową jedynie Czechy wprowadziły do polityki pieniężnej strategię bezpośredniego celu inflacyjnego. Ponieważ zrobiły to dopiero na początku 1998 r., Polska nie będzie mogła skorzystać z ich doświadczeń.

Na mocy decyzji rady, bezpośrednim celem polityki pieniężnej jest obniżenie inflacji do poziomu poniżej 4% rocznie do roku 2003. Celem dodatkowym jest wsparcie rozwoju nowoczesnego rynku finansowego.

Pierwszym problemem, jaki stoi przed władzami monetarnymi decydującymi się na strategię bezpośredniego celu inflacyjnego, jest zdefiniowanie miary inflacji. Wynika to z tego, że powszechnie znanymi miarami inflacji są:

- wskaźnik wzrostu cen towarów i usług konsumpcyjnych (CPI),
- wskaźnik cen producentów (PPI),
- deflator PKG.

¹⁰ Uchwała Rady Polityki Pieniężnej z dnia 23.IX.1998 r. *W sprawie średniookresowej strategii polityki pieniężnej na lata 1999–2003*, „Monitor Polski” 1998, nr 36.

Jednak wyliczony przy pomocy tych wskaźników poziom inflacji może czasami znacznie się różnić. Problemem jest kwestia dóbr podatnych na przejściowe, często krótkookresowe wahania cen, wynikające z zaburzeń podaży (żywność, surowce). Zmiany cen tych dóbr wywołane szokami podażowymi nie świadczą o inflacji, zatem polityka pieniężna nie powinna na nie reagować. Wydaje się więc, że właściwy miernik tak powinien być skonstruowany, by przy jego szacowaniu wyeliminować wzrost cen wynikający z szoków niemonetarnych. Taką miarą jest wskaźnik tzw. inflacji bazowej (*core inflation*). Może on być liczony na kilka sposobów. Najczęściej jest to wskaźnik CPI oczyszczony z jednorazowych zmian cen administracyjnych, z wpływu nagłych szoków podażowych i sezonowego wpływu zmian niektórych cen. Ta miara prezentuje tylko tę część inflacji, która jest bezpośrednio związana z czynnikami monetarnymi, a więc kontrolowanymi przez bank centralny. Mimo że indeks inflacji bazowej jest trudny do skonstruowania, precyzyjniej wytycza prognozy inflacyjne na przyszłość.

Wśród krajów, które stosują bezpośrednią strategię inflacji, tylko Szwecja, Kanada i Hiszpania wykorzystują wskaźnik CPI. Pozostałe kraje stosują mierniki inflacji bazowej.

Rada Polityki Pieniężnej przyjęła za cel wskaźnik CPI. Decyzję swą uzasadniła tym, że „taka miara inflacji stosowana jest powszechnie w polskiej gospodarce od początku okresu transformacji i jest najsilniej zakorzeniona w świadomości społeczeństwa spośród różnych wskaźników wzrostu cen”¹¹. Dalej rada argumentuje, że o wyborze wskaźnika CPI do wyznaczania celów inflacyjnych przesądza również „specyfika czynników kreujących wzrost cen w polskiej gospodarce – duży udział cen podlegających wahaniom sezonowym i cen pośrednio lub bezpośrednio administrowanych przez państwo”¹².

Kolejnym problemem przy prowadzeniu strategii bezpośredniego celu inflacyjnego jest prognoza inflacyjna. Musi ona opierać się na możliwie jak najszerszym pakiecie informacji dotyczących stanu gospodarki. Prognoza inflacyjna banku centralnego sporządzana jest niezależnie od prognoz różnych ośrodków badawczych i rządowych. Uwzględniając własną prognozę inflacyjną oraz obserwowane w przeszłości opóźnienia czasowe (*time lags*) między zmianą instrumentu polityki pieniężnej a reakcją podmiotów gospodarczych na tę zmianę, bank centralny steruje wysokością krótkoterminowych stóp procentowych.

Podstawowymi stopami procentowymi banku centralnego, w myśl *Średniookresowej Strategii Polityki Pieniężnej*, będą: stopa lombardowa (wyznaczająca górną granicę stóp rynku międzybankowego oraz ogólny kierunek zmian

¹¹ *Ibidem*.

