

## Polityka pieniężna Narodowego Banku Polskiego w okresie 1999–wrzesień 2008

**Słowa kluczowe:** *polityka pieniężna, strategia bezpośredniego celu inflacyjnego*

**Abstrakt:** Członkowie powołanej w lutym 1998 r. Rady Polityki Pieniężnej zdecydowali, że politykę pieniężną należy realizować w ramach strategii bezpośredniego celu inflacyjnego (BCI). Pozwoliło to na obniżenie inflacji poniżej 4% w 2003 r. i rozpoczęcie okresu jej stabilizacji w kolejnych latach na poziomie 2,5%. Niniejsza praca prezentuje zestaw przyczyn, które uniemożliwiły zrealizowanie celów rocznych w latach 1999–2003 oraz celów ciągłych w latach 2004–2008.

### Wprowadzenie

Polityka pieniężna odegrała istotną rolę w procesie transformacji ustrojowej w Polsce. Ma ona także duże znaczenie dla Polski jako kraju członkowskiego Unii Europejskiej oraz jako kraju aspirującego do członkostwa w unii monetarnej. We współczesnej bankowości centralnej powszechnie przyjmuje się, iż podstawowym i najważniejszym celem ostatecznym polityki pieniężnej powinno być dążenie do osiągnięcia i utrzymania stabilnej, niskiej inflacji. W ostatnich kilkunastu latach znaczną popularność zyskała strategia bezpośredniego celu inflacyjnego, czego odzwierciedleniem jest wzrost liczby banków centralnych prowadzących politykę monetarną w ramach tej strategii.

Celem pracy jest ocena realizacji celu inflacyjnego oraz stosowania strategii bezpośredniego celu inflacyjnego w Polsce w poszczególnych latach okresu 1999–2008, jak również w perspektywie długookresowej.

Materiał źródłowy niniejszej pracy stanowiły publikacje poświęcone polityce pieniężnej, systemowi bankowemu i rynkowi pieniężnemu. Wykorzystano również publikowane rokrocznie raporty Narodowego Banku Polskiego, założenia polityki pieniężnej i sprawozdania z jej realizacji.

## **Realizacja celu inflacyjnego w Polsce w okresie 1999–wrzesień 2008**

Rok 1997 zakończył pewien etap w ewolucji strategii polityki pieniężnej w Polsce. Wskutek nowo uchwalonej Konstytucji RP, która weszła w życie 17 października 1997 r., oraz nowej ustawy o NBP obowiązującej od 1 stycznia 1998 r., polityka pieniężna była realizowana w nowych ramach prawnych i instytucjonalnych<sup>1</sup>. Nowy organ decyzyjny – Rada Polityki Pieniężnej ukonstytuowała się na mocy ustawy dopiero w lutym 1998 r., założenia polityki pieniężnej na rok 1998 zostały sformułowane i przyjęte przez Prezesa i Zarząd NBP w październiku 1997 r. Wykazują one, że NBP deklarował kontynuację strategii monetarnej: celem finalnym będzie inflacja, celem pośrednim – podaź pieniądza, celem operacyjnym – krótkoterminowe stopy procentowe. Na pierwszym spotkaniu, pod koniec lutego 1998 r., RPP wprowadziła nową strategię polityki monetarnej, tj. strategię bezpośredniego celu inflacyjnego (BCI). Formalnie nie była ona wdrażana w 1998 r., jednakże zarówno podjęte decyzje, jak i same deklaracje RPP do przyjęcia BCI wskazują, że w 1998 r. NBP powoli przechodził na tę strategię<sup>2</sup>.

Strategia bezpośredniego celu inflacyjnego (BCI) zakłada brak celów pośrednich. Bank centralny nie koncentruje się na pojedynczym wskaźniku, bierze natomiast pod uwagę każdą dostępną informację o czynnikach, zagrażających wykonaniu przyjętego na dany rok celu inflacyjnego. Realizując ten cel, bank centralny wykorzystuje wszelkie dostępne instrumenty polityki pieniężnej<sup>3</sup>. RPP uznała, że jest to najkorzystniejsze rozwiązanie ze względu na wzrost stopnia integracji Polski z gospodarką światową (UE

---

<sup>1</sup> *Sprawozdanie z wykonania założeń polityki pieniężnej w 1998 roku*, NBP, Warszawa 1999, s. 154.

<sup>2</sup> Na podstawie W. Przybylska-Kapuścińska, *Ocena realizacji polityki pieniężnej Narodowego Banku Polskiego*, [w:] *Ład instytucjonalny w gospodarce*, seria: *Ekonomia i Praca*, t. II, pod red. B. Polszakiewicz i J. Boehlke, Wydawnictwo UMK, Toruń 2006, s. 240–241 oraz R. Kokoszczyński, *Współczesna polityka pieniężna w Polsce*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2004, s. 238.

<sup>3</sup> *Średniookresowa strategia polityki pieniężnej na lata 1999–2003*, NBP, Warszawa 1998, s. 8.

i Unia Gospodarcza i Walutowa) oraz konieczność przełamywania oczekiwań inflacyjnych<sup>4</sup>.

