

Ryszard Barczyk
Michał Kruszk

ROZDZIAŁ 4

POLITYKA PIENIĘŻNA I JEJ ANTICYKLICZNE DZIAŁANIE W GOSPODARCE POLSKI W OKRESIE TRANSFORMACJI

Wstęp

Obserwacja procesów gospodarczych występujących w ostatnich latach XX wieku wskazuje, że w większości wysoko rozwiniętych gospodarek rynkowych istniały coraz wyraźniejsze wahania koniunkturalne. Ich konsekwencją było m.in. osłabienie dynamiki wzrostu gospodarczego. Podobne procesy można było również stwierdzić w gospodarce polskiej w okresie transformacji. Oznaczać to może, że powinna ulec zmianie struktura celów polityki stabilizacji, a organy państwa poprzez realizowaną politykę antycykliczną powinny dążyć do zagwarantowania zrównoważonego i ciągłego wzrostu gospodarczego.

Celem poniższych rozważań jest analiza zakresu i konsekwencji stosowania instrumentów polityki pieniężnej w procesie oddziaływania na krótko- i średniookresowe zmiany aktywności gospodarczej w Polsce w okresie transformacji systemowej. Analiza antycyklicznego działania instrumentów polityki pieniężnej jest spowodowana dwoma czynnikami. Pierwszy z nich wynika z właściwości narzędzi, należących do tej grupy, gdyż są one w wysokim stopniu elastyczne w działaniu, co jest niezbędnym warunkiem ich stosowania w okresie krótkim i średnim. Czynnikiem drugim to dostępność do danych empirycznych charakteryzujących wybrane decyzje dotyczące wykorzystania instrumentów polityki pieniężnej w gospodarce polskiej.

Rozważania będą składały się z dwóch części. Pierwsza z nich będzie zawierała hipotezy dotyczące antycyklicznego działania instrumentów polityki pieniężnej. Stwierdzenia te będą formułowane poprzez pryzmat dorobku teoretycznego należącego do ekonomii keynesowskiej i monetarystycznej. Część druga będzie empiryczną weryfikacją hipotez teoretycznych, gdyż będzie przedstawiała cechy morfologiczne wahań koniunkturalnych w gospodarce polskiej okresu transformacji oraz związki między niektórymi, mierzalnymi instrumentami polityki pieniężnej a zmianami aktywności gospodarczej w naszym kraju.

1. Hipotetyczny wpływ instrumentów polityki pieniężnej na zmiany aktywności gospodarczej w Polsce w okresie transformacji

W procesie oddziaływania państwa na krótko- i średniookresowe wahania koniunkturalne są stosowane narzędzia dyskrecyjne oraz automatyczne stabilizatory koniunktury. W grupie instrumentów dyskrecyjnych najważniejszą rolę odgrywają środki polityki pieniężnej i fiskalnej. Rola, zakres działania, a także mechanizm wpływu tych instrumentów są odmiennie interpretowane w poszczególnych nurtach współczesnej ekonomii. Zwolennicy keynesizmu traktują politykę pieniężną jako zdecydowanie mniej skuteczną w działaniach antycyklicznych aniżeli środki polityki fiskalnej. Twierdzą oni, że jeżeli jest już stosowana polityka pieniężna, to jej ewentualne oddziaływanie na wahania realnych wielkości nie odbywa się poprzez wzrost lub spadek podaży pieniądza na rynku, a przede wszystkim poprzez zmiany stopy procentowej. Monetaryści, w opozycji do nurtu keynesowskiego, podważają sens stosowania środków polityki fiskalnej w procesie

stabilizacji i to zarówno w oddziaływaniu na wahania koniunkturalne, jak i na zjawiska inflacji. Postulują oni aby w procesie stabilizacji stosować instrumenty polityki pieniężnej, gdyż, ich zdaniem, istnieje bezpośredni związek między podażą pieniądza a poziomem aktywności gospodarczej.

Schemat oddziaływania banku centralnego na zmiany aktywności gospodarczej zależy od charakteru realizowanej polityki pieniężnej, a ta z kolei od fazy cyklu koniunkturalnego¹.

