

# Wstęp

---

W książce zaprezentowano badania mające, w intencji autora, ułatwić prowadzenie dobrej polityki pieniężnej w Polsce. Co to jest dobra polityka pieniężna? Odpowiedź na to pytanie – choć kluczowa – nie jest łatwa. Od czasu powstania pierwszych banków centralnych w XVII wieku ich zadania i wyobrażenie o tym, jak je dobrze realizować, zmieniały się wielokrotnie. Monopol emisyjny, przyznany pierwszym bankom centralnym, miał służyć zapewnieniu dochodów skarbowi. Nowoczesna bankowość centralna, zorientowana na zapewnienie stabilności finansowej i monetarnej, zaczęła kształtować się dopiero w XIX wieku. Po drugiej wojnie światowej powszechnie uważano, że dobra polityka pieniężna powinna prowadzić do trwałego obniżenia stopy bezrobocia. Natomiast od lat osiemdziesiątych XX wieku banki centralne zaczęły być uważane za instytucje, których podstawowym zadaniem jest zapewnienie stabilności cen. Z kolei w wyniku kryzysu finansowego lat 2007–2009 wielu ekonomistów zaczęło postulować zmianę strategii polityki pieniężnej, tak by brała ona pod uwagę także stabilność finansową.

Czym zatem jest dobra polityka pieniężna? Na potrzeby niniejszej pracy zostanie ona zdefiniowana zgodnie z poglądem, jaki utarł się na ten temat w ciągu ostatnich 20–30 lat w głównym nurcie ekonomii. Zgodnie z nim, dobra polityka pieniężna realizuje następujące cele:

- ▶ zapewnia przeciętnie niską inflację,
- ▶ przy danych ograniczeniach minimalizuje wahania inflacji i produkcji.

Zasada zapewnienia przeciętnie niskiej stopy inflacji ma oparcie zarówno w badaniach empirycznych, jak i teoretycznych. Liczne opracowania empiryczne [Barro, 1995; Billi, Kahn, 2008] pokazują, że niska stopa inflacji jest w długim okresie korzystna dla wzrostu gospodarczego. Również nowokeynesowskie modele teoretyczne, wykorzystywane od końca lat dziewięćdziesiątych XX wie-

ku do analiz polityki pieniężnej [Woodford, 2003; Gali, 2008] wskazują niską (dokładnie zerową) inflację jako optymalną z punktu widzenia dobrobytu reprezentatywnego konsumenta. Dwa istotne argumenty sprawiają jednak, że w praktyce banki centralne decydują się najczęściej na osiąganie niskiej, lecz dodatniej stopy inflacji. Po pierwsze, utrzymując zerową inflację, bank centralny ryzykuje, że w przypadku negatywnego wstrząsu gospodarka wpadnie w deflację. Deflacja może być dla gospodarki szkodliwa, m.in. z powodu sztywności wynagrodzeń oraz zerowego ograniczenia dla nominalnych stóp procentowych (por. rozdz. 3 oraz [Eggertson, Woodford, 2003; Lebow i in., 2003]). Po drugie, w literaturze wskazuje się na problem zawyżania inflacji przez oficjalne wskaźniki, co wynika z nieuwzględnianej przez urzędy statystyczne poprawy jakości produktów [Lebow, Rudd, 2003; Schmitt-Grohe, Uribe, 2009]. W efekcie, rzeczywista stopa inflacji jest przeciętnie niższa niż podawana przez urzędy statystyczne. W konsekwencji, większość banków centralnych krajów rozwiniętych dąży do osiągnięcia inflacji w granicach 1–3%.

Literatura teoretyczna daje nam także odpowiedź na pytanie o krótkookresowe cele polityki pieniężnej. Czy bank centralny powinien dążyć do jak najszybszej realizacji celu inflacyjnego, jeśli inflacja się od niego odchyli? Badania nad krótkookresową wymiennością pomiędzy zmiennością inflacji i produkcji [Batini, Haldane, 1999; Fuhrer, 1997] wskazują, że dążenie do jak najszybszej stabilizacji inflacji będzie skutkowało rozchwianiem realnej sfery gospodarki (np. wysoką zmiennością produkcji). Modele nowokeynesowskie pozwalają odpowiedzieć na pytanie o kształt polityki stabilizacyjnej banku centralnego z punktu widzenia dobrobytu reprezentatywnego konsumenta [Rotemberg, Woodford, 1998]. Postępując zgodnie z kryterium maksymalizacji dobrobytu, bank centralny powinien dążyć do minimalizacji ważonej sumy wariancji inflacji i produkcji<sup>1</sup>. Innymi słowy, władze monetarne powinny dbać zarówno o stabilność inflacji, jak i produkcji. Empiryczne badania nad regułami postępowania banków centralnych [Taylor, 1993; 1999] pokazują, że wiele banków w praktyce postępuje zgodnie z wymienionymi powyżej zasadami.

