

ROZDZIAŁ 33

CEL INFLACYJNY, STOPY PROCENTOWE I WEJŚCIE POLSKI DO UNII EUROPEJSKIEJ

1. Wstęp

W pracy przedstawione zostały rozważania i analizy dotyczące konsekwencji stosowania celu inflacyjnego oraz utrzymywania dotychczasowej polityki stóp procentowych w warunkach przystępowania Polski do Unii Europejskiej. Proces akcesji pobudzi zmiany, obejmujące m.in. dostosowania w strukturze i poziomie cen. Dostosowania te będą miały charakter krótko i średnioterminowy oraz dominujące przyczyny kosztowe. Wzrost wskaźnika cen nie powinien więc być traktowany jako argument na rzecz wzrostu restrykcyjności polityki pieniężnej tak długo, jak długo nie będą mu towarzyszyć przyczyny monetarne inflacji w postaci trwałego wzrostu tempa przyrostu masy pieniądza. Oznacza to, że próby monetarnego przeciwdziałania procesom dostosowawczym spowodują jedynie spowolnienie koniecznych zmian i niosą ze sobą ryzyko nawrotu stagnacji gospodarczej. Ze względu na brak źródeł monetarnych spodziewanego wzrostu cen nie ma też merytorycznego uzasadnienia dla ich zastosowania.

W pracy przeprowadzona została analiza porównawcza różnych sposobów definiowania celu banku centralnego oraz wstępna ocena ich adekwatności do warunków akcesji do UE. Na podstawie tej analizy wysunięto tezę, że lepiej od inflacyjnego sprawdziłby się cel monetarny, mógłby bowiem powstrzymać NBP od reagowania na każdy wzrost wskaźnika cen.

Następnie w oparciu o dane dotyczące krajów wysokorozwiniętych, gospodarek wstępujących do UE oraz gospodarek o powolniejszej transformacji autor podjął próbę oceny skuteczności polityki NBP w ramach realizacji celu inflacyjnego. Osiągnięcia w zwalczaniu inflacji są na pewno bardzo znaczące, szczególnie na tle państw które poniosły porażkę w walce ze wzrostem cen. Ale są też przesłanki by politykę NBP – szczególnie po 1998 roku – uznać za restrykcyjną. Może zbyt restrykcyjną i kosztowną.

W ostatniej części tekstu wnioski z analizy charakterystyk celu inflacyjnego przyjętego przez NBP i stosowanej polityki stóp procentowych wykorzystane zostały do oceny zagrożeń i możliwości kształtowania tej polityki w pierwszym okresie po wejściu Polski do Unii Europejskiej.

2. Cele banków centralnych, ich wady i zalety ze szczególnym uwzględnieniem celu NBP.

Cele realizowane w ciągu ostatnich 40 lat przez banki centralne przeszły ewolucję. Początkowo główną słabością polityki monetarnej była wielość celów. W przypadku Banków Rezerwy Federalnej ilustruje ją np. dyrektywa z marca 1970r. Jako główne cele banku określała ona pożądane zmiany zagregowanych wydatków w relacji do potencjalnego produktu, wpływ pieniądza i zagregowanego popytu na zatrudnienie i ceny, skutki tych polityk dla poszczególnych sektorów i międzynarodowych rezerw walutowych, dystrybucję dochodów, gospodarkę mieszkaniową, centralne i lokalne finanse publiczne i inne obszary