Przyjmując keynesowską interpretację roli polityki pieniężnej można stwierdzić, że w fazie niskiej aktywności gospodarczej winna być prowadzona polityka ekspansywna (polityka taniego pieniądza). Wówczas bank centralny powinien powodować następujące skutki:

- w polityce refinansowej powinien następować spadek kosztów refinansowania, tj. spadek stopy redyskonta weksli, zmniejszenie stopy oprocentowania kredytu lombardowego, bank centralny powinien likwidować kontyngenty (ilościowe) oraz dodatkowe wymagania jakościowe w stosunku do weksli i innych papierów wartościowych;

- w polityce otwartego rynku operacje banku centralnego powinny polegać na czasowym udostępnianiu bankom komercyjnym pieniądza gotówkowego, zwiększającego ich płynność, tj. bank centralny powinien kupować od banków komercyjnych ich papiery wartościowe:

- w polityce rezerwy obowiązkowej bank centralny winien zmniejszać stopę rezerwy, co powinno doprowadzić do przyrostu podaży pieniądza kredytowego w bankach komercyjnych;

- w polityce depozytowej bank centralny powinien powodować zmniejszenie wkładów podmiotów sektora publicznego na rachunkach w tym banku, co powinno przyczynić się do wzrostu wkładów tych instytucji w bankach komercyjnych:

- w polityce bezpośredniego oddziaływania bank centralny powinien w drodze decyzji administracyjnych znosić wszelkie zakazy lub nakazy, dotyczące np. ilości, wielkości i stopy oprocentowania od udzielonych kredytów, działalności emisyjnej banków komercyjnych itd.

Działania te w gospodarce rynkowej uruchamiają procesy dostosowawcze w sektorze pieniężno-kredytowym, polegające na wzroście rezerw gotówkowych banków komercyjnych i możliwości udzielania przez nie kredytów. Rośnie tym samym podaż pieniądza kredytowego, co powinno spowodować obniżkę stopy procentowej. Czynniki te powodują poprzez mechanizm mnożnika-akceleratora dalsze zmiany w sektorze realnym, co prowadzi do wzrostu popytu na dobra konsumpcyjne, inwestycyjne, a w konsekwencji do zwiększenia stopnia wykorzystania zdolności produkcyjnych, wzrostu zatrudnienia i wielkości produkcji².

Podobne działania banku centralnego mogą i powinny być podejmowane w gospodarce polskiej okresu transformacji, gdyż w systemie tym w wysokim stopniu nie jest wykorzystywany czynnik pracy, niski jest także stopień wykorzystania zdolności wytwórczych aparatu produkcyjnego. Zdaniem zwolenników ekonomii keynesowskiej stopniowy wzrost popytu wskutek mechanizmów mnożnikowych może przyspieszyć wyjście gospodarki z fazy niskiej dynamiki wzrostu.

Ponieważ ograniczenie szybkości wzrostu cen jest w gospodarce polskiej okresu transformacji głównym celem działania banku centralnego przedstawione postulaty dotyczące antycyklicznej polityki pieniężnej nie były w pełni realizowane. Istniejąca rozbieżność między działaniami antyinflacyjnymi i antycyklicznymi banku centralnego prowadziła (zwłaszcza w początkowym okresie transformacji) do wydłużenia okresu trwania fazy niskiej dynamiki wzrostu oraz do zwiększenia jej amplitudy i intensywności.

W fazie wysokiej dynamiki wzrostu w gospodarkach rynkowych powinna być realizowana, zgodnie z postulatami ekonomii keynesowskiej, polityka trudnego pieniądza.

¹ Na ten temat zob.: J. K. Bednarczyk, *Polityka pieniężna przeciw inflacji. Studium gospodarki kapitalistycznej*, Warszawa 1990, s. 32-47.

² Na temat transmisji impulsów pieniężnych do sfery realnej zob. m. im.: E. Drabowski, *Wpływ pieniądza na gospodarkę w teoriach keynesizmu i monetaryzmu*, PWN, Warszawa 1987, s. 49; M. Kruszka, *Współczesne wahania koniunkturalne a zmiany na rynku pieniądza*, AE Poznań 2002, s. 18 – 29.

Zakłada ona tzw. chłodzenie gospodarki, a istota tych działań sprowadza się m.in. do tego, iż:

- w polityce refinansowanej powinien nastąpić wzrost kosztów refinansowania, tj. wzrost stopy redyskonta weksli, stopy oprocentowania kredytu lombardowego, bank centralny powinien wprowadzać kontyngenty w sferze refinansowania oraz dodatkowe wymagania jakościowe w stosunku do refinansowanych papierów wartościowych;

- w polityce otwartego rynku bank centralny powinien zmniejszać zasoby gotówkowe banków komercyjnych i tym samym ich płynność poprzez sprzedaż papierów wartościowych;

- w polityce rezerwy obowiązkowej bank centralny winien doprowadzić do wzrostu stopy rezerwy, co zmniejszy zasoby pieniądza gotówkowego (kredytowego) banków komercyjnych;

- w polityce depozytowej bank centralny powinien zmniejszać wkłady instytucji publicznych na rachunkach w bankach komercyjnych, co powinno spowodować ograniczenie ich zasobów gotówkowych i spadek podaży ich pieniądza kredytowego;

- w polityce bezpośredniego oddziaływania bank centralny poprzez decyzje administracyjne winien wprowadzać określone zakazy i nakazy dotyczące ilości, wielkości i oprocentowania kredytów oraz działalności w sferze emisji papierów wartościowych.

