

Problemy w realizacji i erozja strategii polityki monetarnej

Wstęp

Rozwój światowego rynku finansowego w procesie globalizacji i silnej integracji w coraz większym stopniu wpływa także na rynek finansowy w Polsce. Powoduje to pojawienie się nowych instytucji, instrumentów, narzędzi i produktów finansowych na rynku krajowym. Mają one wpływ na sposób postrzegania i prowadzenia polityki pieniężnej przez władze monetarne. Im większa liczba i gama nowych instytucji i produktów finansowych, tym trudniejsze panowanie nad kontrolą podaży pieniądza, która jest podstawą prowadzenia polityki monetarnej.

Zadania banków centralnych, gdy zauważa się proces zwiększania się znaczenia bankowości komercyjnej, stają się coraz trudniejsze do realizacji w pośredni i bezpośredni sposób. Mimo to władze monetarne starają się szukać nowych strategii własnych działań, by przeciwdziałać zmniejszającym się ich wpływom na rynek pieniężny.

Przedmiotem pracy jest pokazanie, że główny cel polityki pieniężnej władz monetarnych, określony przez nią samą w aktach legislacyjnych, jest pomijany na rzecz celu fakultatywnego. Aby ten cel wykazać, należy przybliżyć cel władz monetarnych, strategię, jakie realizują, i narzędzia, jakimi się posługują, by go osiągnąć.

Celem pracy jest pokazanie, że rozwój rynków finansowych stwarza nowe wyzwania dla bankowości centralnej posługującej się narzędziami, których skuteczność wydaje się coraz mniejsza, a dodatkowo zauważa się erozję prowadzonych strategii.

Istota i cel polityki pieniężnej

Polityka pieniężna (określana też jako monetarna) polega na użyciu podaży pieniądza jako instrumentu realizacji celów polityki gospodarczej¹. Instytucją publiczną, która prowadzi politykę monetarną w państwie, jest bank centralny.

¹ B. Winiarski, *Polityka gospodarcza*, Wyd. Naukowe PWN, Warszawa 2006, s. 351.

Konstytucja Rzeczypospolitej Polskiej z 1997 r. mówi, że centralnym bankiem polskim jest Narodowy Bank Polski (NBP).

Zadaniem polityki pieniężnej jest regulowanie wewnętrznej wartości pieniądza, czyli jego krajowej siły nabywczej. Bank centralny osiąga to, wpływając na wewnętrzną i zewnętrzną cenę pieniądza². Wewnętrzna cena pieniądza to krajowa stopa procentowa, a cena zewnętrzna – kurs waluty krajowej w porównaniu z walutami zagranicznymi.

Dokładne cele polityki pieniężnej określają akty prawne stanowiące przedmiot działania banków centralnych. W Polsce podstawowym celem działalności NBP jest utrzymanie stabilnego poziomu cen, przy jednoczesnym wspieraniu polityki gospodarczej rządu, jeśli nie ogranicza to podstawowego celu NBP³. Zapis ten wyszczególnia jeden cel główny polityki monetarnej, jakim jest dbanie o stabilny i niski poziom inflacji. Ustawa przytacza dalej dodatkowy fakultatywny cel, który nie zawsze NBP musi zrealizować. Zdarza się bowiem, że cele te potrafią być w danej przestrzeni czasowej sprzeczne i bank centralny powinien wtedy troszczyć się o stabilny poziom cen.

Strategie polityki monetarnej

Do osiągnięcia konkretnych celów polityki monetarnej banki centralne używają określonych strategii. Strategie te są różne, a podejście do wskaźników polityki monetarnej wykluczają prowadzenie ich jednocześnie w jednej gospodarce.

Strategia kontroli agregatów monetarnych wynika z teorii ilościowej pieniądza. Bank centralny kształtuje obieg pieniądza tak, aby stabilizować ogólny poziom cen odpowiadający celowi inflacji oraz dostosować podaż pieniądza do poziomu przewidywanej aktywności gospodarczej. Podstawą tej strategii jest przekonanie, że inflacja jest zjawiskiem monetarnym, tzn. że poziom cen zależy od ilości pieniądza w obiegu. Wyraża to równanie wymiany Fishera⁴:

$$M \cdot V = P \cdot Y,$$

gdzie M – nominalna podaż pieniądza, V – szybkość obiegu pieniądza, P – przeciętny poziom cen, Y – realna wielkość produkcji. Zakładając, że V i Y są względnie stałe, możemy oczekiwać, iż zwiększenie się podaży pieniądza M w określonym tempie doprowadzi do wzrostu cen P . Bank centralny musi zatem starać się utrzymać takie tempo wzrostu podaży pieniądza, by inflacja pozostała na pożądanym poziomie.