pod wpływem zmian w ilości pieniądza i kredycie¹. Na początku XXI wieku dominuje pogląd o podstawowym znaczeniu polityki pieniężnej jako stabilizatora wartości waluty narodowej. Czasem, choć coraz rzadziej, jako cel dodatkowy określa się wspieranie bądź stabilizację warunków wzrostu gospodarczego. Nastąpiło więc ogromne zawężenie celów banków oraz wysunięcie na pierwszy plan zadania przeciwdziałania inflacji (i deflacji)². Podstawowe dylematy sprowadzają się zaś do kwestii sposobu sformułowania celu najlepiej oddającego istotę problemu i pozwalającego na realizację najskuteczniejszej polityki pieniężnej. Skuteczność tę należy rozumieć jako zdolność do stabilizacji waluty przy minimalizacji kosztów takich działań. Współczesne banki centralne formułują swój cel na trzy dominujące sposoby: jako cel inflacyjny, monetarny lub jako stabilizację kursu walutowego³. Każdy z tych celów charakteryzują określone wady i zalety. Cel inflacyjny wiąże się z reakcją banku centralnego na odchylenie wskaźnika wzrostu cen od celu lub wyznaczonego korytarza. Jednak nie każdy wzrost wskaźnika oznacza inflację tj. długotrwały proces wzrostu cen i nie każdy ma swe źródła monetarne – czyli nie zawsze można go zwalczyć monetarnymi narzędziami. Próby zwalczania wzrostu poziomu cen mającego wyłącznie pozamonetarne źródło (np. wzrost cen ropy wywołany ograniczeniem jej dostępności) są bardzo kosztowne i mało skuteczne⁴. Próby ograniczenia wpływu tego czynnika poprzez reagowanie na trwałe odchylenia od założonego wskaźnika wzrostu cen i wprowadzenie jako podstawy analizy kategorii inflacji bazowej dały tylko ograniczone rezultaty.

Cel polegający na stabilizacji kursu wymiany waluty krajowej uniemożliwia prowadzenie skutecznej długofalowej polityki pieniężnej, nastawionej głównie na stabilizację cen wewnętrznych⁵. Realizowany jest więc głównie przez małe otwarte gospodarki, dla których stabilizacja warunków wymiany z zagranicą jest najistotniejsza lub poprzez pełne zrzeczenie się niezależności w polityce monetarnej w systemach currency peg lub currency board. Pewnym substytutem pełnej realizacji tego celu na skalę gospodarki narodowej jest przyjęcie wspólnej waluty, jak w Łacińskiej Unii Monetarnej w końcu XIX wieku czy aktualnie poprzez przyjęcie Euro w ramach Europejskiej Unii Monetarnej. W tej ostatniej postaci cel ten realizowany być może również przez średnie i duże kraje – w sytuacji w której wspólna waluta zapewnia stabilne warunki wymiany zadanie prowadzenia polityki pieniężnej przeciwdziałającej inflacji i deflacji spada na wspólny bank centralny.

Cel monetarny pozwala obejść podstawową wadę celu inflacyjnego. Jego realizacja oznacza reagowanie narzędziami polityki monetarnej na zmiany o monetarnym charakterze, mogące przełożyć się na długotrwały, znaczący wzrost cen. Jego podstawowe wady to problemy ze zdefiniowaniem zmiennej będącej punktem odniesienia (jaki agregat pieniężny należy kontrolować?) oraz większa zmienność stóp procentowych pozwalająca utrzymać podaż pieniądza w założonym przedziale⁶. Jednakże najważniejszą przyczyną ograniczonej popularności bądź zarzucenia tego sposobu formułowania celu jest fakt, iż jest on niewygodny dla banków centralnych, nie pozwalając równie łatwo interpretować przekroczenia go „w dół” jako sukcesu – w przeciwieństwie do celu inflacyjnego⁷.

¹ W. Poole, *Monetary Aggregates and monetary policy (W) The Evolution of Monetary Policy and The Federal Reserve System Over the Past Thirty Years.* (Red) R. Kopcke, L. Browne, Conference Series No. 45, Federal Reserve Bank of Boston 2000. s. 18

² F.S. Mishkin, *What Monetary Policy Can and Cannot Do.* (W) *Monetary Policy in Transition in East and West: Strategies, Instruments and Transmission Mechanisms.* Vienna 1997. s. 57

³ C. Pfister, *Monetary, Inflation and Exchange Rate Targeting.* (W) *Monetary Policy in Transition in East and West: Strategies, Instruments and Transmission Mechanisms.* Vienna 1997. s. 35

⁴ A. Więznowski, *Neutralność pieniądza a zadania współczesnych banków centralnych.* SGH, zeszyt naukowy 41, Warszawa 2004, s.30

⁵ F.S. Mishkin, *Ekonomia pieniądza, bankowości i rynków finansowych.* PWN, Warszawa 2002, s. 382

⁶ R. W. Hafer, *What Remains of Monetarism.* Federal Reserve Bank of Atlanta Economic Review 2001. s. 41

⁷ A. Więznowski, *Neutralność pieniądza a zadania współczesnych banków centralnych.* SGH, zeszyt naukowy

Od 1990 roku Narodowy Bank Polski realizuje cel inflacyjny. Cel ten aktualnie jest oficjalnie ogłaszany i znany wszystkim zainteresowanym. Wybór sposobu sformułowania celu banku centralnego niósł ze sobą wszystkie wymienione wyżej korzyści jak wady i zagrożenia. Ze względu na swą popularność trudno jednak odmówić mu czytelności zarówno dla rynków finansowych jak i dla pojedynczych podmiotów ekonomicznych.