Restrykcyjna polityka pieniężna, realizowana w gospodarce rynkowej w warunkach wysokiej aktywności gospodarczej, poprzez stopniowy wzrost podstawowych stóp procentowych banku centralnego, może doprowadzić do zwiększenia oprocentowania kredytów konsumpcyjnych i inwestycyjnych, a tym samym do zmniejszenia popytu na pieniądź kredytowy. Czynniki te mogą spowodować osłabienie siły efektów mechanizmów mnożnikowych i hamowanie szybkości poprawy koniunktury gospodarczej.

W gospodarce okresu przebudowy w czasie pomyślnej koniunktury powinny być podejmowane podobne działania w sferze polityki pieniężnej, gdyż zarówno w opinii keynesistów, jak i monetarystów mogą doprowadzić do ograniczenia procesów inflacyjnych. Negatywną konsekwencją tak wykorzystywanych instrumentów może być utrzymywanie się nierównowagi na rynku siły roboczej i ograniczenie stopnia wykorzystania zdolności wytwórczych. Prowadzona w ten sposób polityka antycykliczna, zbieżna z polityką antyinflacyjną, może spowodować skrócenie okresu trwania fazy wysokiej dynamiki wzrostu i zmniejszenie jej amplitudy. Intensywność tej fazy będzie tym samym ograniczona.

Przedstawione kierunki działań banku centralnego, zależne od poziomu aktywności gospodarczej, poprzez zmiany płynności banków komercyjnych i zmiany podaży pieniądza kredytowego, powinny doprowadzić do zmian kosztów dostępu do pieniądza kredytowego, tj. do wzrostu lub spadku ceny kredytów i do zmiany popytu na pieniądź. W literaturze przeważa pogląd o malejącej skuteczności oddziaływania banku centralnego na realne procesy gospodarcze poprzez zmiany oprocentowania kredytów³. Realizacja restrykcyjnej lub ekspansywnej polityki pieniężnej oraz związane z nimi zmiany stopy procentowej wcale nie muszą determinować popytu na kredyt, a tym samym pozytywnie lub negatywnie wpływać na działalność inwestycyjną. Jest to spowodowane tym, iż⁴:

- wzrost stopy procentowej kredytów udzielanych przez banki komercyjne w warunkach wysokiej aktywności gospodarczej bardzo często współwystępuje ze wzrostem oprocentowania depozytów bankowych. Może to spowodować spekulacyjny przepływ kapitału np. z zagranicy i przyczynić się do wzrostu zasobów gotówkowych banków komercyjnych oraz do zwiększenia ich możliwości udzielania kredytów, co jest sprzeczne z założeniami realizowanej polityki pieniężnej banku centralnego;

- wysoka stopa procentowa kredytów może wbrew intencjom banku centralnego przyczyniać się do utrwalenia, a nawet wzrostu inflacji. Podrożenie kredytu może bowiem prowadzić do wzrostu kosztów działalności gospodarczej, co może być rekompensowane

³ Por. K. Markowski, Rola państwa w gospodarce rynkowej, Warszawa 1992, s. 66.

⁴ Ibidem, s. 66 i dalsze.

wzrostem cen;

- w warunkach braku synchronizacji polityki pieniężnej i fiskalnej wysoka stopa procentowa, stosowana przez banki komercyjne może być niwelowana przez istniejący system podatkowy i ulgi inwestycyjne;

- różne sektory gospodarki i poszczególne przedsiębiorstwa odmiennie reagują na zmiany stopy procentowej, a w najniższym stopniu korporacje wielonarodowe, gdyż swoją działalność mogą one sfinansować ze środków własnych. Najbardziej wrażliwe na zmiany stopy procentowej są decyzje inwestycyjne, podejmowane w firmach małych i średnich, należących do sektora budowlanego czy handlowego;

- szybko wprowadzany postęp techniczny i wysoka rentowność sprawiają, iż w wyniku działalności inwestycyjnej można uzyskiwać efekty pokrywające wysokie koszty kredytu;

- zmiany w funkcjonowaniu systemów bankowych i przeobrażenia (umiędzynarodowienie) rynków kredytowych doprowadziły m. in. do tego, iż wzrost stopy procentowej kredytu w jednym kraju prowadzi do zwiększenia kredytów zaciąganych w innych krajach, w których stopa procentowa jest niższa;

- zmiany stopy procentowej powodują bardzo często zmiany kursu walutowego, co jest dodatkowym czynnikiem wpływającym na zmiany aktywności gospodarczej. Wzrost stopy procentowej może przyczynić się do rewaluacji oraz do spadku eksportu i wzrostu importu wraz ze wszystkimi negatywnymi skutkami dla procesów gospodarczych w danym kraju.