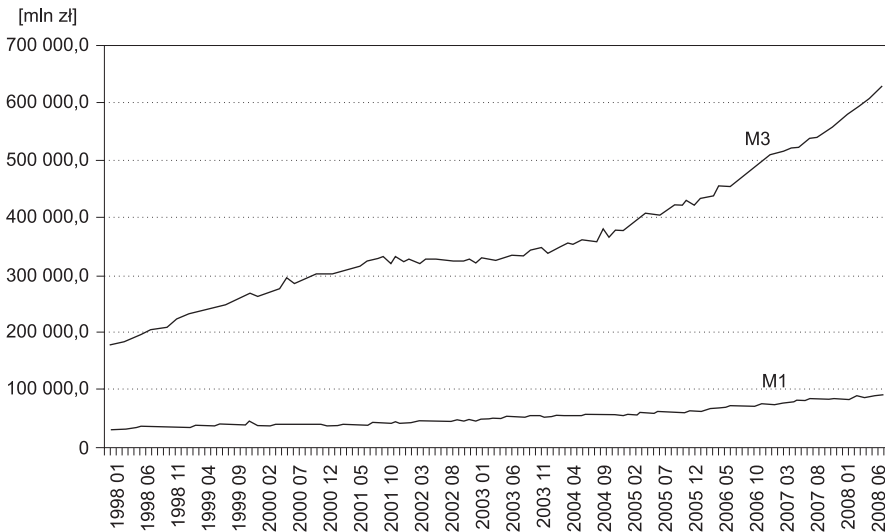
² B. Pietrzak, Z. Polański, B. Woźniak, *System finansowy w Polsce*, Wyd. Naukowe PWN, Warszawa 2008, s. 132.

³ Ustawa o Narodowym Banku Polski z dnia 29 sierpnia 1997 r. (tekst jedn. Dz.U. z 2005 r., Nr 1, poz. 2), art. 3.1.

⁴ B. Czarny, R. Rapacki, *Podstawy ekonomii*, PWE, Warszawa 2002, s. 514.

Regulowanie podaży pieniądza nie jest zadaniem prostym, gdyż banki centralne mają problem w zdefiniowaniu agregatów monetarnych, czyli miar kategoryzacji zasobów pieniądza zróżnicowanych ze względu na płynność składników aktywów finansowych⁵. Ilość pieniądza definiuje się w wąskim oraz w szerszym rozumieniu. W wąskim rozumieniu określana jest przez M0 i M1. M0 to najwęższa miara pieniądza obejmująca pieniądź banku centralnego (zwana bazą monetarną), czyli banknoty i monety znajdujące się w obiegu i w kasach banków, oraz środki pieniężne na rachunkach banków komercyjnych w banku centralnym. Bank centralny może w sposób bezpośredni kształtować wielkość tego agregatu. M1 to agregat powiększony o stan środków pieniężnych ludności i podmiotów gospodarczych na rachunkach typu *a vista*, czyli płatnych na żądanie.

Agregaty monetarne w szerszej definicji to M2, czyli agregat M1 powiększony o depozyty terminowe w bankach komercyjnych, oraz M3, czyli agregat M2 powiększony o depozyty terminowe niebankowych instytucji finansowych. W związku z pojawieniem się nowych form pieniądza i quasi-pieniądza (pewne substytuty pieniądza, np. czek, karty płatnicze), nad którymi bank centralny nie ma kontroli, zostaje ograniczona skuteczność prowadzonej polityki pieniężnej⁶. Powstanie nowych produktów finansowych i zmiana roli produktów istniejących wcześniej spowodowały rozluźnienie związku między zmianami ilości pie-



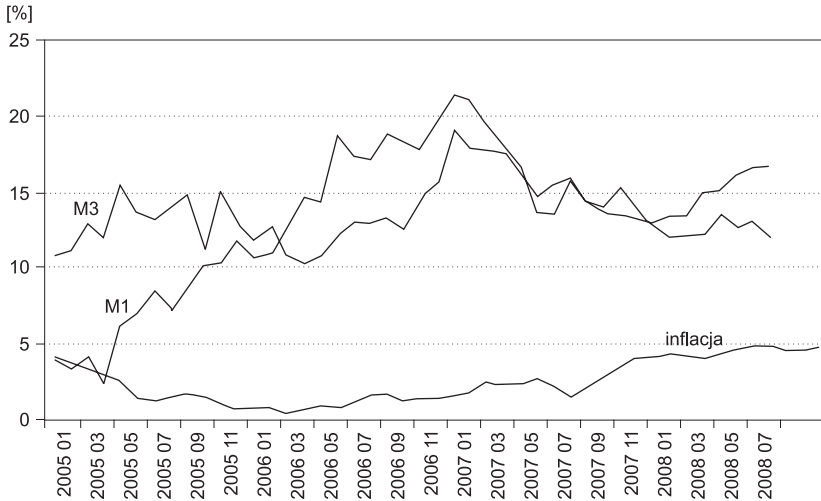
Rys. 1. Wartości agregatów monetarnych M1 i M3 w mln zł w Polsce

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: http://www.nbp.pl/statystyka/Pieniezna_i_bankowa/DWN/podaz_bilansowa.xls

⁵ B. Winiarski, *op. cit.*, s. 363.