Każdy cel realizować jednak można na różne sposoby. Cel inflacyjny można więc osiągnąć w rok lub w perspektywie pięciu lat. Można go realizować przez terapię szokową, ryzykując przestrzelenie w dół i wyższe od optymalnych koszty, lub tak dobrać portfolio stosowanych narzędzi, by zrealizować założenia inflacyjne przy minimalnych kosztach dla gospodarki – tzn. nie pozbawiając jej dostępu do środka przeprowadzania transakcji rynkowych – pieniądza.

Poniżej przeprowadzona zostanie analiza porównawcza charakteru polskiej polityki pieniężnej, widzianej przez pryzmat realnych stóp procentowych banku centralnego jako podstawowego narzędzia stosowanego przez NBP oraz jego skuteczności w zwalczaniu inflacji.

3. Kształtowanie realnych stóp procentowych NBP na tle innych krajów

Stosowane przez bank centralny stopy procentowe są pochodną sformułowanego celu, bieżącej oceny sytuacji przez bank centralny i predykcji ścieżki rozwoju tej sytuacji. Do badania wybrano okres 1990 – 2003, dążąc do analizy jak najdłuższego szeregu danych, uwzględniając jednak tylko okres w którym można mówić w Polsce o rozwoju gospodarki rynkowej. W ostatnich latach pojawiło się wiele zarzutów dotyczących utrzymywania przez NBP zbyt wysokich stóp procentowych. Posługiwanie się w tym kontekście stopami nominalnymi jest jednak błędem – podstawową informację o koszcie i dostępności pieniądza przenoszą bowiem stopy realne, tj. skorygowane o wskaźnik inflacji. Ze względu na wysoką inflację w niektórych z badanych krajów do wyliczenia realnych stóp procentowych posłużono się w miejsce prostego potrącenia ze stóp nominalnych stopy inflacji, bardziej rozbudowanym, przytoczonym poniżej wzorem:

[1] $r = (n - i) / (1 + i)$, gdzie r to realna stopa procentowa, n – nominalna stopa procentowa a i to stopa inflacji⁸.

Do przeliczeń wykorzystana została stopa redyskontowa, ponieważ odgrywając znaczną rolę w gospodarce ma ona też walor porównywalności – to właśnie stopa redyskonta lub po prostu stopa dyskontowa banku centralnego jest wielkością którą posługują się roczniki międzynarodowej statystyki finansowej⁹. Standardem jest przytaczanie wysokości tych stop na koniec okresu, bez względu na to, jak długo obowiązywały.

Analizując tak zgromadzone i przeliczone na wielkości realne dane dochodzimy do wniosku, że w ciągu badanych 14 lat zmieniał się istotnie charakter polskiej polityki pieniężnej. Do 1995 roku NBP utrzymywał ujemne realne stopy procentowe, w 1996 roku ustalając stopę dyskontową w wysokości 1,8%. Od 1997 roku nastąpiło wyraźne zaostrzenie polityki - do 2001 roku z wyłączeniem roku 1998 stopy utrzymywały się na poziomie ponad 8%! W latach 2002 i 2003 zostały obniżone do poziomu ok. 5%. Tym istotnym zmianom realnych stóp procentowych towarzyszył permanentny spadek tempa wzrostu cen (z wyjątkiem roku 2000). Tempo to najszybciej malało w latach 1991 – 1993 oraz w 1996 roku. Następował wtedy spadek tempa wzrostu cen o ok. 10 punktów procentowych rocznie lub więcej. Największy względny spadek tempa inflacji nastąpił w 1991 i 1992 oraz, ze znacznie

41, Warszawa 2004, s.37

⁸ H. Varian, Mikroekonomia, PWN Warszawa 1997. s. 98

⁹ por. IMF Financial Statistic Yearbook poz. 60 w tabelach narodowych lub CANSTAT Statistical Bulletin w poz. "Official discount rates".

niższego poziomu i przy opanowanych oczekiwaniach inflacyjnych, w 2001 i 2002 roku.