Zmiany stopy procentowej wpływają więc na kształtowanie się klimatu optymizmu lub pesymizmu w procesach decyzyjnych. Są one raczej czynnikiem psychologicznym determinującym zachowania podmiotów gospodarczych i stanowią informację o intencjach banku centralnego, dotyczących charakteru realizowanej polityki pieniężnej.

Obniżenie skuteczności oddziaływania stopy procentowej na krótko- i średniookresowe procesy w sferze realnej oraz często błędna informacja wynikająca z tych mechanizmów spowodowały, że zwolennicy ekonomii monetarystycznej posługując się tzw. paradoksem Gibsona i efektem Fishera podkreślają znaczenie w prowadzonej polityce pieniężnej kształtowania podaży pieniądza⁵. Jeżeli w warunkach niskiej aktywności gospodarczej jest prowadzona ekspansywna polityka pieniężna, to po początkowym spadku stopy procentowej, wskutek wystąpienia tzw. keynesowskiego efektu płynności w okresach następnych stopa ta rośnie wskutek zwiększenia się popytu na kredyt bankowy. Wzrost ten może być interpretowany jako rezultat polityki restrykcyjnej podczas gdy jego faktyczną przyczyną była polityka ekspansywna. Efekt Fishera oznacza z kolei, iż polityka łatwego pieniądza może prowadzić do nasilenia się oczekiwań inflacyjnych i do wzrostu nominalnej stopy procentowej. Zanikanie efektu „iluzji pieniądza” powoduje nasilenie się bieżących procesów inflacyjnych, zwiększenie oczekiwań inflacyjnych i wzrost nominalnej stopy procentowej. Tak więc zmiany stopy procentowej mogą prowadzić do błędnych wniosków, sformułowanych przez władze monetarne, dlatego też monetarzyści w polityce pieniężnej podkreślają rolę podaży pieniądza.

Kolejną istotną kwestią w prowadzonej polityce pieniężnej jest problem samego kształtowania podaży pieniądza. Wśród istniejących dwóch możliwości: oddziaływania pośredniego (polityka fiskalna, stopy procentowe, kursy walutowe) i oddziaływania bezpośredniego, skierowanego na zmiany bazy pieniężnej monetaryści preferują tę drugą możliwość. Ponieważ baza monetarna obejmuje pieniądz wielkiej mocy, tj. gotówkę i monety w obiegu oraz środki pieniężne banków komercyjnych na rachunkach w banku centralnym (pieniądz rezerwowy) jej zmiana o jednostkę może spowodować zwielokrotnione zmiany w podaży pieniądza na rynku.

Ważnym czynnikiem determinującym podaż pieniądza, a jednocześnie utrudniającym

⁵ Ibidem, s. 70.

jej regulację są zmiany szybkości obiegu pieniądza, a także sposób odróżnienia charakteru tych zmian (zmiany stałe, chwilowe)⁶. Błędy popełnione w tym zakresie mogą w istotny sposób wpływać na zmiany realnej sytuacji gospodarczej.

Zdaniem zwolenników keynesizmu wpływ polityki pieniężnej na wahania koniunkturalne może być mało skuteczny, gdyż w warunkach realizowanej polityki ekspansywnej w okresie niskiej aktywności gospodarczej występuje tzw. pułapka płynności⁷. Polega ona na tym, że przy niskiej stopie procentowej wzrost podaży pieniądza nie będzie powodował dalszego spadku stopy procentowej. Zjawisko to jest związane ze spadkiem szybkości obiegu pieniądza. Kolejnym czynnikiem zmniejszającym skuteczność polityki pieniężnej może być mechanizm podejmowania decyzji inwestycyjnych przez przedsiębiorstwa. W tym procesie najważniejszą rolę odgrywają oczekiwania podmiotów gospodarczych dotyczące przyszłej koniunktury, a zdecydowanie mniejsze znaczenie posiada aktualna wysokość stopy procentowej. Pesymizm przedsiębiorstw dotyczący przyszłości może bardziej skutecznie oddziaływać na zmniejszanie skłonności do inwestycji aniżeli cena kredytu. Z kolei optymistyczne prognozy o sytuacji gospodarczej mogą przyczynić się do wzrostu popytu inwestycyjnego, pomimo wzrostu stopy procentowej. Istotnym ograniczeniem polityki pieniężnej są również opóźnienia czasowe. Okres jaki mija od pojawienia się impulsu monetarnego, wysyłanego przez bank centralny do wystąpienia zmian wielkości realnych jest stosunkowo długi, a pozytywne efekty są zróżnicowane w czasie⁸. Szczególnie ważny jest w tym przypadku moment wdrożenia oraz właściwe natężenie stosowanych narzędzi.