⁶ *Ibidem*, s. 363–364.

niądza a inflacją. Dlatego strategia kontroli agregatów monetarnych, mimo dużej popularności w latach siedemdziesiątych XX w. traci znaczenie na rzecz innych strategii monetarnych. Także w Polsce zauważalna jest coraz większa dywergencja między agregatami M1 i M3 (rys. 1 i rys. 2).



Rys. 2. Inflacja netto i procentowe przyrosty agregatów monetarnych M1 i M3 w ujęciu rocznym w Polsce, w latach 2005–2008

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych NBP i GUS.

Strategia kontroli kursu walutowego (zwana także strategią kursu sztywnego) polega na dążeniu do utrzymania stałego kursu nominalnego waluty krajowej względem wybranej waluty zagranicznej lub koszyka walut⁷. Stabilizuje się więc zewnętrzną cenę pieniądza, by ustabilizować jego wewnętrzną siłę nabywczą. Ograniczenie wahań kursów stabilizuje bowiem ceny krajowe towarów importowanych, które w zależności od stopnia „otwartości” gospodarki mają mniej lub bardziej istotny wpływ na poziom cen.

Pieniądz krajowy nabiera wartości, czyli staje się bardziej pożądanym środkiem transakcji oraz przechowywania wartości, gdy uczestnicy rynku wierzą, że bank centralny będzie utrzymywać sztywny kurs. Wiarygodność waluty krajowej wobec waluty referencyjnej zawsze będzie mniejsza ze względu na ryzyko odejścia od strategii kursu sztywnego. Bank centralny wynagradza to ryzyko tzw. premią za ryzyko, czyli wyższymi stopami procentowymi niż w kraju z walutą referencyjną⁸.

⁷ B. Pietrzak, Z. Polański, B. Woźniak, *op. cit.*, s.135.

⁸ A. Krześniak, *Dekompozycja premii za ryzyko na rynku pozaskarbowych instrumentów dłużnych na przykładzie polskiego rynku obligacji korporacyjnych*, Materiały i Studia, z. 197, Warszawa 2006, s. 6.

Niebezpieczne jest podniesienie stopy procentowej ponad poziom w kraju referencyjnym powiększony o premię za ryzyko. Takie działanie banku centralnego może przyciągnąć obcy kapitał spekulacyjny, który zechce wykorzystać różnicę stóp procentowych. Bank centralny, chcąc powstrzymać presję na wzmocnienie kursu walutowego, musi interweniować przez skupowanie walut, by zasilić rynek w walutę krajową. Stan taki nie jest możliwy do utrzymywania w dłuższej perspektywie, gdyż grozi to utratą rezerw walutowych. Strategia kontroli kursu walutowego sprzyja spadkowi inflacji, działając na zasadzie kotwicy dającej stałe odniesienie cenom. Gdyby ceny towarów podlegających wymianie w handlu zagranicznym rosły szybciej w kraju niż w kraju referencyjnym, wtedy zaczęto by ten towar tańszy sprowadzać z kraju referencyjnego i ceny spadłyby do poziomu wyjściowego.

Wraz z większą stabilnością gospodarczą i rozwojem rynków finansowych rośnie znaczenie różnic między pożądanymi politykami pieniężnymi w obu krajach. Gdy w kraju referencyjnym polityka pieniężna jest zbyt ekspensywna jak na potrzeby kraju usztywniającego walutę, może to doprowadzić do utraty kontroli nad inflacją. Kurs sztywny, likwidując niezależną politykę pieniężną, uniemożliwia reagowanie za jej pomocą na wstrząsy dotyczące jedynie dany kraj lub dany kraj referencyjny. Strategia kursu sztywnego może się okazać niespójna z polityką stabilizacji inflacji w długim okresie.

Także w Polsce od stycznia 1990 r. prowadzono reżim kursowy. Początkowo złotówka została sztywno powiązana z dolarem amerykańskim. Z czasem jednak został wprowadzany w Polsce system mieszany, by w kwietniu 2000 r. nastąpiło ostateczne upłynnienie złotego (tab. 1).