Otwarcie polskiej gospodarki zwiększyło stopień zależności podmiotów gospodarczych od krajowych i międzynarodowych rynków finansowych oraz prowadzonej polityki makroekonomicznej. W celu zwiększenia stopnia przejrzystości polityki pieniężnej, które będzie skutkowało podejmowaniem bardziej racjonalnych decyzji, rozwojem rynku pieniężnego i walutowego oraz instrumentów na nich wykorzystanych, RPP opublikowała *Średniookresową strategię polityki pieniężnej na lata 1999–2003*. Zdefiniowano tam cel inflacyjny w horyzoncie średniookresowym, co było kluczowym wymaganiem, jeśli chodzi o realizację strategii BCI<sup>5</sup>. Celem Rady było bowiem osiągnięcie do 2003 r. 4% inflacji. Natomiast 4% poziom inflacji miał być zrealizowany przez osiąganie corocznych celów, determinowanych w *Założeniach polityki pieniężnej* na dany rok. Cele te powinny mieć postać wąskiego przedziału docelowego inflacji, ustalonego od razu na rok 1999 na poziomie 8–8,5%. Podstawowym miernikiem inflacji pozostał roczny (licząc od grudnia do grudnia) przyrost indeksu cen towarów i usług (CPI), jako wskaźnik najsilniej zakorzeniony w świadomości społecznej, a jednocześnie konstruowany i ogłaszany przez ośrodek niezależny od NBP (GUS)<sup>6</sup>. Przyjęta strategia inflacyjna nie miała charakteru formalnego, gdyż nie opierała się na prognozowanej inflacji. Problemy związane z transformowaniem gospodarki oraz zbyt krótkimi szeregami czasowymi danych uniemożliwiły stworzenie wiarygodnej prognozy inflacyjnej. Analitycy z NBP mogli operować wyłącznie przesłankami teorii ekonomii i praktyką innych krajów<sup>7</sup>.

Począwszy od 2004 r. NBP realizuje nową politykę pieniężną, będącą swojego rodzaju kontynuacją planu średniookresowego 1999–2003. Po długim okresie obniżania inflacji polityka pieniężna za cel w *Strategii polityki pieniężnej po 2003 roku* przyjmuje stabilizowanie jej na niskim poziomie. Pozwoliło to na rezygnację z inflacyjnych celów rocznych na koniec każdego roku kalendarzowego na rzecz celu ciągłego. Realizacja ciągłego celu inflacyjnego oznacza, że odnosi się on do inflacji mierzonej w ujęciu miesiąc do analogicznego miesiąca poprzedniego roku, a nie – jak w latach 1999–2003 – wyłącznie w grudniu do grudnia poprzedniego roku. Celem polityki pieniężnej po 2003 roku jest zatem stabilizowanie stopy inflacji na poziomie 2,5% z dopuszczalnym przedziałem wahań  $\pm 1$  punkt procentowy. Drugim podstawowym zadaniem, przed jakim stanie NBP, będzie doprowadzenie do

<sup>4</sup> Więcej na temat w: M. Musielak-Linkowska, *Cel inflacyjny w Polsce. Założenia i realizacja*, CeDeWu, Warszawa 2007, s. 67–69.

<sup>5</sup> W. Przybylska-Kapuścińska, op.cit., s. 240.

<sup>6</sup> P. Szpunar, *Polityka pieniężna. Cele i warunki skuteczności*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2000, s. 253.

<sup>7</sup> W. Przybylska-Kapuścińska, op.cit., s. 242.

jak najszybszego przystąpienia Polski do strefy euro. Wymagało to będzie spełnienia kryteriów zbieżności zapisanych w Traktacie z Maastricht.

Analizując tabelę 1 należy stwierdzić, że zakładany w strategii średniookresowej 1999–2003 cel inflacyjny został zrealizowany, mimo że ani razu nie udało się osiągnąć przedziałowego celu rocznego. W sumie najważniejszym rezultatem tej strategii było obniżenie inflacji z 13,2% w grudniu 1997 r. do 1,7% w grudniu 2003 r. Średnioroczna stopa inflacji obniżyła się z 11,8% w 1998 r. do 1,7% w 2003 r., a więc do poziomu, jaki notuje się w gospodarkach krajów rozwiniętych. Rokroczne nietrafianie w zakładany cel inflacyjny podważało wiarygodność realizowanej polityki monetarnej. Ponadto odchylenia wielkości faktycznych od założonych nie przebiegały jednokierunkowo. W ciągu omawianego okresu czterokrotnie wielkość faktycznie osiąganego inflacji była nawet poniżej zakładanej (lata 2001–2003 i rok 1998). Natomiast w latach 1999, 2000 oraz 2004 wskaźnik inflacji przekroczył górną granicę celu. RPP dwukrotnie zmieniała cel inflacyjny w trakcie roku (w 1999 i 2002 r.), ale i tak nie został on zrealizowany<sup>8</sup>. Pierwsza z wymienionych korekt okazała się nietrafna, odchylenie wykonania od zmienionego celu zwiększyło się bowiem z 15,3% do 25,6%. Zmniejszenie korytarza wahań CPI w 2002 r. przyniosło zmniejszenie odchylenia o 2 pkt. procentowe.

Obniżenie krótkookresowego celu inflacyjnego i rozszerzenie jego przedziału w 1999 r. RPP uzasadniała silniejszym niż oczekiwano spadkiem tempa wzrostu cen w końcu 1998 r. oraz w I kwartale 1999 r. Korzystnie odebrano także zapowiedzi rządu dotyczące zwiększenia stopnia restrykcyjności polityki fiskalnej. Prognozy cen w 1999 r. wskazywały na inny ich przebieg niż w latach poprzednich<sup>9</sup>. Warunki makroekonomiczne okazały się jednak niezgodne z oczekiwanymi. Gospodarka nie dostosowała się w wystarczającym stopniu do kryzysu rosyjskiego i poprawy koniunktury w UE, co nie przyniosło spodziewanej poprawy eksportu. Na skutek rozluźnienia polityki fiskalnej wzrósł deficyt budżetowy. Pogorszenie się nierównowagi budżetowej związane było z kosztami wdrażania reform strukturalnych w warunkach niższego wzrostu gospodarczego, które okazały się wyższe od zakładanych. Ponadto na rynkach światowych nastąpił niespodziewany wzrost cen ropy naftowej. Czynniki te spowodowały wzrost inflacji w 1999 r. powyżej zakładanego poziomu<sup>10</sup>.

Na 2000 r. RPP zdecydowała się na obniżenie celu inflacyjnego, biorąc pod uwagę takie czynniki, jak: pogłębiający się deficyt sektora finansów publicznych oraz na rachunku obrotów bieżących bilansu płatniczego, niepew-

<sup>8</sup> R. Kokoszczyński, op.cit., s. 240.