Monetaryści postulują aby w procesie stabilizacji koniunktury gospodarczej stosować przede wszystkim instrumenty polityki pieniężnej, gdyż występuje bezpośredni związek między podażą pieniądza a poziomem aktywności gospodarczej⁹. Przyjmując równanie wymienne I. Fishera twierdzą oni, że szybkość obiegu pieniądza jest stała i nie zależy od zmian jego ilości. Szybkość ta jest, zdaniem M. Friedmana, zależna od m.in. struktury rynku pieniężnego oraz od przyzwyczajęń producentów i konsumentów. Wzrost podaży pieniądza w warunkach stałej szybkości obiegu i stałego poziomu produkcji (zależnej od czynników strukturalnych, np. poziomu zdolności wytwórczych) musi doprowadzić do wzrostu średniej ceny transakcyjnej, a nie do wzrostu produkcji i zatrudnienia. Tym samym ekspansywna polityka pieniężna (wzrost podaży pieniądza) nie sprzyja przewyciężaniu fazy niskiej dynamiki wzrostu, gdyż powoduje jedynie wzrost cen, oczekiwań inflacji i nominalnej stopy procentowej. Nie przyczynia się także do przyrostu zatrudnienia, którego poziom zależy od czynników strukturalnych. Wielkość zatrudnienia jest determinowana przez naturalną stopę bezrobocia, która wyznacza maksymalne zatrudnienie nie powodujące inflacji przy danym popycie i podaży pracy oraz przy zerowej stopie wzrostu wydajności pracy.

Interpretacja zależności między stopą inflacji a stopą bezrobocia, w opinii monetarystów, wyraźnie różni się od poglądów A. W. Phillipsa, gdyż twierdzą oni, iż substytucja między tymi zjawiskami występuje jedynie w okresie krótkim. W długim okresie jest to linia pionowa wobec osi odciętych, co oznacza, że daną wielkość zatrudnienia można osiągnąć przy dowolnym poziomie cen¹⁰. Tym samym polityka stabilizacji nie powinna dążyć do obniżenia stopy bezrobocia poniżej poziomu naturalnego, gdyż przyczyni się to do

⁶ Ibidem, s. 72.

⁷ Por. A. Krupa, *Wachstumspolitik. Wachstumskrisen und die Möglichkeit stabiler Wirtschaftsentwicklung in der Bundesrepublik Deutschland*, R. Oldenbourg Verlag München-Wien 1976, s. 154-157.

⁸ Bardzo często dopiero po upływie prawie 12 miesięcy od rozpoznania konieczności podjęcia określonych działań polityki pieniężnej występują efekty w sferze realnej. Na ten temat zob.: K. Markowski, *Rola państwa...*, op.cit., s. 77.

⁹ Na ten temat zob.: M. Friedman, A. J. Schwartz, *Money and Business Cycles*, *Review of Economics and Statistics* 1963, vol. 45, s. 60-62.

¹⁰ Na ten temat zob. m. in. J. Winiecki, *Źródła inflacji w gospodarce rynkowej i w gospodarce planowej*, Warszawa 1986, s. 22.

wzrostu inflacji w warunkach wzrostu niepewności w procesie gospodarowania.

Monetaryści twierdzą, że prowadzenie skutecznej polityki antycyklicznej za pomocą instrumentów polityki pieniężnej jest bardzo trudne. Jeżeli nawet przyjmie się w okresie krótkim i średnim możliwość zmiany szybkości obiegu pieniądza, to wręcz niemożliwym jest jej precyzyjne prognozowanie. Błędnie prowadzona polityka pieniężna prowadzi z kolei do niestabilności gospodarczej, dlatego też powinna być zawężona do kontroli podaży pieniądza w celu zapewnienia stałego tempa jej przyrostu, równemu dynamice przyrostu potencjalnego produktu narodowego o brutto i założonej stopie inflacji.

