

MAREK KACPRZAK

Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu

Wydział Finansów i Zarządzania

<https://orcid.org/0009-0004-5329-5436>

e-mail: m.c.kacprzak@gmail.com

Strategia polityki pieniężnej NBP od 1998 roku do wybuchu pandemii COVID-19

Streszczenie. W okresie pandemii COVID-19 oraz po inwazji Rosji na Ukrainę w światowej literaturze ekonomicznej rozpoczęła się burzliwa dyskusja o strategii polityki pieniężnej, jaką powinny prowadzić banki centralne na świecie. Kanony polityki pieniężnej banku centralnego kształtowane są od powstania w XVII wieku pierwszych banków centralnych w Szwecji i Anglii. Zdaniem autora artykułu polityka pieniężna nie bierze się znikąd, ale ma swoje historyczne korzenie, dlatego analizie poddana została strategia polityki pieniężnej NBP przed wybuchem pandemii COVID-19, stanowiąca fundament obecnych działań NBP i Rady Polityki Pieniężnej w zakresie stabilizacji cen i walki z inflacją.

Słowa kluczowe: polityka pieniężna, agregat pieniężny M3, stopa inflacji, strategia polityki pieniężnej

<https://doi.org/10.58683/dnswsb.609>

1. Wprowadzenie

W okresie 1990–1992 Narodowy Bank Polski zajmował się tłumieniem hiperinflacji, która w styczniu 1990 roku przekroczyła 1000%. Począwszy od 1992 roku, NBP rozpoczął okres stopniowej dezinflacji i do 2004 roku przeprowadzono następujące działania:

1. W 1997 roku uchwalono nową konstytucję, w której zapewniono niezależność NBP jako banku centralnego, wprowadzono zakaz finansowania deficytu budżetowego bezpośrednio w banku centralnym oraz przede wszystkim powołano konstytucyjny organ władzy monetarnej, tj. Radę Polityki Pieniężnej. W 1997 roku uchwalono również Ustawę o NBP, która precyzuje działalność NBP jako niezależnego banku centralnego Polski i działalność Rady Polityki Pieniężnej.

2. W czerwcu 1998 roku Rada Polityki Pieniężnej I kadencji ogłosiła decyzję o porzuceniu — w polityce pieniężnej NBP — **strategii monetarno-kursowej** na rzecz **strategii bezpośredniego celu inflacyjnego**.
3. Zgodnie z artykułem 24 Ustawy o NBP z 29 sierpnia 1997 roku Rada Ministrów w porozumieniu z Radą Polityki Pieniężnej 11 kwietnia 2000 roku podjęły decyzję o upłynnieniu kursu złotego wobec walut obcych z dniem 12 kwietnia 2000 roku.
4. W 2002 roku inflacja CPI spadła poniżej 2%, co uważa się za koniec okresu dezinflacji w Polsce.
5. W lutym 2003 roku Rada Polityki Pieniężnej I kadencji przyjęła Strategię polityki pieniężnej po 2003 roku, w której zapowiedziała wprowadzenie od 1 stycznia 2004 roku ciągłego celu inflacyjnego na poziomie 2,5%. Rada Polityki Pieniężnej II kadencji, która rozpoczęła działalność na przełomie stycznia i lutego 2004 roku (nie wszyscy z dziewięciorga członków objęli członkostwo w RPP w styczniu 2004 roku) w pełni zaakceptowała rozwiązania zawarte w tej Strategii.
6. Od 2004 roku rozpoczął się w Polsce okres stabilizacji inflacji wokół celu inflacyjnego NBP na poziomie 2,5% (Noga, 2017, s. 118–119).

W roku 2007 doszło do upadku Lehman Brothers. Wówczas banki centralne na świecie zaczęły odchodzić od strategii bezpośredniego celu inflacyjnego (BCI) i rozpoczęło się stosowanie niekonwencjonalnej polityki pieniężnej z różnym zakresem instrumentarium tej polityki, gdzie właśnie narzędzia polityki pieniężnej stały się wyróżnikiem, czy dany bank centralny stosuje jeszcze strategię BCI, czy już całkowicie od tej polityki pieniężnej się oddalił.