Tabela 1. Przebieg reżimów kursowych w Polsce od początku lat 90. XX w.

Okres	Reżim kursowy	Szerokość pasma
Styczeń 1990–maj 1991	Kurs sztywny do dolara amerykańskiego	–
Maj 1991–październik 1991	Kurs sztywny do koszyka walut: 45% – USD, 35% – DEM, 10% – GBP, 5% – FRF, 5% – CHF	–
Październik 1991–maj 1995	Krocząca dewaluacja złotego	–
Maj 1995–luty 1998	Krocząca dewaluacja złotego z przedziałem wahań	+/- 7%
Luty 1998–październik 1998	Krocząca dewaluacja złotego z przedziałem wahań	+/- 10%
Październik 1998–marzec 1999	Krocząca dewaluacja złotego z przedziałem wahań. Zmiana składu koszyka: 45% – USD, 55% – euro (od 1.01.1999)	+/- 12,5%
Marzec 1999–kwiecień 1999	Krocząca dewaluacja złotego z przedziałem wahań. Zmiana szerokości pasma wahań	+/- 15%
Kwiecień 2000	Upłynnienie kursu złotego	–

Źródło: Opracowano na podstawie: J. Borowski, M. Brzoza-Brzezina, P. Szpunar, *Exchange Rate Regimes and Poland's Participation in ERM II*, Bank i Kredyt nr 1/2003.

Zgodnie z zasadą nieosiągalnej triady⁹, bank centralny nie jest w stanie jednocześnie kontrolować dwóch z trzech jego wierzchołków, na które składają się: kontrola kursu walutowego, kontrola stóp procentowych oraz swoboda przepływów kapitałowych. Oznacza ona, że nie jest możliwe kontrolowanie zarówno poziomu stóp procentowych, jak i sztywnego kursu walutowego w warunkach swobody przepływów kapitałowych. Takie problemy w realizacji prowadzenia polityki monetarnej powodują odejście krajów od prowadzenia strategii kursu sztywnego (tab. 2).

Tabela 2. Podział strategii kursowych między kraje i procent wszystkich krajów

Rok	Kurs sztywny	Strategia mieszana	Kurs płynny
1991	16%	62%	23%
1999	24%	34%	42%

Źródło: S. Fischer, *Exchange Rate Regimes: Is the Bipolar View Correct?* <http://www.imf.org/external/np/speeches/2001/010601a/pdf>

Kolejną strategią prowadzenia polityki monetarnej jest strategia bezpośredniego celu inflacyjnego (BCI). Polega ona na odrzuceniu wszelkich celów pośrednich i skoncentrowaniu się tylko na jednym – inflacji. Banki centralne analizują szerokie spektrum czynników mogących oddziaływać na inflację i na ich bazie podejmują decyzję co do stóp procentowych. Podstawowymi cechami tej strategii są¹⁰:

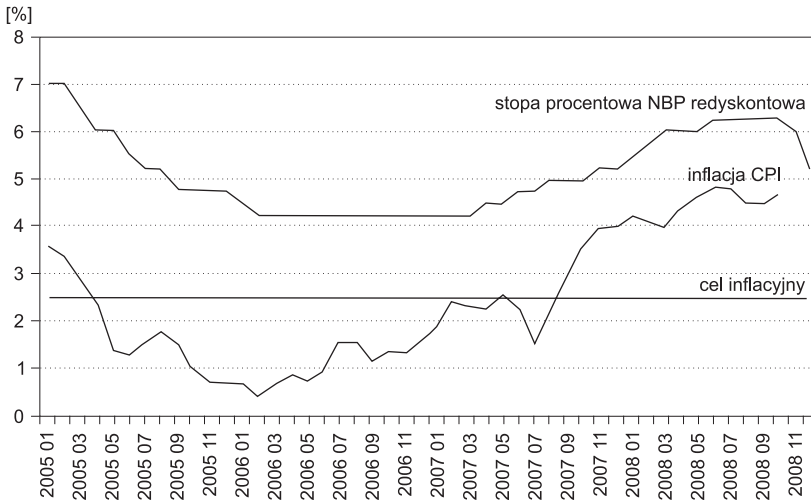
- publiczne ogłaszanie średniookresowego, skwantyfikowanego celu inflacyjnego;
- formalne przyjęcie stabilności cen jako najważniejszego długookresowego celu polityki pieniężnej;
- wykorzystanie wielu wskaźników ekonomicznych w procesie podejmowania decyzji;
- zwiększona przejrzystość polityki pieniężnej oparta na intensywnej komunikacji z opinią publiczną i rynkami finansowymi;
- zwiększenie odpowiedzialności banku centralnego za realizację celów inflacyjnych.