Istotna różnica między zwolennikami ekonomii keynesowskiej a monetarystami dotyczy także wyboru reguł postępowania: czy polityka pieniężna powinna opierać się na stałych zasadach np. stała stopa wzrostu podaży pieniądza, czy też należy ją zmieniać i dostosowywać do istniejącej i przewidywanej sytuacji gospodarczej¹¹. Spór ten dotyczy kwestii: czy prowadzić aktywną politykę pieniężną, czy też należy ograniczyć się do polityki pasywnej, polegającej na ustanawianiu stałych reguł postępowania. Keynesiści opowiadają się za aktywną polityką pieniężną, która nie powinna być ograniczana jakimikolwiek stałymi regułami, a każdorazowo powinna być dostosowana do istniejącej i przewidywanej sytuacji gospodarczej, po to aby móc skutecznie przeciwdziałać wahaniom koniunkturalnym. Monetaryści głoszą konieczność oparcia polityki stabilizacji na stałych zasadach, niezmiennych w dłuższych okresach. Tak więc bank centralny realizując politykę pieniężną powinien koncentrować się na stabilizacji oczekiwań inflacyjnych, co będzie wymagało ogłoszenia zasady stałego wzrostu podaży pieniądza. Stabilność gospodarki, jak i możliwość dokładnego przewidywania wzrostu podaży pieniądza będzie występowała wówczas, gdy podaż ta będzie zmieniała się w okresie długim w tempie zgodnym z dynamiką wzrostu realnej produkcji.

2. Wyodrębnienie i analiza morfologii fluktuacji koniunkturalnych w gospodarce polskiej w latach 1990-2003

W analizach empirycznych wahań koniunkturalnych występujących w systemie okresu przebudowy podstawowym problemem, oprócz przyjęcia definicji oscylacji, jest dobór danych statystycznych poddawanych badaniu. W niniejszej pracy przyjęto, że miernikami aktywności gospodarczej, będą produkt krajowy brutto (PKB) oraz produkcja sprzedana przemysłu (PSP)¹². Oba wskaźniki, analizowane w przekrojach kwartalnych, wyrażono w cenach stałych z 1995 r.

W literaturze przedmiotu można spotkać różne określenia cykli, które czasami wzajemnie się uzupełniają, lecz niejednokrotnie wykluczają się¹³. Dla potrzeb niniejszej pracy posłużono się podejściem, proponowanym przez R. E. Lucasa, według którego istotą oscylacji koniunkturalnych jest proces powtarzających się fluktuacji wokół długookresowych trendów makroekonomicznych szeregów czasowych¹⁴. Wskazuje to na złożoność zjawisk koniunkturalnych, z której należy wyprowadzić postulat badania kilku lub kilkunastu zmiennych objaśniających przedmiotową strukturę cyklu. Po drugie, kluczowe dla identyfikacji fluktuacji aktywności gospodarczej okazuje się ustalenie tendencji rozwojowej.

Dysponując szeregiem wyrażającym trend miernika referencyjnego można określić

¹¹ K. Markowski, Rola państwa..., op. cit., s. 73-76.

¹² Więcej na temat kwestii związanych z badanymi wskaźnikami w okresie transformacji zob.: R. Barczyk, M. Kruszka, Cechy morfologiczne wahań koniunkturalnych w gospodarce Polski w okresie transformacji, [w:] Diagnostowanie koniunktury gospodarczej w Polsce, red. K. Piech, S. Pangsy-Kania, Warszawa 2003, s. 42 – 43.

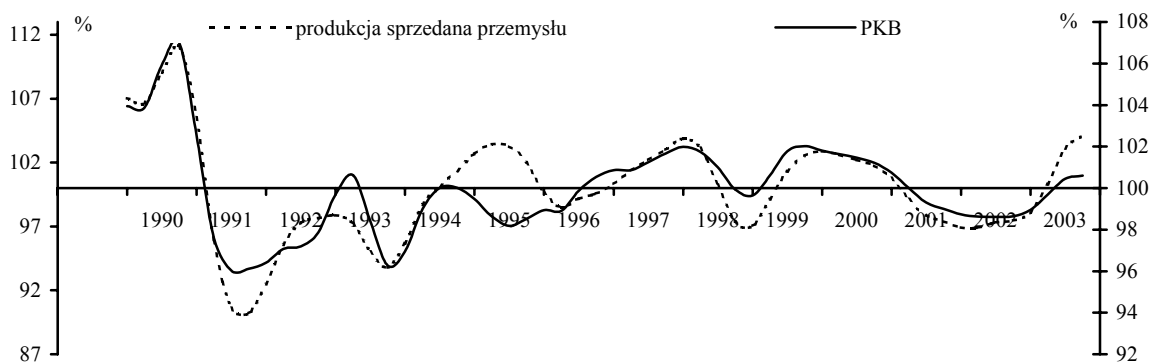
¹³ Szerzej na ten temat zob.: V. Zarnovitz, Recent Work on Business Cycles in Historical Perspective: A Review of Theories and Evidence, Journal of Economic Literature 1985, vol. 23, s. 523 – 580.