¹² *Ibidem*.

polityki pieniężnej) oraz stopa referencyjna. Podstawowym instrumentem oddziaływania NBP na system bankowy pozostaną operacje otwartego rynku. Rada zapowiedziała również stopniową modyfikację systemu rezerw obowiązkowych.

Uchwała RPP z września 1998 r. definiuje średniookresowy cel polityki pieniężnej. Równoległe będą jednak ustalone cele na każdy rok. Założenie polityki pieniężnej na rok 1999, będący pierwszym rokiem realizacji *Średniookresowej Strategii Polityki Pieniężnej*, określa cel inflacyjny w przedziale 8–8,5%. Z kolei w roku 2000 inflacja nie może przekroczyć 5,4–6,8% (według *Założeń polityki pieniężnej na rok 2000*). Każdorazowo, w przypadku niezrealizowania celu inflacyjnego, RPP będzie musiała uzasadnić przyczyny. Dla przykładu: niepowodzenie polityki pieniężnej w 1999 r. RPP tłumaczy interwencjami na rynku rolnym, wyższymi cenami na artykuły żywnościowe oraz cenami paliw (wywołanych kilkunastoma podwyżkami w Polskim Koncernie Naftowym).

Jest wiele zagrożeń związanych z wyborem bezpośredniego celu inflacyjnego jako strategii polityki pieniężnej. Wynikają one z m. in. z niedoskonałości procesu dostosowawczego cen i płac w krótkim okresie. Skutkiem tego zjawiska jest zmniejszanie produkcji¹³. W krótkim okresie czasu istnieje wymiennosc między dynamiką produkcji a stopą inflacji. Ponadto korzyści netto dezinflacji zmniejszają się w miarę jak inflacja osiąga coraz niższy poziom. Stąd pojawia się problem, jaka dynamika procesu dezinflacji będzie optymalna dla danej gospodarki, przy jakim tempie dezinflacji koszty będą najmniejsze. Wśród ekonomistów pojawiają się poglądy, że z inflacją należy walczyć za wszelką cenę nie bacząc na koszty oraz poglądy przeciwne – że nie wolno zaniedbywać pozostałych parametrów ekonomicznych, nawet jeśli miałyby to spowolnić proces dezinflacji. Dlatego decyzja o wprowadzeniu strategii bezpośredniego celu inflacyjnego (co w praktyce oznacza długofalowego celu inflacyjnego), oznacza trafne określenie ścieżki dezinflacji – czasu, tempa i przede wszystkim kosztów. Należy pamiętać, że mimo iż krajom, które na początku lat dziewięćdziesiątych wprowadziły strategię bezpośredniego celu inflacyjnego, udało się osiągnąć stabilizację cen, dokonały tego głównie dzięki ogólnoswiatowej tendencji spadkowej cen i braku szoków podaźowych.

Uwarunkowania, w jakich znalazła się polska gospodarka, czynią prowadzenie polityki pieniężnej opartej na strategii bezpośredniego celu inflacyjnego zadaniem trudniejszym niż w innych krajach.

Realizacja polityki pieniężnej w Polsce narażona jest na wiele zagrożeń. Wynikają one z tego, że proces transformacji nie jest zakończony, zaś

¹³ T. Kozak-Lisiecka, *Korzyści wyznaczania celów inflacyjnych*, „Gospodarka Narodowa” 1999, nr 7–8.

jednocześnie Polska ma wiele zobowiązań międzynarodowych, które wymuszają liberalizację przepływów kapitałowych. Do głównych zagrożeń należą: szybki napływ kapitału zagranicznego przy ograniczonym stopniu płynności kursu walutowego, niski stopień monetyzacji gospodarki oraz wysoki poziom deficytu sektora budżetowego.

Sukces nowej strategii polityki pieniężnej zależy od wielu warunków. Bardzo wiele zależy od koordynacji polityki pieniężnej z fiskalną i dochodową. Niespójność tych polityk może podważyć wiarygodność założonego tempa dezinflacji.