<sup>9</sup> *Sprawozdanie z wykonania założeń polityki pieniężnej w 1999 roku*, NBP, Warszawa 2000, s. 3–4.

<sup>10</sup> *Ibidem*, s. 4–8.

**Tabela 1.** Realizacja strategii BCI w Polsce

Rok	Inflacja			
	cel (w %)	CPI w końcu roku (w%)	CPI średnioroczny (w%)	odchylenie (w pkt proc.)
1999	8,0–8,5 (zmieniony w marcu na 6,6–7,8)	9,8	7,3	1,3 (2)
2000	5,4– 6,8	8,5	10,1	1,7
2001	6,0–8,0	3,6	5,5	-2,4
2002	5,0±1% (zmieniony w czerwcu na 3,0±1%)	0,8	1,9	-3,2 (-1,2)
2003	3,0±1%	1,7	0,8	-0,3
2004	2,5±1%	4,4	3,5	1,9
2005		0,7	2,1	-1,8
2006		1,4	1,0	-1,1
2007		4,0	2,5	1,5
2008		4,5*	4,4	2

\* stan na koniec września 2008

**Uwaga:** Odchylenia przedstawiono jako różnicę między rzeczywistą wartością wskaźnika a wartością zakładaną. W przypadku celu przedziałowego odchylenia obliczono w stosunku do najbliższego krańca. W przypadku celu ciągłego (obowiązującego od 2004 r.) – w stosunku do środka przedziału.

**Źródło:** Sprawozdania z realizacji polityki pieniężnej (w poszczególnych latach okresu 1998–2007) oraz Raportu o inflacji październik 2008.

ność skali wzrostu stawek podatków pośrednich, spodziewany wzrost cen na światowych rynkach surowców i krajowym rynku żywności<sup>11</sup>. Mimo że nie zrealizowano zakładanego celu, gdyż inflacja przekroczyła go o 1,7 pkt. procentowego, polityka prowadzona w 2000 r. przyniosła pozytywne zmiany. Podwyżka stóp procentowych doprowadziła do spowolnienia dynamiki popytu krajowego, która od IV kwartału 1999 r. była wolniejsza od dynamiki PKB. Miało to wpływ na spadek deficytu obrotów bieżących od II kwartału 2000 r. do poziomu 6,3% PKB (w I kwartale 2000 r. deficyt wynosił 8% PKB)<sup>12</sup>. Do wzrostu eksportu przyczyniło się także ożywienie gospodarcze na świecie.

Cel inflacyjny założony na 2001 r. został wyznaczony na poziomie wyższym niż w roku poprzednim, gdyż zdaniem Rady nadal miały oddziaływać czynniki podażowe wpływające na wzrost cen, pozostające poza kontrolą banku centralnego. Jeżeli czynniki podażowe miałyby się zmienić w sposób

<sup>11</sup> Założenia polityki pieniężnej na 2000 rok, NBP, Warszawa 1999, s. 6–8.

<sup>12</sup> Sprawozdanie z wykonania założeń polityki pieniężnej w 2000 roku, NBP, Warszawa 2001, s. 3–4.

różniący się od przewidywań Rady, wówczas polityka pieniężna zachowałaby restrykcyjność wymaganą do osiągnięcia celu średniookresowego<sup>13</sup>.

Roczny wskaźnik inflacji na koniec 2001 r. ukształtował się jednak na poziomie 2,4 pkt. procentowego poniżej dolnej granicy dopuszczalnych odchyleń od celu. Przyczyniły się do tego czynniki natury podażowej: wyklarowanie się korzystnych warunków na rynku paliw i rynku żywnościowym, jak również czynniki popytowe: szybsze od przewidywanego spowolnienie tempa wzrostu popytu zewnętrznego i krajowego, zwłaszcza inwestycyjnego. Spadek inwestycji wynikał z kolei z pogorszenia koniunktury na rynkach zewnętrznych w rozpatrywanym roku, wcześniejszej ekspansji inwestycyjnej oraz restrykcyjnej polityki pieniężnej w 2000 r., niezbędnej z punktu widzenia rosnącej wówczas inflacji<sup>14</sup>.

W sierpniu 2001 r., na etapie określania założeń polityki pieniężnej i formułowania celu inflacyjnego na 2002 r., przyjmowano, że: w I półroczu 2002 r. nastąpi umiarkowany wzrost cen żywności, gospodarka światowa będzie się stopniowo ożywiać, tempo wzrostu gospodarczego w Polsce w 2002 r. wyniesie około 2,5%, zgodnie z założeniami do ustawy budżetowej na 2002 r. nastąpi dalszy wzrost stawek podatku akcyzowego i rezygnacja z części dotychczas obowiązujących obniżonych stawek VAT. Rada podkreśliła też zdecydowanie negatywny wpływ ukształtowanego w poprzednich latach układu restrykcyjnej polityki pieniężnej i zbyt luźnej polityki fiskalnej. Przyczyny takiego stanu rzeczy to zaniechanie pewnych zmian systemowych, zwłaszcza w zakresie rynku pracy, prywatyzacji, demonopolizacji, wspierania mechanizmu rynkowego na niektórych rynkach produktowych oraz ograniczania wysokiego poziomu bieżących wydatków socjalnych wraz ze zmianą systemu ich indeksacji<sup>15</sup>.

Wyznaczony na podstawie tych wiadomości cel polityki pieniężnej w postaci obniżenia dwunastomiesięcznego tempa wzrostu cen towarów i usług konsumpcyjnych do poziomu  $5\% \pm 1$  pkt procentowy został skorygowany do poziomu  $3\% \pm 1$  pkt procentowy. Decyzję tę uzasadniono tym, że warunki realizacji celu inflacyjnego w I półroczu 2002 r. znacznie bardziej sprzyjały obniżaniu inflacji, niż przewidywano w momencie jego ustalania. Niespodziewanie pomyślnie ukształtowały się czynniki podażowe, zwłaszcza w odniesieniu do cen żywności. Okazało się, że wzrost cen podlegających administracyjnej regulacji będzie niższy niż oczekiwano. Na niższym poziomie ustaliła się dynamika popytu krajowego<sup>16</sup>. Pomimo tej zmiany wskaźnik

<sup>13</sup> *Założenia polityki pieniężnej na 2001 rok*, NBP, Warszawa 2000, s. 4–6.