¹⁴ R. E. Lucas, Understanding Business Cycle, przedruk w: Business Cycle Theory, red. F. E. Kydland, Aldershoot-Brookfield 1995, s. 7.

odchylenia empirycznych realizacji od tendencji rozwojowej. Stosując takie podejście ostatecznie zdecydowano, że oscylacje utożsamione z wahaniami koniunkturalnymi identyfikowane będą poprzez wskaźniki informujące o relatywnym odchyleniu PKB lub produkcji przemysłowej od długookresowego trendu szacowanego dla ich poziomów¹⁵. Oznacza to, że w prezentowanej pracy cykl koniunkturalny określono jako cykl odchyień

Identyfikowanie komponentów cyklicznych metodą odchyień czasami wywołuje wątpliwości z racji arbitralności doboru funkcji opisującej tendencję rozwojową, co może deformować uzyskane rezultaty. Tego rodzaju problem dotyczy jednak tylko trendu deterministycznego. W rzeczywistości, zdecydowana większość wielkości makroekonomicznych to realizacje procesów błędzenia losowego z dryfem¹⁶. Oznacza to konieczność wykorzystania metod stochastycznych, pozwalających na wyodrębnienie tendencji rozwojowej, która sama podlega zmianom w czasie. Realizując taki zamiar posłużono się filtrem Hodricka – Prescottta (HP)¹⁷.

Zgodnie z przedstawionymi zasadami identyfikacji oscylacji cyklicznych oszacowano odchylenia od trendu realnego PKB i produkcji sprzedanej przemysłu. Oba szeregi przedstawia wykres 1, na którym prawa oś rzędnych dotyczy zmian PKB, a lewa zmian produkcji sprzedanej.



Wykres 1. Wahania PKB oraz produkcji sprzedanej przemysłu Polski w latach 1990 – 2003
Źródło: Obliczenia własne.

Przedstawione wahania nie są pozbawione niejednoznaczności w identyfikacji punktów zwrotnych. Wynika to z występowania tuż po sobie kolejnych takich punktów, a to powszechnie jest uważane za zjawisko charakterystyczne dla współczesnych procesów koniunkturalnych podlegających znacznej deformacji w porównaniu z klasycznymi cyklami. Oznacza to, że przy odnajdywaniu punktów zwrotnych należy przyjąć *a priori* pewne założenia, które w analizach empirycznych są podyktowane względami praktycznymi.

Dolny punkt zwrotny można zidentyfikować tylko wówczas, gdy poprzedzał go punkt górny (i *vice versa*). Gdy w szeregach powstają podwójne szczyty lub dna (o relatywnie wyrównanym charakterze), to zwykle za punkt zwrotny wybiera się moment pierwszego wierzchołka. Jeśli jednak między punktami przegięć pojawiły się spadki (wzrosty) wartości odpowiednich wskaźników, przy czym trudno uznać oba miejsca za względnie równoważne, to za punkt zwrotny przyjmuje się moment wystąpienia maksymalnych (minimalnych) wartości danego miernika aktywności gospodarczej¹⁸. Dodatkowo należy założyć, że

¹⁵ Przed estymacją tendencji rozwojowej i odchyień od trendu przeprowadzono korektę sezonową.

¹⁶ Zob. Nelson C. R., Plosser C. I., Trends and Random Walks in Macroeconomic Time Series; Some Evidence and Implications, *Journal of Monetary Economics* 1982, vol. 10, s. 139 – 162.

¹⁷ R. Barczyk, M. Kruszka, Cechy morfologiczne..., op. cit, s. 45 – 46.

¹⁸ R. Barczyk, Z. Kowalczyk, Metody badania koniunktury gospodarczej, PWN Warszawa-Poznań 1993, s. 22.

poszczególne fazy muszą trwać co najmniej 3 kwartały, gdyż inaczej tego typu dynamiczne zmiany mogą być wynikiem zjawisk pozakoniunkturalnych, np. czysto przypadkowych.

Wiedza na temat pojawienia się punktu zwrotnego pozwala również określić amplitudy. W niniejszej analizie przyjęto, że amplituda fazy to bezwzględna różnica między wartościami skrajnych odchyleń występujących w danym okresie, natomiast amplituda cyklu jest różnicą między amplitudą fazy wzrostowej i amplitudą fazy spadkowej. Stosując wymienione kryteria ustalono punkty zwrotne w badanych miernikach, następnie wyznaczono długość faz, cyklu oraz odpowiednie amplitudy. Stosowne informacje zawiera tabl. 1.