W niniejszym artykule postawiono hipotezę badawczą, że przejście przez banki centralne do niekonwencjonalnej polityki pieniężnej musi uwzględniać dotychczasowe doświadczenia w stosowaniu narzędzi i standardów polityki pieniężnej banków centralnych na świecie.

2. Decyzje Rady Polityki Pieniężnej w okresie 1998–2020

Analizując decyzje podejmowane przez Radę Polityki Pieniężnej w okresie od 1998 do 2020 (NBP, 2023), można wyraźnie wyróżnić 15 etapów realizowanej w praktyce polityki pieniężnej:

Etap 1. Od 26.02.1998 do 21.01.1999 — **etap luzowania** polityki pieniężnej, gdy stopa referencyjna obniżala się gradualnie od 24% do 13%.

Etap 2. Od 21.01.1999 do 23.09.1999 — **etap neutralnej** polityki pieniężnej na poziomie 13% stopy referencyjnej.

Etap 3. Od 23.09.1999 do 1.03.2001 — **etap zacieśniania** polityki pieniężnej, podczas którego stopa referencyjna była podwyższana gradualnie od 13% do 18%.

Etap 4. Od 1.03.2001 do 26.06.2003 — **etap luzowania** polityki pieniężnej; stopa referencyjna była obniżana z poziomu 18% do poziomu 5,25%.

Etap 5. Od 26.06.2003 do 1.07.2004 — **etap neutralnej** polityki pieniężnej; stopa referencyjna przez 13 miesięcy była na poziomie 5,25%.

Etap 6. Od 01.07.2004 do 26.08.2004 — **krótki etap zacieśniania** polityki pieniężnej; stopa referencyjna wzrosła z poziomu 5,25% do 6,50%, czyli o 125 punktów bazowych.

Etap 7. Od 26.08.2004 do 31.03.2005 — **etap neutralnej** polityki pieniężnej; stopa referencyjna NBP utrzymywała się na poziomie 6,50%.

Etap 8. Od 31.03.2005 do 01.03.2006 — **etap luzowania** polityki pieniężnej; spadek stopy referencyjny NBP z poziomu 6,50% do 4,00%.

Etap 9. Od 1.03.2006 do 26.04.2007 — **etap neutralnej** polityki pieniężnej; stopa referencyjna NBP na poziomie 4,00%.

Etap 10. 26.04.2007 do 26.06.2008 — **etap zacieśniania** polityki pieniężnej; stopa referencyjna NBP wzrosła gradualnie z poziomu 4,00% do 6,00%.

Etap 11. 26.06.2008 do 25.06.2009 — **etap luzowania** polityki pieniężnej; stopa referencyjna NBP gradualnie spadała z poziomu 6% do poziomu 3,50%.

Etap 12. 25.06.2009 do 9.06.2011 — **etap zacieśniania** polityki pieniężnej; stopa referencyjna NBP rosła z poziomu 3,50% do poziomu 4,50%.

Etap 13. 9.06.2011 do 10.05.2012 — **etap neutralnej** polityki pieniężnej; stopa referencyjna na poziomie 4,50%.

Etap 14. 10.05.2012 do 8.11.2012 — **etap zacieśniania** polityki pieniężnej, opartej na jednej podwyżce stopy referencyjnej z poziomu 4,50% do 4,75%.

Etap 15. 8.11.2012 do 29.05.2020 — gradualnie 13 razy obniżono stopę referencyjną NBP z poziomu 4,75% do poziomu 0,1%, co było historycznie **najdłuższym etapem luzowania** polityki pieniężnej NBP. Nie było to najgłębsze luzowanie! Na pierwszym etapie luzowania doszło do obniżenia stopy referencyjnej o 1275 punktów bazowych, a na etapie piętnastym „tylko” o 474 punkty bazowe.

W tabeli 1 pokazano, jak wyglądała inflacja w Polsce w okresie 1950–2021. Analizowany tutaj okres od 1998 do 2020 roku pokazuje, że inflacja mieściła się w przedziale +11,8% w roku 1998 do -0,9% w roku 2015.