Wynika z tego, że można skutecznie obniżać inflację przy bardzo niskich realnych stopach procentowych lub też że to nie stopy procentowe są głównym narzędziem zapobiegania i zwalczania inflacji (a jest nim inny agregat – np. podaż pieniądza). Nie stoi to w sprzeczności z tezą o znaczącym wpływie stóp procentowych na aktywność gospodarczą. Niezależnie które z przytoczonych wyjaśnień odnośnie wpływu stóp na inflację przyjmiemy, z żadnego z nich nie wynikają przesłanki do stosowania szczególnie wysokich realnych stóp procentowych. Skuteczne zwalczanie inflacji miało też miejsce przy stopach znacząco niższych a więc mniej kosztownych dla gospodarki. W tym kontekście utrzymywanie w ciągu ostatnich 7 lat realnych stóp na wysokim poziomie może być odczytane jako błąd NBP, narzucający niepotrzebne koszty gospodarce i tak przechodzącej trudną i kosztowną transformację w warunkach stagnacji w gospodarce światowej oraz kryzysu rynków finansowych.

W Niemczech od 1992 roku realne stopy procentowe nie przekroczyły 4%, przy czym od 1998 roku są one stanowione przez Europejski Bank Centralny i nawet na tym umiarkowanym poziomie uważane za zbyt wysokie dla bieżących warunków gospodarki niemieckiej. W USA stopy od 1986 roku nie przekroczyły 3% a w mającej problemy z deflacją i stagnacją gospodarczą Japonii od 1990 roku stopy realne nie przekroczyły wysokości 2%.

Szczegółowe dane dotyczące poziomu realnych stóp w gospodarkach wybranych państw wstępujących do Unii Europejskiej, a więc poddanych transformacji znajdują się w tabeli 1. Z kolei dane dotyczące kształtowania się stóp w gospodarkach nie poddanych transformacji lub przechodzących transformację o ograniczonym zakresie zgromadzono w tabeli 2. Spośród badanych krajów tylko Litwa miała w latach 2000 – 2002 stopy procentowe na podobnie wysokim poziomie jak Polska. Czechy i Węgry charakteryzowały stopy znacząco niższe. Od 1997 różnica wynosiła od 4 do 9 punktów procentowych. Od 2000 roku Czesi utrzymują realne stopy procentowe na poziomie zbliżonym do zera. Stopy na Węgrzech były niewiele wyższe.

Odmienne kształtowała się polityka stóp procentowych w krajach nie poddanych transformacji. Ze względu na niejasność celu polityki pieniężnej w tych krajach i znacząco odmienne od polskich rozwiązania instytucjonalne dane dla Ukrainy, Rumunii a w szczególności dla Białorusi przytoczone zostały jedynie jako ilustracja „przeciwnego” biegunu alternatywnych rozwiązań, które w pewnych okolicznościach mogą stać się wyborem dokonany przez społeczeństwo lub władze autorytarne. Praktycznie przez cały badany okres Rumunię i Białoruś charakteryzowały ujemne realne stopy procentowe, co było raczej wynikiem wysokich stóp inflacji niż niskich stóp nominalnych. Z kolei Ukraina, w podobnym – inflacyjnym środowisku stosowała raz ekstremalnie niskie (ujemne) to znów ekstremalnie wysokie stopy. Oba wzorce polityk wydają się mieć dewastujący wpływ na kondycję gospodarek wszystkich trzech, nietypowych dla Europy, krajów.