W ostatnich latach, szczególnie pod wpływem kryzysu finansowego lat 2007–2009, pojawiły się głosy, że rolą banku centralnego jest także dbanie o stabilność systemu finansowego. Szczególnie często pojawia się postulat, by banki centralne prowadziły dodatkowo nadzór makroostrożnościowy (*macroprudential supervision*) [Blanchard i in., 2010; IMF, 2010c; Ingves i in., 2010; Orphanides, 2010; White, 2010]. Zgodnie z tą koncepcją, dodatkowym zadaniem władz monetar-

---

<sup>1</sup> Należy pamiętać, że wynik ten otrzymuje się przy wykorzystaniu najprostszego modelu ze sztywnościami cenowymi. Rozbudowanie modelu o inne typy sztywności (np. płacowe) rozszerza zakres zmiennych, których wariancja wpływa na dobrobyt.

nych miałyby być pilnowanie, by w systemie finansowym nie pojawiały się nierównowagi i ryzyko o skali mogącej stanowić zagrożenie dla stabilności finansowej i makroekonomicznej. W tym kontekście należy zwrócić uwagę na dwa fakty. Po pierwsze, najprawdopodobniej jeszcze sporo czasu upłynie, zanim ekonomiści dopracują się powszechnie akceptowanego rozwiązania, które umiejscawiałoby stabilność finansową w strategii i instrumentarium banku centralnego. Po drugie, większość przedstawionych w książce opracowań powstała przed wybuchem kryzysu finansowego, w czasach kiedy przedstawiona wcześniej doktryna optymalności polityki pieniężnej nie była szerzej kwestionowana. Z tych powodów, koncepcja dobrej polityki pieniężnej będzie w książce rozumiana w sposób tradycyjny. Niemniej, w pracy pojawią się również elementy związane z problematyką stabilności finansowej.

Książka zawiera opis wybranych badań nad polską polityką pieniężną, które prowadziłem w latach 2003–2010 i które, w moim odczuciu, miały ułatwić prowadzenie dobrej polityki pieniężnej. Okres ten pokrywa się zarazem z czasem, w którym Narodowy Bank Polski dążył do realizacji ciągłego celu inflacyjnego na poziomie 2,5%, a więc prowadził politykę pieniężną w sposób analogiczny do stosowanego przez wiele banków centralnych krajów rozwiniętych. W tym sensie okres ten stanowi odrębny rozdział w historii polskiej polityki pieniężnej, różny jakościowo od okresu obniżania inflacji (1990–2002). Wybrane badania dotyczą niektórych praktycznych dylematów, z jakimi zetknął się w tym czasie Narodowy Bank Polski.

W prezentowanych w książce badaniach próbowałem udzielić odpowiedzi na sześć pytań.

1. Jak skutecznie zakończyć proces dezinflacji?
2. Czy zbyt niska inflacja może szkodzić polskiej gospodarce?
3. Czy rozwój rynku kredytów walutowych uniemożliwia NBP kontrolę kreacji kredytu?
4. Jaki wpływ na polską gospodarkę miało załamanie akcji kredytowej podczas kryzysu finansowego 2007–2009?
5. Czy NBP powinien publikować ścieżkę przyszłych stóp procentowych?
6. Czy przystąpienie Polski do strefy euro może spowodować niestabilny boom i jak się przed nim uchronić?

Prezentując powyższe problemy, nie sposób uniknąć dwóch zastrzeżeń. Po pierwsze, jak wspomniano, w książce zebrane zostały badania prowadzone w latach 2003–2010. Oznacza to, że – czy to ze względu na dostęp do nowych danych, czy z uwagi na powstanie nowszych opracowań – nie zawsze przedstawiają one najbardziej aktualny stan wiedzy na dany temat. Przyjęte podejście wydaje się jednak odpowiednie w kontekście przewodniego motywu pracy – przedsta-