Tabela 1. Wskaźniki inflacji konsumenckiej CPI w Polsce w ujęciu rocznym dla okresu 1950–2021

Rok	Wskaźnik cen przy podstawie rok poprzedni = 100	Rok	Wskaźnik cen przy podstawie rok poprzedni = 100	Rok	Wskaźnik cen przy podstawie rok poprzedni = 100	Rok	Wskaźnik cen przy podstawie rok poprzedni = 100	Rok	Wskaźnik cen przy podstawie rok poprzedni = 100
1950	107,5	1965	100,9	1980	109,4	1995	127,8	2010	102,6
1951	109,6	1966	101,2	1981	121,2	1996	119,9	2011	104,3
1952	114,4	1967	101,5	1982	200,8	1997	114,9	2012	103,7
1953	141,9	1968	101,6	1983	122,1	1998	111,8	2013	100,9
1954	93,7	1969	101,4	1984	115,0	1999	107,3	2014	100,0
1955	97,6	1970	101,1	1985	115,1	2000	110,1	2015	99,1
1956	99,0	1971	99,9	1986	117,7	2001	105,5	2016	99,4
1957	105,4	1972	100,0	1987	125,2	2002	101,9	2017	102,0
1958	102,7	1973	102,8	1988	160,2	2003	100,8	2018	101,6
1959	101,1	1974	107,1	1989	351,1	2004	103,5	2019	102,3
1960	101,8	1975	103,0	1990	685,8	2005	102,1	2020	103,4
1961	100,7	1976	104,4	1991	170,3	2006	101,0	2021	105,1
1962	102,5	1977	104,9	1992	143,0	2007	102,5	2022	114,5
1963	100,8	1978	108,1	1993	135,3	2008	104,2	2023	
1964	101,2	1979	107,0	1994	132,2	2009	103,5	2024	

Źródło: GUS (2022)

Rada Polityki Pieniężnej od 1 stycznia 2004 roku przyjęła do realizacji Strategię bezpośredniego celu inflacyjnego z punktowym celem inflacyjnym na poziomie 2,5%. Przyjęto również dopuszczalne pasmo odchyień $\pm 1\%$, aby inflację rzeczywistą w średnim okresie sprowadzać do celu 2,5% w sposób gradualny, a nie za pomocą jednego kroku.

Tabela 1 pokazuje, że w okresie od 2004 roku, gdy przyjęto cel inflacyjny 2,5%, do 2020 roku, CPI tylko w 2008 roku i w 2011 roku była poza pasmem 1,5–3,5%. W pozostałych latach analizowanego okresu inflacja była zakotwiczona w pobliżu celu 2,5%. Przedstawiona powyżej analiza etapów prowadzenia polityki pieniężnej przez NBP i jego organy ukazuje, że polityka ta była skuteczna w tym znaczeniu, iż inflacja w Polsce znajdowała się pod kontrolą Rady Polityki Pieniężnej i w średnim okresie nie wymknęła się spod kontroli władzy monetarnej. W literaturze przedmiotu twierdzi się, że polityka pieniężna będzie skuteczna wtedy, gdy agregat szerokiego pasma pieniądza M3 nie będzie rósł szybciej niż tempo rocznego wzrostu PKB (Jacyszyn, 2005). Tę zależność literatura przedmiotu nazywa prawem Benetta Mc Calluma (Mc Callum, 2004, s. 365–372).

3. Relacje pomiędzy dynamiką PKB a dynamiką agregatu M3

Do upadku Lehman Brothers w 2007 roku banki centralne prowadziły konwencjonalną politykę pieniężną. Po 2007 roku zaczęto stosować strategię niekonwencjonalną w polityce pieniężnej, inaczej określanej jako polityka monetarna. Niekonwencjonalna polityka monetarna jako relacja banków centralnych na globalny kryzys gospodarczy, polegająca na długofalowym utrzymywaniu niskich stóp procentowych bliskich zeru, miała cały szereg negatywnych następstw. Literatura przedmiotu wymienia tutaj następujące negatywne skutki:

1. Niska stopa zwrotu z inwestycji, np. takich jak rządowe papiery wartościowe, zachęca zarządzających bankami, towarzystwami ubezpieczeniowymi i funduszami emerytalnymi do podejmowania większego ryzyka, które często staje się ryzykiem nadmiernym.
2. Często instytucje finansowe podejmują zobowiązania długookresowe obligujące je do osiągnięcia stosunkowo wysokiej stopy zwrotu, którą nie zawsze da się osiągnąć.
3. Niskie koszty kapitału mogą sprawić, że firmy zaczną preferować inwestycje pracooszczędne, co doprowadzi do wzrostu bezrobocia. W konsekwencji może jeszcze pojawić się tutaj taki skutek, że nadmiernie wzrosną nakłady na budownictwo w stosunku do wydatków na maszyny i urządzenia.
4. Luźna polityka pieniężna może opóźnić akomodację wolno reagujących aktywów, szczególnie takich jak nieruchomości, co utrudni wyjście z recesji.
5. Długo utrzymujące się w polityce banków centralnych niskie stopy procentowe prowadzą do aprecjacji waluty, wzrostu kursów akcji, niestabilnych boomów kredytowych i deficytów na rachunku obrotów bieżących (Markenzie, Stella, 1996; Park, 2012; Caruana, 2013).

W tabeli 2 przedstawiono zależności pomiędzy tempem wzrostu M3 i tempem wzrostu PKB w latach 1994–2020. Analiza danych zawartych w tej tabeli pokazuje, że w ciągu 22 analizowanych lat prawo Mc Calluma spełnione było tylko w roku 2003 i 2018.

Jeżeli przyjąć przedział odchylenia od 0% do 5%, to w tym przedziale mieści się dziesięć, czyli prawie połowa wszystkich analizowanych lat.

Tabela 2. Porównanie tempa wzrostu agregatu pieniężnego M3 (r/r) z tempem wzrostu PKB (r/r) dla Polski

Lp.	Rok	TEMPO WZROSTU M3 w % r/r	TEMPO WZROSTU PKB w % r/r	RÓŻNICA (M3 - PKB)
1	1999	27,0	4,1	22,9
2	2000	15,4	4,0	11,4
3	2001	14,6	1,2	13,4
4	2002	8,0	1,4	6,6
5	2003	-0,6	3,9	-4,5
6	2004	5,6	5,3	0,3
7	2005	10,9	3,6	7,3
8	2006	11,9	6,2	5,7
9	2007	19,2	6,7	12,5
10	2008	12,9	3,9	9,0
11	2009	17,6	2,6	15,0
12	2010	6,4	3,7	2,7
13	2011	8,2	5,0	3,2
14	2012	13,7	1,6	12,1
15	2013	4,5	1,3	3,2
16	2014	5,4	3,3	2,1
17	2015	8,5	4,2	4,3
18	2016	10,2	3,1	7,1
19	2017	8,5	4,8	3,7
20	2018	4,8	5,4	-0,6
21	2019	8,9	4,7	4,2
22	2020	9,3	-2,2	11,5

Źródło: Obliczenia własne na podstawie NBP (2023) i Roczników Statystycznych GUS (2008, 2015, 2022)

4. Wnioski

Od 1998 roku NBP realizuje swój mandat za pośrednictwem strategii celu inflacyjnego. Początkowo Rada Polityki Pieniężnej wyznaczyła średniokresowy cel polityki pieniężnej, zakładający obniżenie inflacji poniżej 4% na koniec 2003 roku. W realizacji tego zadania pomagały cele inflacyjne ustalane na koniec każdego kolejnego roku. Wyznaczały one ścieżkę dezinflacji, a jednocześnie były podporządkowane średniokresowemu celowi (poniżej 4% na koniec 2003 r.). Od 2004 roku cel inflacyjny NBP jest określony na poziomie 2,5% ±1 pkt proc. Strategia celu inflacyjnego realizowana przez Radę Polityki Pieniężnej w kolejnych kadencjach

była nieznacznie modyfikowana, choć od 2004 roku jej fundamenty (a więc poziom celu oraz reżim płynnego kursu walutowego) nie uległy większym zmianom. Modyfikacje strategii dotyczyły natomiast większego uwzględniania w polityce pieniężnej ryzyka dla stabilności finansowej, co pozwalało RPP prowadzić politykę pieniężną bardziej elastycznie. Dowodem tej elastyczności jest częstsze niż przed kryzysem globalnym 2007–2009 stosowanie interwencji walutowej (Grostal et al., 2016, s. 19).