Cel inflacyjny w Polsce od 1998 r. jest ustalany przez władze monetarne, a polityka pieniężna jest prowadzona w ramach strategii BCI. Cechą charakterystyczną tej strategii jest otwarte liczbowe sformułowanie celu inflacyjnego. We wrześniu 1998 r. Rada Polityki Pieniężnej (RPP) ogłosiła *średniookresową strategię polityki pieniężnej na lata 1999–2003*. Zdecydowano w niej o wprowadzeniu systemu BCI i określono średniookresowy cel polityki pieniężnej – sprowadzenie stopy

⁹ A. Wernika, *Polityka finansowa w okresie transformacji. Doświadczenia lat dziewięćdziesiątych*, Instytut Finansów przy Wyższej Szkole Ubezpieczeń i Bankowości, Warszawa 1999, s. 64.

¹⁰ B. Pietrzak, Z. Polański, B. Woźniak, *op. cit.*, s. 136–137.

wzrostu cen towarów i usług konsumpcyjnych poniżej 4% w 2003 r. Aktualnie cel inflacyjny został określony na poziomie 2,5% z przedziałem wahań ± 1 punktu procentowego¹¹. RPP przez inflację rozumie Indeks Cen Towarów i Usług (CPI), który odzwierciedla wszystkie zmiany w wartości koszyka konsumpcyjnego.



Rys. 3. Wskaźniki ekonomiczne w Polsce w latach 2005–2008

Źródło: Opracowanie własne na podstawie rocznika statystycznego GUS. www.stat.gov.pl

Koniecznym elementem efektywnej strategii bezpośredniego celu inflacyjnego jest precyzyjna i szeroka wiedza na temat gospodarki, którą dla władz monetarnych tworzą departamenty analiz ekonomicznych, zespoły badawcze i zespoły zbierające dane statystyczne. Bez tego trafienie w cel inflacyjny może zdarzyć się tylko przypadkiem. Bank centralny musi wiedzieć, jak, któredy i z jaką siłą zmiany w prowadzeniu polityki monetarnej wpływają na inflację. Ten wpływ widać przez mechanizm transmisji impulsów monetarnych¹².

Narzędzia polityki monetarnej

Władze monetarne w ramach prowadzenia swoich strategii wykorzystują narzędzia, którymi wpływają na końcowy cel, jakim jest inflacja.

Podstawowym instrumentem banku centralnego jest stopa procentowa¹³. Zadanie banku centralnego polega na określeniu poziomu stopy procentowej stosowanej przy udzielaniu bankom komercyjnym kredytów oraz na wielkościach

¹¹ *Strategia Polityki Pieniężnej po 2003 roku*, NBP, Warszawa, luty 2003, s. 12; http://www.nbp.pl/Publikacje/o_polityce_pienieznej/strategia_pp/Strategia_2003.pdf.

¹² B. Pietrzak, Z. Polański, B. Woźniak, *op. cit.*, s. 144.

¹³ B. Winiarski, *op. cit.*, s. 369–370.

tych kredytów. Wzrost kredytów banku centralnego powiększa bazę monetarną, spadek zaś powoduje zmniejszenie bazy monetarnej. Bank centralny oddziałuje dwiema metodami: przez zmianę ceny kredytu (zmieniając stopę) oraz przez zmianę wielkości kredytu. Podniesienie stopy powoduje zwiększenie kosztu tego kredytu dla banku komercyjnego, to zaś wzrost stopy procentowej (np. WIBOR lub LIBOR), na którą banki pożyczają pieniądze między sobą. Obniżenie stopy procentowej przez bank centralny spowoduje zwiększenie popytu na tani pieniądz od władz monetarnych. Spadnie więc popyt na pożyczki międzybankowe, co spowoduje spadek stóp międzybankowych.

By dokładnie zrozumieć wpływ stopy procentowej na inflację, władze monetarne posługują się mechanizmem transmisji monetarnej, czyli drogą, jaką musi przebyć inicjowany przez bank centralny impuls w postaci zmiany poziomu stóp procentowych, zanim wpłynie na zmianę inflacji. Czas ten nazywany jest opóźnieniem transmisji monetarnej i w Polsce wynosi 5–7 kwartałów.