<sup>14</sup> *Sprawozdanie z wykonania założeń polityki pieniężnej w 2001 roku*, NBP, Warszawa 2000, s. 3–4.

<sup>15</sup> *Założenia polityki pieniężnej na 2002 rok*, NBP, Warszawa 2001, s. 5–9.

<sup>16</sup> *Sprawozdanie z wykonania założeń polityki pieniężnej w 2002 roku*, NBP, Warszawa 2003, s. 6–7.

inflacji na koniec roku (0,8%) ukształtował się poniżej dolnej granicy celu rocznego ( $3\pm 1\%$ ). W tym przypadku również zaważyły czynniki leżące poza kontrolą banku centralnego: wyższej od prognoz podaży na rynku rolnym, wzrost cen kontrolowanych poniżej przewidywanego poziomu oraz niższego wzrostu gospodarki światowej i pogarszającymi się perspektywami żywienia u głównych partnerów handlowych Polski<sup>17</sup>.

Roczny cel inflacyjny na rok 2003 został wyznaczony na tym samym poziomie co w roku poprzednim. Wyznaczenie celu na poziomie 3% z przedziałem odchyień  $\pm 1$  pkt procentowy oznacza przejście z fazy obniżania inflacji do fazy stabilizowania inflacji na niskim poziomie. Stabilizacja inflacji na niskim poziomie utrwala niskie oczekiwania inflacyjne i umożliwia dalsze stopniowe obniżanie stóp procentowych i zmniejszanie różnicy między ich poziomem w Polsce i krajach Unii Gospodarczej i Walutowej. Tempo zbliżania poziomów stóp procentowych będzie uzależnione od czynników, na które polityka pieniężna nie ma wpływu, w tym przede wszystkim od polityki fiskalnej w najbliższych latach<sup>18</sup>. Wyznaczając cel, RPP zakładała bardzo powolną oprawę koniunktury zewnętrznej, stabilizację cen ropy naftowej, niewielki wzrost cen oraz nieznaczne obniżenie cen kontrolowanych. RPP wskazała też na konieczność zwiększania oszczędności wewnętrznych finansujących inwestycje, co z kolei wymagało zwiększenia oszczędności sektora rządowego, czyli zdecydowanego ograniczenia deficytu budżetowego<sup>19</sup>.

Inflacja na koniec 2003 r. ukształtowała się na poziomie o 0,3 pkt. procentowego niższym od dolnej granicy celu rocznego. Cel ten został osiągnięty przy zgodnym z przewidywaniami przyspieszeniu tempa wzrostu cen żywności i napojów bezalkoholowych (2,1%), jednak znacznie niższym od przewidywanego wzroście cen w grupie towarów i usług o cenach kontrolowanych (2,3%). W połowie 2002 r., gdy opracowywano założenia polityki pieniężnej na 2003 r., zakładano wzrost cen kontrolowanych o 3,6–4,8%. Było to zgodne z dostępnymi założeniami do ustawy budżetowej na 2003 r. W rzeczywistości podwyżki stawek podatku akcyzowego okazały się niższe od prognozowanych. Niżej niż przewidywano ukształtował się też wzrost cen podstawowych nośników energii, w tym energii elektrycznej i ciepłej. Gdyby wzrost cen kontrolowanych w 2003 r. był zgodny z przewidywaniami z połowy 2002 r., inflacja roczna wyniosłaby 2–2,3%<sup>20</sup>.

Cel średniookresowy wyznaczony na lata 1999–2003 został tym samym zrealizowany. Pozwoliło to na rezygnację z wyznaczania rocznych celów inflacyjnych i sformułowanie celu ciągłego, który został ogłoszony

<sup>17</sup> Ibidem, s. 3–4.

<sup>18</sup> *Założenia polityki pieniężnej na 2003 rok*, NBP, Warszawa 2002, s. 3.

<sup>19</sup> Ibidem, s. 3–7.

<sup>20</sup> *Sprawozdanie z wykonania założeń polityki pieniężnej w 2003 roku*, NBP, Warszawa 2004, s. 6.

w opublikowanej w marcu 2003 r. *Strategii polityki pieniężnej po 2003 roku*. Według tej strategii od stycznia 2004 r. realizowany jest ciągły cel inflacyjny na poziomie 2,5% w ujęciu rok do roku, z dopuszczalnym przedziałem wahań +/-1 punkt procentowy. Oznacza to, że od początku 2004 r. realizacja celu inflacyjnego nie będzie, jak dotychczas, weryfikowana w grudniu, lecz w ciągu 2004 r. i kolejnych lat.

Realizacja celu ciągłego miała się odbywać w warunkach dość stabilnych cen żywności i paliw, dalszego przyspieszania wzrostu gospodarczego, przy jednoczesnym, ponownym zwiększeniu nierównowagi finansów publicznych, a także w perspektywie rychłego wstąpienia Polski do UE. Sposób prowadzenia polityki pieniężnej miał także sprzyjać jak najszybszemu przystąpieniu Polski do strefy euro. Z tego względu rząd i NBP powinny starać się o spełnienie kryteriów konwergencji.

W pierwszych miesiącach 2004 r. na wzrost cen wpłynęły zarówno czynniki podażowe, takie jak drożejąca żywność oraz wzrost cen surowców na świecie, jak i czynniki popytowe, związane z obawami przed wzrostem cen po przystąpieniu Polski do UE. Do wzrostu wskaźnika inflacji przyczyniło się również osłabienie złotego w warunkach znacznego ożywienia gospodarczego, związane ze spadkiem dysparytetu realnych stóp procentowych i wzrostem premii za ryzyko lokowania w aktywa złotowe spowodowanym niepewnością odnośnie do realizacji programu naprawy finansów publicznych<sup>21</sup>.