Przy tak różnych obserwowanych wzorcach w zakresie polityki pieniężnej pojawia się pytanie o ich skuteczność w realizacji jej podstawowego celu – stabilizacji wartości pieniądza. Dane dotyczące poziomu inflacji w USA i Niemczech są powszechnie znane. W obu krajach tempo wzrostu cen mieściło się w przedziale 0,5% - 4,5%. Przypadek Japonii jest nieco trudniejszy w interpretacji. Deflację która pojawiła się w tej gospodarce np. w latach 1995, 1999, 2000 należy uznać za porażkę centralnego banku. W tym sensie polityka pieniężna Japonii przyczyniła się do przedłużania się zjawisk stagnacyjnych w tej gospodarce. Biorąc jednak pod uwagę że od 1995 roku nominalne stopy banku centralnego były zbliżone do zera lub równe zeru, bankowi centralnemu Japonii możemy postawić zarzut nie tyle zbyt wysokich stóp procentowych w badanym okresie co raczej zbyt późnego ich obniżenia.

Stopy inflacji w pozostałych badanych krajach przedstawia tabela 3. Sukces Polski i

Litwy w zwalczaniu inflacji jest niezaprzeczalny. Polsce w ciągu dziesięciu a Litwie w ciągu pięciu lat udało się obniżyć poziom inflacji z kilkuset procent rocznie do poziomu jednocyfrowego. Ważną obserwacją jest, że wysoka skuteczność w obniżaniu tempa wzrostu cen charakteryzowała NBP zarówno w okresie stosowania niskich – ujemnych, jak i wysokich realnych stóp procentowych. Stwierdzenie czy przyczyna leży w silniejszym związku inflacji ze zmianami agregatów pieniężnych niż z poziomem stóp procentowych czy też w opanowaniu oczekiwań inflacyjnych – wymaga dalszych badań. Trzeba jednak nadmienić, że mająca ewolucyjny charakter (wbrew powszechnie panującym poglądom o „terapii szokowej”) antyinflacyjna polityka pieniężna była skuteczna w pierwszej połowie lat dziewięćdziesiątych pomimo rozbudzonych oczekiwań inflacyjnych i ujemnych realnych stóp procentowych. Podobnie czeska polityka monetarna, nie obciążona wprowadzaniem hiperinflacyjnym epizodem początku transformacji, przy utrzymywaniu bardzo niskiego realnego poziomu stóp procentowych osiągnęła sukcesy w zwalczaniu inflacji porównywalne z NBP. Drugi z krajów Europy Środkowej, stosujący niskie stopy procentowe – Węgry – takimi sukcesami pochwalić się nie może. Inflacja na Węgrzech cechuje się bowiem dużą zmiennością, tendencją do nawrotów i jest wciąż kilkakrotnie wyższa niż w Polsce lub Czechach.

Ukraina, Białoruś i Rumunia są przestrożą, dokąd prowadzi nieodpowiedzialna polityka pieniężna. Poza niewydolnymi, słabymi gospodarkami kraje te mają niestabilne waluty, które przy wskaźnikach inflacji sięgających dziesiątek a nawet setek procent w stosunku rocznym nie pełnią funkcji środka tezauryzacji i wiarygodnego miernika wartości dóbr oraz coraz gorzej wypełniają funkcję pośrednika wymiany.

Tabela 1

Realne stopy dyskontowe (%) banku centralnego w wybranych państwach wstępujących do UE

| Rok | 1990 | 1991 | 1992 | 1993 | 1994 | 1995 | 1996 | 1997 | 1998 | 1999 | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 |
|---------------|-------|-------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| Czechy | x | x | x | x | -1,4 | 0,3 | 1,6 | 4,1 | -2,8 | 2,8 | 1,1 | -0,9 | 0,0 | x |
| Litwa | x | x | x | x | x | x | x | x | x | x | 9,3 | 4,1 | 9,7 | x |
| Węgry | -5,4 | -9,1 | -1,5 | -0,4 | 5,1 | -0,2 | -0,4 | 1,9 | 2,5 | 4,1 | 1,1 | 0,5 | 3,0 | x |
| Polska | -77,4 | -23,0 | -9,2 | -5,8 | -4,0 | -2,4 | 1,8 | 8,2 | 5,9 | 10,9 | 10,4 | 8,1 | 5,5 | 4,9 |

Źródło: Obliczenia własne na podstawie IMF Financial Statistics Yearbook 2001, CANSTAT Statistical Bulletin 2003/3, stron internetowych banków centralnych.