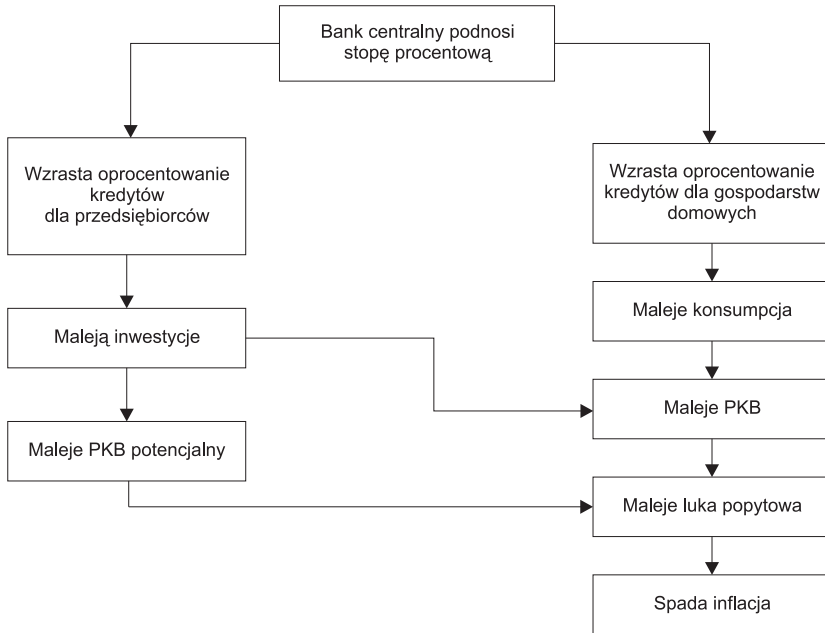
Przykładem działania mechanizmu transmisji monetarnej może być oddziaływanie stopy procentowej na inflację w bloku popytowym, czyli oddziaływanie zmiany popytu na zmianę inflacji. Na rys. 4 wyróżniono dwa kanały transmisji: inwestycji przedsiębiorstw i konsumpcji gospodarstw domowych. Wzrost stóp procentowych w przypadku przedsiębiorstw powoduje spadek inwestycji, a w przypadku gospodarstw domowych spodziewać się należy spadku konsumpcji.

Mechanizm transmisji monetarnej wyróżnia jeszcze inne kanały impulsów. Władze monetarne starają się wyjaśnić, jak kanały majątkowe, kursowe i oczekiwań inflacyjnych przez zmiany kursu walut, zatrudnienia, dysparytetu stóp procentowych, wydajności pracy i wynagrodzeń wpływają na inflację. Badania nad dokładnymi wartościami odchyłek poszczególnych zmiennych do ich wyjściowych poziomów w wyniku zmiany stóp procentowych pokazują funkcje IRF¹⁴ (*impulse response function*) w postaci wykresów funkcji odpowiedzi na impuls IRF. Badania takie prowadzi zarówno EBC, jak i NBP. Proces, który podejmuje się analizować władze monetarne, nie jest prosty i nie daje pełnej odpowiedzi dokładnej reakcji impulsu monetarnego na inflację.

Innym przykładem instrumentu polityki monetarnej są operacje otwartego rynku (OOR)¹⁵. Są one obecnie najważniejszym instrumentem polityki pieniężnej, gdyż wpływają na poziom stóp procentowych i wysokość rezerw bankowych, a tym samym na ilość dostępnego kredytu i rozmiar pieniądza w obiegu. Polegają na kupnie lub sprzedaży przez bank centralny publicznych papierów wartościowych. Bank centralny obserwuje sytuację płynnościową banków komercyjnych, gdyż ma wgląd w rachunki tych banków. Do operacji otwartego rynku zalicza-

¹⁴ G. Grabek, B. Klos, R. Kokoszcyński, T. Łyziak, J. Przystupae, E. Wróbel, *Porównanie podstawowych cech mechanizmu transmisji monetarnej w Polsce i w strefie euro*, NBP, Warszawa, kwiecień 2008, s. 34.

¹⁵ B. Winiarski, *op. cit.*, s. 371–372.



Rys. 4. Elementy bloku popytowego w schemacie działania transmisji monetarnej

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: B. Pietrzak, Z. Polański, B. Woźniak, *System finansowy w Polsce*, PWN, Warszawa 2008, s. 145.

my sprzedaż bankom komercyjnym papierów wartościowych emitowanych przez bank centralny, skupowanie przez bank centralny za gotówkę papierów od banku, proces polegający na gromadzeniu przez bank centralny gotówki z rynku¹⁶.

Organizowane są w sesjach operacje otwartego rynku i mają formę przetargu, a oprocentowane są według referencyjnej stopy procentowej ustalonej przez RPP. Banki centralne przez takie działania starają się wpływać na płynność sektora bankowego – zwiększać płynność przez skupowanie papierów od banków komercyjnych lub ściągając nadmiar pieniądza z rynku przez sprzedawanie bankom swoich papierów. Przez OOR bank centralny wpływa na ilość pieniądza będącego w posiadaniu banków komercyjnych oraz na jego cenę, czyli stopę międzybankową (np. LIBOR lub WIBOR).