Po wejściu Polski do UE znaczny wzrost presji inflacyjnej wynika ze wzrostu cen żywności, będącego skutkiem zwiększonego popytu zewnętrznego, zmiany mechanizmów regulacyjnych, w szczególności zmian stawek podatku VAT i akcyzy oraz ponownego wzrostu cen ropy naftowej na rynkach światowych. Od czerwca 2004 r. presja inflacyjna wynikała już tylko z czynników popytowych, przede wszystkim ze względu na wysoki popyt zewnętrzny<sup>22</sup>.

Od sierpnia 2004 r. inflacja ustabilizowała się, choć na poziomie znacznie przekraczającym górną granicę celu inflacyjnego (4,6%). Nastąpiło to dzięki stopniowemu ustępowaniu czynników, które wywołały inflację przed i po wstąpieniu Polski do UE, aprecjacji złotego, która osłabiła wpływ wzrostu cen ropy naftowej na jej ceny w Polsce, oraz spadkowi spożycia prywatnego<sup>23</sup>.

Celem polityki pieniężnej na 2005 r. był zatem szybki powrót inflacji najpierw do przedziału wahań, następnie w pobliże poziomu 2,5%. Szanse na powrót do celu inflacyjnego Rada upatrywała w trzech korzystnych tendencjach. Pierwszą z nich był charakter ożywienia gospodarczego, który stał się

<sup>21</sup> *Raport o inflacji maj 2004*, NBP, Warszawa 2004, s. 2–5.

<sup>22</sup> *Raport o inflacji sierpień 2004*, NBP, Warszawa 2004, s. 6.

<sup>23</sup> *Raport o inflacji listopad 2004*, NBP, Warszawa 2004, s. 3–6.

bardziej zrównoważony, przede wszystkim dzięki silnej dynamice eksportu. Drugą korzystną tendencją było to, że tempo wzrostu wydajności pracy zdecydowanie przewyższało tempo wzrostu wynagrodzeń. Poprawa sytuacji finansowej przedsiębiorstw poprawiła ich konkurencyjność i zwiększyła zatrudnienie. Trzecia korzystna dla kształtowania się przyszłej inflacji tendencja wynikała stąd, że – jak wskazywały badania prowadzone za granicą – przejście z kilkunastoletniego okresu wysokiej inflacji do fazy niskiej inflacji osłabia pozycję firm w zakresie przenoszenia wzrostu kosztów produkcji na cenę płaconą przez konsumenta (również przez kanał kursu walutowego w przypadku np. deprecjacji). Gdyby natomiast wystąpiły silne niekorzystne wstrząsy podażowe (np. kolejne podwyżki cen ropy), okres powrotu do celu inflacyjnego mógłby się wydłużyć<sup>24</sup>.

Osiągnięcie wyznaczonego celu było możliwe dzięki wygaśnięciu przejściowego wzrostu inflacji wywołanej wejściem Polski do UE, aprecjacji złotego w 2004 r., która wywołała wzrost eksportu netto wpływającego z kolei na zwiększenie dynamiki wzrostu PKB, oraz obniżenie deficytu sektora finansów publicznych. W sumie w 2005 r. przebieg procesów i zjawisk gospodarczych kształtujących inflację umożliwił RPP stopniowe łagodzenie polityki pieniężnej w dążeniu do realizacji celu inflacyjnego. Dokonano pięciu obniżek stóp procentowych łącznie o 200 punktów bazowych (z 6,5% do 4,5%). Łagodniejsza polityka pieniężna wspierała wzrost aktywności gospodarczej oraz tworzenie miejsc pracy<sup>25</sup>.

Cele na 2006 r. były konstruowane w warunkach ożywienia gospodarczego, lecz przy dużym stopniu niepewności co do czasu jego trwania i skali. Przewidywano, że odchylenia inflacji od jej zakładanego poziomu 2,5% mogłyby być spowodowane zmianami cen ropy naftowej, kursu walutowego oraz cen żywności. Nie oczekiwano spadku cen ropy, a ich potencjalny wzrost mógł w różny sposób wpłynąć na PKB. Niekorzystne skutki dla gospodarki miałyby także silna aprecjacja złotego, gdyby była ona większa od wzrostu wydajności. Ponadto takie czynniki, jak wzrost elastyczności rynku pracy, restrukturyzacja przedsiębiorstw oraz konkurencja międzynarodowa mogły oddziaływać w kierunku osłabienia presji inflacyjnej. Spodziewano się także oddziaływania polityki fiskalnej na warunki realizacji polityki pieniężnej, wpływającej na poziom cen za pomocą zmian podatków pośrednich. Istotnym czynnikiem warunkującym sposób prowadzenia polityki pieniężnej mogły być również instytucjonalne uwarunkowania gospodarki. Mimo dokonanych reform w gospodarce polskiej nadal utrzymywały się liczne słabości

<sup>24</sup> Założenia polityki pieniężnej na 2005 rok, NBP, Warszawa 2004, s. 7–9.

<sup>25</sup> W. Przybylska-Kapuścińska, *Polityka pieniężna nowych państw członkowskich Unii Europejskiej: od transformacji przez inflację do integracji*, Oficyna a Wolters Kluwer business, Warszawa, Kraków 2007, s. 289.

instytucjonalne, które obniżały poziom zatrudnienia i zmniejszały efektywność wykorzystywania czynników produkcji<sup>26</sup>.

Inflacja na koniec 2006 roku ukształtowała się na poziomie 1,1 pkt. procentowego poniżej przyjętego celu. Ukształtowanie się inflacji na tak niskim poziomie spowodowane było oddziaływaniem kilku czynników, o różnym i trudnym do oszacowania wpływie. Jednym z nich była nieznaczna aprecjacja kursu złotego w latach 2004–2005. Polityka pieniężna w 2006 r. w dalszym ciągu prowadzona była pod kątem powstrzymania wpływu wstrząsu cenowego związanego z przystąpieniem Polski do UE na przyszłą inflację. W 2005 r. zaobserwowano słaby wzrost popytu krajowego i PKB, spadek stopy bezrobocia. Na te procesy nałożyło się oddziaływanie takich procesów globalizacyjnych, jak rosnąca otwartość gospodarki i związana z nią wzrastająca konkurencja cenowa i płacowa, wzrost importu towarów pochodzących z krajów o niskich kosztach wytwarzania oraz zmniejszenie wpływu wysokich cen ropy na inflację, które ograniczają tempo wzrostu cen konsumpcyjnych<sup>27</sup>.