Tabela 2

Realne stopy dyskontowe (%) w krajach o ograniczonej transformacji systemowej

| Rok | 1992 | 1993 | 1994 | 1995 | 1996 | 1997 | 1998 | 1999 | 2000 | 2001 | 2002 |
|-----------------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| Białoruś | -88 | -76 | -75 | -79 | -29 | -34 | -37 | -69 | -33 | x | x |
| Rumunia | x | x | -30 | 6,88 | -2,7 | -43 | -13 | -7,4 | -7,3 | 0,37 | -18 |
| Ukraina | x | -93 | -64 | -56 | -22 | 16,5 | 44,7 | 18,2 | x | x | x |

Źródło: Obliczenia własne na podstawie IMF Financial Statistics Yearbook 2001, CANSTAT Statistical Bulletin 2003/3, stron internetowych banków centralnych.

Stopy inflacji (%) w badanych krajach

| Rok | 1990 | 1991 | 1992 | 1993 | 1994 | 1995 | 1996 | 1997 | 1998 | 1999 | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 |
|-----------------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| Polska | 555 | 76,7 | 45,3 | 36,9 | 33,3 | 28,1 | 19,8 | 15,1 | 11,7 | 7,3 | 10,1 | 5,5 | 1,9 | 0,8 |
| Czechy | x | x | x | x | 10 | 9,2 | 8,8 | 8,5 | 10,6 | 2,1 | 3,9 | 4,7 | 1,8 | x |
| Węgry | 29 | 34,2 | 22,9 | 22,5 | 18,9 | 28,3 | 23,5 | 18,3 | 14,1 | 10 | 9,8 | 9,2 | 5,3 | x |
| Litwa | x | x | x | 410 | 72,2 | 39,7 | 24,6 | 8,9 | 5,1 | 0,8 | 1 | 1,3 | 0,3 | x |
| Białoruś | x | x | 967 | 1190 | 2221 | 709 | 52,7 | 63,9 | 72,9 | 294 | 169 | x | x | x |
| Ukraina | x | x | x | 4735 | 891 | 377 | 80,3 | 15,9 | 10,6 | 22,7 | x | x | x | x |
| Rumunia | x | 231 | 211 | 255 | 137 | 32,2 | 38,8 | 155 | 59,1 | 45,8 | 45,7 | 34,5 | 22,5 | x |

Źródło: Obliczenia własne na podstawie IMF Financial Statistics Yearbook 2001, CANSTAT Statistical Bulletin 2003/3, stron internetowych banków centralnych.

Na podstawie przytoczonych analiz można stwierdzić, że poziom stóp procentowych nie jest jedyną zmienną decydującą o skuteczności polityki monetarnej. Innymi istotnymi wielkościami wydają się być agregaty pieniężne i ich zmiany¹⁰, sprawność systemów finansowych i infrastruktury instytucjonalnej¹¹ oraz oczekiwania inflacyjne. Wysoki poziom realnych stóp procentowych od drugiej połowy lat dziewięćdziesiątych dyktowany gospodarce przez NBP wydaje się nie znajdować uzasadnienia w obserwowanych charakterystykach badanych gospodarek. Zarówno polska jak i czeska polityka pieniężna radziły sobie ze zwalczaniem inflacji przy znacznie niższych realnych poziomach stóp procentowych. Świadczyć by to mogło o niepotrzebnej restrykcyjności i stagnacyjnym oddziaływaniu na gospodarkę polityki NBP od roku 1997. Z drugiej strony podobna – skuteczna – polityka Litwy i negatywny przykład Węgier każą zachować ostrożność w krytyce. Prawdziwą przestrożą i ilustracją, co może nas czekać przy utracie kontroli nad polityką pieniężną i wypełnianiu przez nią doraźnych, często politycznie umotywowanych celów są poziomy inflacji i sytuacja gospodarcza w takich krajach jak Ukraina, Rumunia czy Białoruś. Państwa te różniąc się między sobą znacząco miały co najmniej jedną wspólną cechę – nieodpowiedzialną politykę pieniężną.