Gdy władze monetarne są zmuszone do skupowania lub sprzedawania bonów pieniężnych między sesjami OOR, banki komercyjne mogą lokować swoją gotówkę (stopa depozytowa) lub pożyczać gotówkę (stopa lombardowa) od banku centralnego podczas operacji depozytowo-kredytowych. Oprocentowanie tych operacji jest inne od stopy referencyjnej, a stopy operacji depozytowo-kredytowej ograniczają wahania krótkookresowych międzybankowych stóp procentowych.

¹⁶ B. Pietrzak, Z. Polański, B. Woźniak, *op. cit.*, s. 141–142.

OOR są uznawane za najlepsze narzędzia polityki monetarnej, gdyż czas reakcji rynku na działanie władz monetarnych przez te operacje jest najkrótszy.

Innym sposobem oddziaływania na płynność jest bezpośrednia kontrola wielkości rezerw obowiązkowych. Rezerwy obowiązkowe to ta część rezerw całkowitych znajdujących się w dyspozycji banku, która na mocy prawa nie może być wykorzystana do tworzenia pieniądza przez udzielanie kredytów¹⁷. Wyraża się ją w procentach wybranych depozytów bankowych. Zmiany rezerw obowiązkowych wpływają na podaż pieniądza za pośrednictwem mnożnika kredytowego. Zwiększenie rezerw obowiązkowych powoduje zmniejszenie ilości depozytów użytych w celu kreacji pieniądza i prowadzi do jeszcze większego spadku podaży pieniądza. Tak samo działa to w drugą stronę. Zmiany wskaźnika rezerw obowiązkowych są zwykle niewielkie, gdyż wywołują zwielokrotnione zmiany w podaży pieniądza.

Można wyróżnić jeszcze inne nieformalne instrumenty – naciski słowne i administracyjne, które jednak nie przekładają się w sposób bezpośredni na inflację.

Podsumowanie

Zgodnie z ustalonym przez władze monetarne głównym celem, którym jest cel inflacyjny, banki centralne mają coraz więcej trudności w skutecznym jego realizowaniu przez dostępne mu strategie i narzędzia. Strategia kontroli agregatów monetarnych przez coraz szersze definiowanie pieniądza wydaje się coraz mniej skuteczna w rzeczywistym wpływaniu na inflację. Strategia zaś kontroli kursu walutowego jest najczęściej jedynie strategią tymczasową, która ma za zadanie w gospodarkach rozwijających się ustabilizować sytuację gospodarczą. Z czasem zamienia się w inną strategię, gdyż *de facto* likwiduje niezależną politykę monetarną kraju przyjmującego. Obecnie wyróżnia się strategia BCI, która zmusza władze monetarne do zwiększonej odpowiedzialności i przejrzystości ich działań. Wydaje się jednak, że mechanizm transmisji monetarnej wykorzystywany w tej strategii wciąż nie w pełni może przewidzieć rzeczywisty wpływ zmiany stóp procentowych na inflację, co osłabia i tę strategię w skutecznym działaniu.

Cel inflacyjny staje się dla władz monetarnych przez obecny kryzys gospodarczy coraz trudniejszy w realizacji. Zachowanie banków centralnych wskazuje, że bardziej starają się dbać o cel fakultatywny, jakim jest zrównoważony wzrost gospodarczy, niż o niską i stabilną inflację, co jest sprzeczne z zapisami legislacyjnymi. Dlatego władze monetarne powinny zdefiniować na nowo cel swojej działalności lub wprowadzić nową, bardziej skuteczną strategię prowadzenia polityki monetarnej, gdyż następuje erozja dotychczasowych strategii.

¹⁷ B. Winiarski, *op. cit.*, s. 372–373.

Dane statystyczne pokazują, że w październiku 2007 r. inflacja przekroczyła cel inflacyjny, a miesiąc później wskaźnik CPI przebił jednoprocentowy bufor przedziału wahań i wyniósł 3,6 pkt proc. Rada Polityki Pieniężnej zaczęła reagować, podnosząc stopy, by zgodnie z teorią polityki monetarnej zdusić wzrost cen. RPP podniosło stopy o 100 punktów bazowych w ciągu sześciu miesięcy, do poziomu 6,25%.

Podniesienie stóp procentowych spowodowało zmniejszeniem się skali przyrostów agregatu monetarnego M1 i M3 (rys. 1) na początku 2007 r. Jednak to nie zmniejszyło samych wartości agregatów, które rosły (rys. 2), ale nieco wolniej.