W 2006 r. nasilającemu się ożywieniu polskiej gospodarki towarzyszył stopniowy wzrost inflacji. Następowало przyspieszenie popytu konsumpcyjnego i jeszcze szybsze ożywienie popytu inwestycyjnego. Jednocześnie utrzymywała się bardzo wysoka dynamika eksportu, związana z przystąpieniem Polski do Unii Europejskiej i z wysokim wzrostem gospodarek naszych głównych partnerów handlowych. O zwiększonym potencjale eksportowym polskiej gospodarki świadczyło to, że mimo przyspieszenia wzrostu gospodarczego i wzrostu dynamiki importu deficyt rachunku obrotów bieżących ukształtował się w roku 2006 na bezpiecznym poziomie 2,3% PKB<sup>28</sup>.

Wzrost gospodarczy przyczynił się do szybkiego wzrostu liczby pracujących i spadku stopy bezrobocia. Jednocześnie wynagrodzenia rosły szybciej niż wydajność pracy. W 2006 r., mimo spadku jednostkowych kosztów pracy w przemyśle, wzrost jednostkowych kosztów pracy w całej gospodarce oddziaływał w kierunku wzrostu inflacji. W tym samym kierunku oddziaływał też wzrost cen importu, chociaż był on łagodzony przez spadek cen niektórych towarów, zwłaszcza importowanych z krajów o niskich kosztach wytwarzania<sup>29</sup>.

Wpływ cen żywności i cen paliw na inflację był w 2006 r. różnokierunkowy. W pierwszej połowie roku dynamika cen żywności była czynnikiem obniżającym inflację, natomiast od sierpnia ceny żywności ją zwiększały, na co wpłynęły niższe zbiory spowodowane suszą. Do sierpnia ceny paliw

<sup>26</sup> *Założenia polityki pieniężnej na 2006 rok*, NBP, Warszawa 2005, s. 5–8.

<sup>27</sup> *Sprawozdanie z wykonania założeń polityki pieniężnej w 2006 roku*, NBP, Warszawa 2007, s. 8.

<sup>28</sup> *Ibidem*.

<sup>29</sup> *Ibidem*, s. 9.

przyczyniały się do wzrostu inflacji. W ostatnich miesiącach 2006 r. spadek cen ropy naftowej połączony z aprecjacją złotego wobec dolara amerykańskiego obniżał inflację<sup>30</sup>.

Stabilizowanie celu inflacyjnego jak najbliższej poziomu 2,5% odbywało się w warunkach spadku inflacji w USA i UE, co osłabiało wzrost gospodarczy w tych regionach i w świecie. Zakładano wzrost PKB w granicach 5% dzięki wzrostowi popytu krajowego, głównie przez wzrost inwestycji i konsumpcji. Prognozowano wzrost liczby pracujących w gospodarce. Znaczny wzrost popytu na pracę i równoczesne obniżenie tempa wzrostu podaży pracy – przy niedostosowaniu struktury podaży i popytu na pracę – mogły oddziaływać w kierunku zwiększenia presji na wzrost wynagrodzeń. Presję płacową mogło łagodzić nadal wysokie, choć spadające bezrobocie<sup>31</sup>.

Wstrząs podażowy w postaci znacznie mniejszych zbiorów w 2006 r. również zakwalifikowany został do największych zagrożeń w prowadzeniu polityki pieniężnej w 2007 r. Istotnym uwarunkowaniem była także polityka fiskalna w 2007 r. Prognozowano utrzymywanie na zbyt wysokim poziomie deficytu strukturalnego finansów publicznych oraz potrzeb pożyczkowych państwa. Dodatkowo przewidywano zagrożenia w postaci wzrostu zobowiązań Skarbu Państwa na skutek uchwalania wadliwych aktów prawnych. Istotnym zagrożeniem dla realizacji celu inflacyjnego i zarazem ograniczeniem możliwości wykorzystania potencjału polskiej gospodarki były liczne słabości instytucjonalne i strukturalne. Wstrzymanie procesu prywatyzacji mogło mieć niekorzystny wpływ na jakość zarządzania w przedsiębiorstwach i na ich wydajność. Zbyt mały zasięg procesów deregulacji, szczególnie w tzw. przemyśle sieciowych (energetyka, telekomunikacja), mógł sprzyjać zwiększeniu konkurencji cenowej na wielu rynkach towarów i usług. Wydłużenie perspektywy przystąpienia do strefy euro mogło stać się czynnikiem oddziałującym niekorzystnie na napływ inwestycji bezpośrednich sprzyjających wzrostowi wydajności, a więc wzrostowi gospodarczemu i niskiej inflacji. Oddalanie się perspektywy wejścia Polski do strefy euro mogło powodować relatywny wzrost wysokości długoterminowych stóp procentowych (w wyniku zwiększenia się zawartych w nich premii za ryzyko), co wpłynęłoby niekorzystnie na sytuację w budżecie. Doświadczenia innych krajów wskazują, że przeprowadzenie zwiększających efektywność reform strukturalnych i instytucjonalnych umożliwi realizację celu inflacyjnego, przy wyższym tempie wzrostu gospodarczego.

Warto wspomnieć o jeszcze jednym czynniku wpływającym na realizację polityki monetarnej, a mianowicie ryzyku wprowadzenia zmian instytucjonalnych dotyczących nadzoru nad sektorem finansowym. Mogą one

---

<sup>30</sup> Ibidem.