Niewątpliwie wyzwaniem stojącym przed NBP jest skuteczne osłabianie oczekiwań inflacyjnych. W Polsce można już mówić o przyzwyczajeniu ludzi do życia z inflacją. Inflacja towarzyszy nam bez przerwy od 1950 r., sięgając średnio poziomu 20% rocznie (lata 1950–1998). Po wielu latach życia z inflacją i stosowania w szerokim zakresie mechanizmów indeksacyjnych, przełamywaniu tej bariery służyć będzie wiarygodność prowadzonej polityki pieniężnej i jej publiczne wsparcie¹⁴.

Uważa się, że największe zagrożenia dla efektywnej realizacji polityki pieniężnej w Polsce stanowią:

- bardzo wysoki i narastający stopień nadpłynności sektora banków komercyjnych,
- wysoki poziom deficytu sektora budżetowego,
- trudności z wykorzystywaniem ilościowych metod analizy zjawisk pieniężnych w warunkach krótkiego okresu rynkowego funkcjonowania gospodarki polskiej.

Przyczynę nadpłynności sektora bankowego upatruje się w gwałtownym wzroście rezerw walutowych NBP. Z kolei przyrost rezerw walutowych nastąpił w wyniku szybko rosnącej nadwyżki na rachunku obrotów kapitałowych bilansu płatniczego. Nadwyżkę tę spowodował głównie napływ bezpośrednich inwestycji zagranicznych i portfelowych. Doprowadziło to do tego, że nadpłynność polskiego sektora banków komercyjnych stanowi obecnie ok. 20% ich aktywów, choć jeszcze na początku lat dziewięćdziesiątych NBP był ostatecznym źródłem płynności dla sektora bankowego, a nie jego dłużnikiem. Wzrost nadpłynności sektora bankowego zagraża stabilności polityki pieniężnej, gdyż kontrola stóp procentowych przestaje być jej skutecznym instrumentem.

Nadpłynność ta, czyli zadłużenie netto banku centralnego w bankach komercyjnych, ogranicza efektywność instrumentów polityki pieniężnej, istotnie zwiększając koszty fiskalne prowadzenia tej polityki, jak również wywołując wiele innych problemów w zarządzaniu polityką pieniężną i bankiem centralnym¹⁵.

¹⁴ G. Wójtowicz, *Strategia dla złotego*, „Bank” 1998, nr 11.

¹⁵ B. Grabowski, *Fundamentalne problemy polityki pieniężnej NBP*, „Bank i Kredyt” 1999, nr 7–8.

Można przypuszczać, że bez specjalnych działań ze strony RPP, płynność sektora bankowego będzie się pogłębiać, gdyż najprawdopodobniej będzie się pogłębiać nadwyżka na rachunku kapitałowym. Podstawą tych przypuszczeń jest proces przybliżania się Polski do struktur europejskich, proces prywatyzacji oraz postępująca integracja polskiego rynku finansowego z rynkami światowymi.

Realizację celu inflacyjnego utrudnia dodatkowo fakt, że w warunkach polskiej gospodarki nie dochodzi do samoczynnego mechanizmu dostosowawczego w ramach modelu Mundella-Fleminga. Model ten zakłada, że w gospodarce otwartej międzynarodowy przepływ kapitału zależy wyłącznie od różnic pomiędzy stopami procentowymi w kraju i za granicą. Proces dostosowawczy zaś nie dopuszcza do trwałego odchylenia kursu walutowego od poziomu średniookresowej równowagi. Tymczasem w Polsce napływ bezpośrednich inwestycji zagranicznych w dużym stopniu wynika z transakcji prywatyzacyjnych i nie ma żadnego związku ze stopami procentowymi, zależy jedynie od decyzji rządowych. Taki egzogeniczny napływ kapitału, w warunkach płynnego kursu walutowego, może spowodować początkowo aprecjację złotego (nawet rzędu 15–20%), doprowadzić do pogorszenia salda obrotów bieżących, ale w dalszej kolejności nie nastąpi korekcyjna deprecjacja, gdyż zapobiegnie jej dalszy napływ kapitału o wielkości przekraczającej potrzeby deficytu płatniczego. Zagrożenie dla skuteczności polityki pieniężnej powstanie, gdy w jakimś momencie skończy się napływ kapitału związanego z prywatyzacją. Powstanie wówczas luka w bilansie obrotów bieżących i w efekcie nastąpi gwałtowny spadek złotego. Ekonomiści upatrują w tym niekorzystnym zjawisku groźbę pojawienia się kryzysu *boom-bust*. Wydaje się, że logicznym wyjściem z tej sytuacji byłoby dostosowanie skali transakcji prywatyzacyjnych z udziałem kapitału zagranicznego do potrzeb finansowania „bezpiecznego poziomu deficytu obrotów bieżących rzędu ok. 5%”¹⁶. Pojawia się jednak pytanie, czy takie rozwiązanie nie oznacza kolejnego średniookresowego celu w polityce pieniężnej – obok celu inflacyjnego byłby nim bezpieczny poziom deficytu obrotów bieżących¹⁷.