4. Polska polityka pieniężna w warunkach wejścia do UE

Obserwowane w ostatnich latach cechy polskiej polityki pieniężnej muszą budzić niepokój. Charakteryzowała ją bowiem skłonność do relatywnie wysokich realnych stóp procentowych, bezwzględnie realizowany cel inflacyjny i gotowość reagowania na każde odchylenie od założonego korytarza zmian cen (np. w roku 2000). Te cechy naszej polityki pieniężnej nałożą się na ryzyko wzrostu wskaźnika cen związane z wejściem Polski do Unii Europejskiej. Wystąpienie efektu Ballassy – Samuelsona, proces ujednolicania cen z unijnymi, który z różną intensywnością wystąpi w niektórych obszarach naszej gospodarki oraz próby wykorzystania przez niektóre podmioty wejścia do UE jako uzasadnienia dla podniesienia realizowanych marż stwarzają realne prawdopodobieństwo, choćby krótkookresowego, przyspieszenia inflacji. W tych warunkach najbardziej prawdopodobną reakcją banku centralnego będzie podniesienie stóp procentowych, choć ich wyjściowy poziom w momencie przystępowania do UE wynoszący 5,25% (co daje ponad 3% stopy

¹⁰ por. J. Reischle, The role of the analysis of the consolidated balance sheet of the banking sector in the context of the Bundesbank's monetary targeting strategy prior to Stage Three. Deutsche Bundesbank 1998.

¹¹por. A. Więznowski, Analiza efektywności systemów finansowych Czech, Niemiec i Polski przy wykorzystaniu mnożnika kreacji pieniądza. (W) Prace naukowe IX/2003. (Red.) F. Adamczuk i inni. Akademickie Centrum Koordynacyjne w Euroregionie Nysa. Liberec 2003.

realne) nie jest niski. Ta tendencja do utrzymywania wysokich – prawdopodobnie za wysokich – realnych stóp procentowych stwarza zagrożenie dla podstaw pojawiającego się ożywienia w naszej gospodarce a co za tym idzie dla jej konkurencyjności w warunkach wspólnego rynku. Zagrożenie to jest szczególnie wyraźne, gdy analizie poddamy przytoczone źródła wzrostu cen. Większość z nich ma egzogeniczny, pozamonetarny charakter, co oznacza, że restrykcyjna polityka pieniężna będzie wobec nich nieskuteczna, przyczyniając się jedynie do zjawisk stagnacyjnych a nawet recesyjnych jakie mogą powstawać w trudnym procesie dostosowania do nowych warunków. Jedynie próby wykorzystania wejścia do UE dla osiągnięcia, poprzez politykę cenową, zysków nadzwyczajnych, mają charakter endogeniczny względem polskiej gospodarki i w tym przypadku polityka monetarna może pomóc w „ukaraniu” zachowań spekulacyjnych. Wydaje się jednak, że w warunkach słabego jeszcze popytu wewnętrznego rolę tę znakomicie mógłby odegrać rynek bez zaostżenia polityki pieniężnej. Powyższe rozważania są też ilustracją niskiej skuteczności celu inflacyjnego w warunkach inflacji kosztowych – cel monetarny byłby rozwiązaniem bardziej elastycznym, choć z przytoczonych w pierwszym podpunkcie przyczyn, mniej wygodnym dla NBP. Ze względu na brak zmian w podaży pieniądza uzasadniającym zaostżenie polityki pieniężnej, wzrost restrykcyjności przy tak sformułowanym celu, jest zbędny. Ewentualnie pojawiłby się wtedy, gdy omówione czynniki wzrostu cen zaczęłyby się przekładać na wzrost tempa zmian podaży pieniądza, grożąc że incydentalna, dostosowawcza zmiana poziomu cen zamieni się w permanentną inflację monetarną. Pozwoliłoby to uniknąć przedwczesnej i zbyt silnej reakcji. Dowodem na to, że obawy przed wzrostem stóp procentowych nie są bezpodstawne są wypowiedzi członków Rady Polityki Pieniężnej przytaczane w mediach. Podwyżki spodziewane są jeszcze w III kwartale 2004 roku¹². Pozostaje mieć nadzieję, że nauczony m.in. doświadczeniami polskiej stagnacji NBP ograniczy się do ostrzeżeń w celu niedopuszczenia do narastania oczekiwań inflacyjnych, będzie pilnie obserwował nie tylko wskaźniki cen ale przede wszystkim zmiany agregatów monetarnych i zareaguje dopiero wtedy, gdy zmiany podaży pieniądza wskazywać będą na zmianę charakteru inflacji.

¹² Rzeczpospolita 27 kwietnia 2004, s. B7