<sup>31</sup> *Założenia polityki pieniężnej na 2007 rok*, NBP, Warszawa 2006, s. 5–8.

ograniczyć niezależność NBP oraz destabilizować system finansowy i ceny. W 2007 roku, a szczególnie w pierwszych jego miesiącach wpływ na prowadzenie polityki pieniężnej miała zmiana na stanowisku Prezesa NBP.

W 2007 r. w Polsce polityka pieniężna była prowadzona w warunkach stopniowego wzrostu inflacji. Roczny wskaźnik CPI wzrósł z 1,6% r/r w styczniu do 4,0% r/r w grudniu 2007 r. W okresie styczeń–październik 2007 r. inflacja kształtowała się w przedziale odchyłeń od celu inflacyjnego NBP ( $2,5\% \pm 1$  punkt procentowy). W listopadzie i grudniu 2007 r. inflacja przekroczyła górną granicę odchyłeń od celu (3,5%). Mimo to średnioroczny wskaźnik wzrostu cen towarów i usług konsumpcyjnych wyniósł 2,5%, a zatem ukształtował się na poziomie celu inflacyjnego NBP. Wyraźny wzrost inflacji pod koniec 2007 r. spowodował, że mimo podwyższenia podstawowych stóp procentowych NBP w 2007 r., łącznie o 1 punkt procentowy, realne stopy procentowe były w grudniu 2007 r. o 1,6 punktu procentowego niższe niż rok wcześniej<sup>32</sup>.

Do stopniowego wzrostu inflacji w 2007 r. przyczyniały się przede wszystkim wzrosty dynamiki cen żywności oraz cen paliw, o czym świadczy znaczna różnica między inflacją CPI a wskaźnikiem inflacji bazowej netto. Roczne tempo zmian cen żywności wzrosło z 2,8% r/r w styczniu do 7,9% r/r w grudniu 2007 r., co było efektem działania kilku czynników (niekorzystnych warunków podażowych po suszy w 2006 r. oraz przymrozkach w maju 2007, a także wzrostu cen na międzynarodowych rynkach rolno-spożywczych). W pierwszych dwóch miesiącach 2007 r. dynamika cen paliw była czynnikiem obniżającym stopę inflacji. W okresie marzec–wrzesień 2007 r. wzrost cen paliw jedynie nieznacznie przyczyniał się do wzrostu ogólnego wskaźnika cen konsumpcyjnych. Wzrost cen ropy w połączeniu z niską bazą poprzedniego roku wpłynął, począwszy od października 2007 r., na znaczny wzrost rocznej dynamiki cen paliw (z 2,5% we wrześniu do 18,1% w grudniu), co w konsekwencji spowodowało wzrost rocznego wskaźnika CPI w tym okresie. Do podniesienia ogólnego poziomu cen konsumpcyjnych w 2007 r. w Polsce dodatkowo przyczynił się także wzrost cen wyrobów tytoniowych, będący skutkiem podwyższenia stawki akcyzy na te wyroby w styczniu 2007 r.<sup>33</sup>

W 2007 r. do wzrostu inflacji przyczyniało się również wysokie tempo wzrostu gospodarczego, PKB wzrósł o 6,6%, co było najwyższym tempem wzrostu w ciągu ostatnich 10 lat. Wzrost gospodarczy w Polsce w ostatnim okresie przyczynił się do zwiększenia popytu na pracę. Rosnącej liczbie pracujących i szybko obniżającej się stopie bezrobocia towarzyszył jednak spadek liczby aktywnych zawodowo. Zmniejszająca się podaż pracy

<sup>32</sup> *Sprawozdanie z wykonania założeń polityki pieniężnej w 2007 roku*, NBP, Warszawa 2008, s. 9.

<sup>33</sup> *Ibidem*, s. 9–10.

w kraju wynikała m.in. z wycofywania się z rynku pracy osób uprawnionych do wcześniejszych emerytur oraz emigracji zarobkowej Polaków do krajów UE. Miało to swoje odzwierciedlenie w szybkim wzroście wynagrodzeń. Rośnąca dynamika wynagrodzeń w gospodarce, w połączeniu z niższym wzrostem wydajności pracy, przełożyła się na wyższe w porównaniu z 2006 r. tempo wzrostu jednostkowych kosztów pracy w gospodarce. Jednakże w 2007 r. wzrost wynagrodzeń przenosił się na ceny w ograniczonym stopniu, m.in. dzięki dobrej sytuacji finansowej przedsiębiorstw oraz relatywnie małemu udziałowi kosztów pracy w łącznych kosztach produkcji.

Do ograniczania inflacji przyczyniała się również silna konkurencja na rynkach międzynarodowych oraz wzrost otwartości polskiej gospodarki, którego efektem był utrzymujący się spadek cen towarów importowanych z krajów o niskich kosztach wytwarzania. Od II kw. 2007 r. obniżaniu inflacji sprzyjał także spadek cen importu wyrażonych w złotych, do którego przyczyniło się umocnienie kursu złotego w tym okresie<sup>34</sup>.

W pracach nad *Załoženiami polityki pieniężnej w 2008 roku* brano pod uwagę kilka czynników. Jednym z nich było osłabienie dynamiki wzrostu PKB w wyniku spadku popytu zewnętrznego. Źródłem tego zjawiska RPP upatruje w spadku aktywności gospodarczej w UE i USA (ze względu na spadek cen nieruchomości na rynku amerykańskim)<sup>35</sup>. Wśród czynników, które będą wpływać na kształt polityki pieniężnej w 2008 r., na pierwszy plan wysuwają się: sytuacja na rynku pracy oraz sytuacja w sektorze finansów publicznych. Polskie przedsiębiorstwa, aby zwiększyć produkcję, będą musiały podnieść zatrudnienie lub stworzyć nowe miejsca pracy w pracochłonnych sektorach (usługi i budownictwo). Wzrostowi popytu na pracę towarzyszył będzie wzrost liczby osób aktywnych zawodowo, choć obniżą ją takie czynniki, jak przedłużanie okresu przechodzenia na emeryturę oraz podwyżka płacy minimalnej. Przedłużenie okresu przechodzenia na wcześniejsze emerytury prowadzi do dezaktywizacji osób w wieku przedemerytalnym. Podwyższenie płacy minimalnej eliminuje z rynku pracy część osób o najniższych kwalifikacjach lub powoduje wyparcie ich zatrudnienia do szarej strefy<sup>36</sup>.