Podkreśla się, że NBP powinien dążyć w realizacji polityki pieniężnej do ścisłej kontroli przyrostu oficjalnych rezerw walutowych.

Wszelkie działania ze strony polityki pieniężnej muszą być jednak wsparte szybkim i zdecydowanym zwiększeniem stopnia restrykcyjności polityki fiskalnej. Szybkie wypracowanie nadwyżki budżetowej i jej przeznaczenie na spłatę zadłużenia zagranicznego państwa jest jedynym przedsięwzięciem, które w obliczu zwiększonego napływu kapitału zagranicznego umożliwi polityce pieniężnej realizację jej podstawowego celu bez narażania gospodarki na destabilizację, wynikającą z szybkiej aprecjacji waluty krajowej¹⁸.

¹⁶ D. Rossati, *Lot Ikarą?*, „Gazeta Bankowa” 2000, nr 4.

¹⁷ K. Rybiński, *Ikar na wzięci*, „Gazeta Bankowa” 2000, nr 6.

¹⁸ B. Grabowski, *op. cit.*

Słuszna wydaje się teza, że najważniejsza obecnie dla sukcesu polityki pieniężnej jest jej elastyczność i wiarygodność. Wiarygodność jest istotna w polityce gospodarczej przede wszystkim dlatego, że obniża koszty prowadzenia polityki i zwiększa prawdopodobieństwo jej skuteczności¹⁹. Warunkiem niezbędnym dla osiągnięcia wiarygodności jest niezależność banku centralnego oraz oparcie polityki pieniężnej na prawidłowo dobranych celach. Zmiana instytucjonalna w dziedzinie stanowienia polityki pieniężnej, która nastąpiła w roku 1998, umożliwia, poprzez nadanie dużej niezależności bankowi centralnemu, spełnienie pierwszej przesłanki wiarygodności polityki pieniężnej. Stąd wydaje się, że największym wyzwaniem dla NBP na najbliższe lata będzie realistyczne wyznaczanie celów inflacyjnych. Stopień realizacji celów świadczy bowiem o skuteczności polityki pieniężnej. Obecnie kluczowe znaczenie nabiera skuteczność polityki pieniężnej, nie zaś metoda jej osiągania. W praktyce bowiem środki działania banków nie różnią się między sobą istotnie. Nie ma zatem optymalnie najlepszej strategii. Najlepszym tego dowodem jest fakt, że banki centralne cieszące się największą wiarygodnością na świecie – Bundesbank i System Rezerwy Federalnej – prowadziły zupełnie odmienne strategie polityki pieniężnej.

Joanna Bogolebska

DIRECT INFLATION TARGETING AS A MONETARY POLICY STRATEGY CHANCES AND THREATS IN CASE OF POLAND

The aim of the article is to prove that the question of the optimal monetary strategy is still open.

In the first section, the author offers a full presentation of various monetary strategies. There are two approaches to the question. The first one assumes that the final goal (low inflation) can be reached through achieving indirect and operational goals. The second approach may be called a model – optimizing one. This approach is reflected in a direct anti-inflation strategy.

The analysis leads to a conclusion that it is not possible to find an effective monetary strategy without considering institutional and economic realia.

The second section is an attempt to analyze the National Bank of Poland (NBP) experience within the monetary policy pursued in 1990–1998 and after 1998, when a new body of the central bank – the Monetary Policy Council – was appointed.

In the conclusion section the author emphasizes the fact that the adoption of direct inflation targeting means a necessity to pursue more transparent, flexible and more reliable monetary policy.

¹⁹ Z. Polański, *Wiarygodność banku centralnego a cele polityki pieniężnej*, „Bank i Kredyt” 1998, nr 6.