Zachowanie RPP, która zaczęła podnosić stopy procentowe na początku 2007 r., wydaje się zrozumiałe. Efektem podwyżki był spadek agregatów monetarnych, które miały zmniejszyć inflację. Podaż pieniądza nie zaczęła jednak maleć, zaczęła spadać tylko dynamika przyrostów agregatów, które mimo to i tak wynoszą powyżej 10% w skali roku. Inflacja w tym samym czasie zaczęła rosnąć i przekroczyła maksymalny, górny przedział wahań wynoszący 3,5 punktu procentowego, co oznacza, że działanie Rady Polityki Pieniężnej okazało się nieskuteczne lub niewystarczające, by zapobiec wzrostowi cen. To, co miało okazać się zgodne z teorią kontroli agregatów monetarnych, stało się niewystarczające przy kontroli cen.

Pomimo wciąż wysokiej inflacji, przekraczającej cel RPP, ta – ostatnim zachowaniem – obniżając stopy procentowe o 75 pkt bazowych, zachowała się niezgodnie ze swoim celem, którym jest dbanie o cel inflacyjny na poziomie 2,5%. Zachowanie takie jest jednak zrozumiałe nie z perspektywy celu inflacyjnego, lecz jako cel wspierania stabilnego wzrostu gospodarczego, do czego przyczyniają się niskie stopy procentowe. Zatem RPP odeszła od celu głównego, stawiając na cel fakultatywny zapisany w ustawie o NBP, czyli dbanie o wzrost gospodarczy.

Bibliografia

- Borowski J., Brzoza-Brzezina M., Szpunar P., *Exchange Rate Regimes and Poland's Participation in ERM II*, Bank i Kredyt nr 1/2003.
- Czarny B., Rapacki R., *Podstawy ekonomii*. PWE, Warszawa 2002.
- Grabek G., Kłos B., Kokoszczyński R., Łyziak T., Przystupae J., Wróbel E., *Porównanie podstawowych cech mechanizmu transmisji monetarnej w Polsce i w strefie euro*, NBP, Warszawa, kwiecień 2008.
- Horodecka A., *Ewolucja celów polityki gospodarczej*, Wyd. Naukowe PWN, Warszawa 2008.
- Kalina-Prasznic U., *Leksykon polityki gospodarczej*, Oficyna Ekonomiczna, Kraków 2005.
- Krześniak A., *Dekompozycja premii za ryzyko na rynku pozaskarbowych instrumentów dłużnych na przykładzie polskiego rynku obligacji korporacyjnych*, Materiały i Studia, z. 197, Warszawa 2006.
- Pietrzak B., Polański Z., Woźniak B., *System finansowy w Polsce*, Wyd. Naukowe PWN, Warszawa 2008.

Wernika A., *Polityka finansowa w okresie transformacji. Doświadczenia lat dziewięćdziesiątych*, Instytut Finansów przy Wyższej Szkole Ubezpieczeń i Bankowości, Warszawa 1999.
 Winiarski B., *Polityka gospodarcza*, Wyd. Naukowe PWN, Warszawa 2006.

Akty prawne

Traktat o Unii Europejskiej z 1992 r.
 Ustawa o Narodowym Banku Polski z dnia 29 sierpnia 1997 r. (tekst jedn. Dz.U. z 2005 r., Nr 1, poz. 2).
 Ustawa z dnia 2 kwietnia 1997 r., Konstytucja Rzeczypospolitej Polskiej (Dz.U. z 16 lipca 1997 r.).

Monetary policy: realization problems and its erosion

Summary

In the process of globalization and strong integration, the development of world's financial market has been influencing increasingly the Polish financial market. As a result, on our market there have appeared new institutions as well as new financial instruments, tools and products. The more of them exist, the more difficult it is to control money, which constitutes the basis of running monetary policy. The aim of money policy is to regulate its internal value, that is, its domestic purchasing and spending power. This is subordinate to using money supply as an instrument to realize the purposes of economic policy.

The current aim of Polish monetary policy, which has been defined in legislation acts, is to maintain the level of inflation stable – ranging 2.5% with one percent fluctuation bracket.

To achieve this aim, the monetary authorities used the strategies of a fixed rate at first, however, this turned out to be only a temporary and transitory strategy, not being autonomous. As long as the strategy of controlling the monetary aggregate is concerned, it is becoming less and less useful due to the discrepancy in the aggregate values which can be controlled by the National Bank of Poland. What is also problematic is the *direct inflation aim* strategy (in Polish: BCI strategy), which does not enable to foresee completely the inflation projection by means of *impulse-response function* – IRF function.

Monetary Policy Council did not manage to realize this aim as the main one, which was its duty imposed by the legislator. The MPC's priority is to stimulate the economic growth, which is their basic task according to the National Bank of Poland.