Z przeprowadzonej w niniejszym artykule analizy wynika, że obecnie prowadzona polityka pieniężna Narodowego Banku Polskiego odbiega od tej, którą NBP stosował od 1998 roku do wybuchu pandemii COVID-19. W badanym okresie inflacja w Polsce była pod kontrolą NBP. Dzisiaj trudno stwierdzić, że inflacja jest pod kontrolą NBP, gdy Raport o inflacji z marca 2023 roku, sporządzony przez analityków NBP pokazuje, że cel inflacyjny 2,5% osiągnięty zostanie dopiero po 36 miesiącach, a najpóźniej powinno to się stać po 24 miesiącach. To po pierwsze. A po drugie, w tym Raporcie stwierdza się, że inflacja w Polsce ulega persystencji, co oznacza jej długotrwałe występowanie. NBP, zgodnie z Konstytucją i Ustawą o NBP, powinien rzeczywistą inflację sprowadzić do celu 2,5% w średnim okresie, który jest określany na maksimum 24 miesiące.

Bibliografia

- Caruana, J. (2013). Central Banking in a Balance Sheet Recession. *International Journal of Central Banking*, 1.
- Grostał, W., Jabłecki, J., Beniak, P., Ciżkowicz-Pękała, M., Skrzyszewska-Pasze, k E., Wesołowski, G., & Żuk, P. (2016). *Alternatywne strategie polityki pieniężnej*. Narodowy Bank Polski.
- GUS. (2022). Roczne wskaźniki cen towarów i usług konsumpcyjnych od 1950 roku. <https://stat.gov.pl/obszary-tematyczne/ceny-handel/wskazniki-cen/wskazniki-cen-towarow-i-uslug-konsumpcyjnych-pot-inflacja-/roczne-wskazniki-cen-towarow-i-uslug-konsumpcyjnych/>
- Jacyszyn, A. (2005, 5 stycznia). Monetarna alchemia. *Rzeczpospolita*.
- Mackenzie, G., & Stella, P. (1996). Quasi-Fiscal Operations of Public Financial Institutions. *IMF Occasional Paper*.
- McCallum, B.T. (2004). Misconceptions Regarding Rules vs. Discretion for Monetary Policy. *Cato Journal*, 23(3), 365–372.
- NBP. (2023). Archiwum podstawowych stóp procentowych NBP od 1998. <https://nbp.pl/podstawowe-stopy-procentowe-archiwum/>
- Noga, M. (red.). (2017). *Makroekonomia ze szczególnym uwzględnieniem polityki pieniężnej*. CEDEWU.
- Park, S.G. (2012). Central Banks Ouasi-Fiscal Policies and Inflation. *IMF Working Paper*.
- Rocznik Statystyczny GUS. (2008). <https://stat.gov.pl/obszary-tematyczne/roczniki-statystyczne/roczniki-statystyczne/rocznik-statystyczny-rzeczypospolitej-polskiej-2008,2,3.html>

Rocznik Statystyczny GUS. (2015). <https://stat.gov.pl/obszary-tematyczne/roczniki-statystyczne/roczniki-statystyczne/rocznik-statystyczny-rzeczypospolitej-polskiej-2015,2,10.html?pdf=1>

Rocznik Statystyczny GUS. (2022). <https://stat.gov.pl/obszary-tematyczne/roczniki-statystyczne/roczniki-statystyczne/rocznik-statystyczny-rzeczypospolitej-polskiej-2022,2,22.html>

NBP Monetary Policy Strategy from 1998 to the Outbreak of the COVID-19 Pandemic

Summary. During the COVID-19 pandemic and after Russia's invasion of Ukraine, a heated discussion began in the global economic literature about the monetary policy strategy that should be pursued by central banks around the world. The canons of central bank monetary policy have been shaped since the creation of the first central banks in Sweden and England in the seventeenth century. According to the author of the article, monetary policy does not come "out of nowhere" but has its historical roots. Therefore, in this article, I analyse the NBP monetary policy strategy before the outbreak of the COVID-19 pandemic, which is the foundation for the current activities of the NBP and the Monetary Policy Council in the field of price stabilization and the fight against inflation at the current stage of development of the Polish economy.

Keywords: monetary policy, monetary aggregate M3, inflation rate, monetary policy strategy