Po okresie stabilizacji w pierwszych czterech miesiącach 2008 r. roczne tempo wzrostu CPI wzrosło do 4,8% w lipcu i sierpniu, a następnie obniżyło się do 4,5% we wrześniu. Na wzrost wskaźnika inflacji w okresie czerwiec–sierpień złożył się przede wszystkim wzrost dynamiki cen energii oraz cen części usług, w tym usług związanych z użytkowaniem mieszkania. W kierunku utrzymania inflacji na podwyższonym poziomie w tych miesiącach oddziaływała także nadal wysoka roczna dynamika cen żywności.

<sup>34</sup> Ibidem, s. 10.

<sup>35</sup> *Raport o inflacji luty 2008*, Warszawa 2008, s. 5.

<sup>36</sup> Ibidem.

Natomiast znaczny spadek rocznej dynamiki cen żywności i napojów bezalkoholowych we wrześniu przyczynił się do obniżenia wskaźnika inflacji<sup>37</sup>.

W kierunku zwiększenia inflacji nadal oddziaływał obserwowany w dwóch pierwszych kwartałach wzrost cen surowców energetycznych na rynkach światowych, który z pewnym opóźnieniem przekłada się na wzrost cen nośników energii oraz cen niektórych usług na rynku krajowym. Do wzrostu inflacji przyczyniał się także wzrost cen regulowanych, zależnych od decyzji instytucji rządowych i samorządowych. Czynnikiem oddziałującym w kierunku wzrostu inflacji był również rosnący popyt krajowy i presja kosztowa wynikająca z napiętej sytuacji na rynku pracy. Z drugiej strony utrzymywało się dezinflacyjne oddziaływanie spadku cen towarów importowanych z krajów o niskich kosztach wytwarzania oraz towarów pozostających pod silnym wpływem globalizacji. Do ograniczenia inflacji przyczyniła się także obserwowana do lipca aprecjacja nominalnego efektywnego kursu złotego<sup>38</sup>.

W ostatnich miesiącach 2008 r. można oczekiwać stopniowego spadku wskaźników bieżącej inflacji, czemu sprzyja spadek cen na światowych rynkach wielu surowców rolnych i energetycznych.

## Zakończenie

Skuteczność realizacji strategii BCI w Polsce z punktu widzenia osiągnięcia wyznaczonych celów inflacyjnych nie wypada pomyślnie. Rozminięcie się z celami rocznymi w latach 1999–2003 oraz celami ciągłymi w latach 2004–2008 z pewnością wpłynęło negatywnie na ocenę determinacji NBP w obniżaniu inflacji wśród podmiotów gospodarujących, a być może nawet przysłoniło fakt zrealizowania celu średniookresowego. Przyczyn tego należy szukać wśród czynników leżących poza kontrolą banku centralnego, takich jak: zmiany cen kontrolowanych, wahania cen żywności, czy zmiany cen surowców na rynkach światowych. Znaczącą rolę odgrywały także wahania koniunktury w gospodarce światowej, dynamika popytu wewnętrznego i zewnętrznego, zmiany wielkości eksportu pobudzanego przez deprecjację kursu złotego. Ogromnym utrudnieniem było również wyjątkowo duże rozluźnienie polityki fiskalnej, przejawiające się stałym wzrostem deficytu budżetowego i wysoką niepewnością co do przyszłych zmian jego wielkości.

---

<sup>37</sup> *Raport o inflacji październik 2008*, Warszawa 2008, s. 11.

<sup>38</sup> *Ibidem*, s. 12.

## Literatura

- Kokoszcyński R., *Współczesna polityka pieniężna w Polsce*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2004.
- Musielak-Linkowska M., *Cel inflacyjny w Polsce. Założenia i realizacja*, CeDeWu, Warszawa 2007.
- Przybylska-Kapuścińska W., *Ocena realizacji polityki pieniężnej Narodowego Banku Polskiego*, [w:] *Ład instytucjonalny w gospodarce*, seria: *Ekonomia i Prawo*, t. II, pod red. B. Polzakiewicz i J. Boehlke, Wydawnictwo UMK, Toruń 2006.
- Przybylska-Kapuścińska W., *Polityka pieniężna nowych państw członkowskich Unii Europejskiej: od transformacji przez inflację do integracji*, Oficyna a Wolters Kluwer business, Warszawa, Kraków 2007.
- Raport o inflacji za poszczególne lata okresu 1999–2008*, NBP, Warszawa 2004.
- Sprawozdanie z wykonania założeń polityki pieniężnej za poszczególne lata okresu 1998–2007*, NBP, Warszawa.
- Szpunar P., *Polityka pieniężna. Cele i warunki skuteczności*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2000.
- Średniookresowa strategia polityki pieniężnej na lata 1999–2003*, NBP, Warszawa 1998.
- Średniookresowa strategia polityki pieniężnej po 2003 roku*, NBP, Warszawa 2003.
- Założenia polityki pieniężnej na poszczególne lata okresu 1999–2008*, NBP, Warszawa.

## Monetary Policy of National Bank of Poland

### Period: 1999–September 2008

#### Summary

At present, the basic and the most important final aim for central banking is to achieve and maintain stable, low inflation. During the last several years BCI conception gained considerable popularity, which is reflected in the growth of the number of central banks leading monetary policy according to that strategy.

The aim of this paper is to review the realization of the monetary policy in Poland in the years 1999–2008 as well as in the long-term perspective.

The reason of why the inflationary aims are not achieved is situated in supply factors (such as changes of controlled process, fluctuation of food process or changes of raw materials prices), fluctuation of economic situation in world economy, dynamics of internal and external demand and expansive fiscal policy.