Tabela 1

Zestawienie niektórych cech morfologicznych wahań koniunkturalnych w gospodarce
Polski w latach 1990 – 2003

Cechy morfologiczne	Fazy cykli koniunkturalnych				
	faza spadkowa	faza wzrostowa	faza spadkowa	faza wzrostowa	faza spadkowa
PKB					
Okres trwania	IV 1990 – II 1991	III 1991 – IV 1997	I 1998 – IV 1998	I 1999 – III 1999	IV 1999 – III 2002
Długość (w kwartałach):					
- fazy	3	26	4	3	11
- cyklu	29		7		
Amplituda (w punktach procentowych):					
- fazy	10,95	5,97	2,35	2,37	3,41
- cyklu	4,98		0,02		
Współczynnik zmienności (w %)	2,08				
Produkcja sprzedana przemysłu					
Okres trwania	IV 1990 – III 1991	IV 1991 – IV 1997	I 1998 – IV 1998	I 1999 – IV 1999	I 2000 – II 2002
Długość (w kwartałach):					
- fazy	4	25	4	4	10
- cyklu	29		8		
Amplituda (w punktach procentowych)					
- fazy	20,83	13,64	6,80	5,84	5,58
- cyklu	7,19		0,96		
Współczynnik zmienności (w %)	4,20				

Źródło: obliczenia własne.

Pierwszy punkt zwrotny został w obu przypadkach wyróżniony w IV kwartale 1990 r., a zatem jest umiejscowiony blisko początku analizowanego szeregu, co może sugerować, że jego identyfikacja nie jest całkowicie jednoznaczna. Gdyby jednak zaakceptować wyróżnione ekstrema, to można stwierdzić, że w latach 1990 – 2003 w gospodarce polskiej wystąpiło pięć pełnych faz procesu koniunkturalnego.

Pierwsza z nich to faza spadku koniunktury (od IV kwartału 1990 r. do II kwartału 1991 r. – według PKB lub do III kwartału 1991 r. – zgodnie z dynamiką produkcji przemysłowej). W czasie tego okresu można odnotować dno polskiej recesji transformacyjnej. Kolejne lata to stopniowa poprawa stanu gospodarki, pamiętać jednak należy że początkowo było to wyhamowanie spadku, a dopiero potem wzrost realnej wartości przyjętych mierników aktywności gospodarczej. Górny punkt zwrotny, który zakończył fazę wzrostową przypadł przełom lat 1997 – 1998.

Kolejne kwartały to faza niskiej dynamiki, w której zauważa się zjawiska wskazujące

na zahamowanie wzrostu gospodarczego. Dolny punkt zwrotny, o którym można domniemywać, że skończył tę fazę wyodrębniono w IV kwartale 1998 r. Po nim nastąpił 3 lub 4 kwartalny etap poprawy koniunktury, a na początku 2000 r. jednoznacznie rozpoczęła się kolejna faza spadkowa, zakończona w drugiej połowie 2002 r.

Przyjmując układ pięciu faz koniunkturalnych (jak w tabl. 1) można dokonać ich grupowania w dwa pełne cykle. Pierwszy z nich trwał nieco ponad 7 lat i rozpoczął się fazą niepomyślną, w przypadku której na uwagę zasługuje jej bardzo duża amplituda, przekraczająca 20 punktów procentowych (w odniesieniu do produkcji przemysłowej) lub niemal 11, jeżeli za miernik aktywności przyjąć PKB. Odnotowana szybkość spadku była bardzo duża, niespotykana w rozwiniętych systemach ekonomicznych, co z pewnością należy wiązać z rozpoczęciem procesu realizacji reform gospodarczych. Następująca potem faza wzrostowa była wielokrotnie dłuższa, ale z mniejszą amplitudą. Na tej podstawie można sformułować wniosek o dodatniej amplitudzie cyklu i jego asymetryczności, tak pod względem trwania, jak i amplitudy.

Drugi cykl ma odmienną morfologię w stosunku do poprzedniego. Jego łączna długość wyniosła zaledwie 2 lata, przy równym rozdziale na składowe fazy. Również amplitudy wahań poszczególnych podokresów były bardzo do siebie zbliżone. W związku z tym można mówić o symetryczności tego cyklu. Kolejny cykl, rozpoczęty fazą spadkową, nie jest jeszcze zakończony. Mimo tego można zauważyć, że będzie znacznie dłuższy od poprzedniego, gdyż okres niepomyślnej koniunktury przekroczył dwa lata.

Przedstawione cechy morfologiczne pokazują, że w procesie wzrostu polski system gospodarczy wykazuje istotne komponenty cykliczne. Ich powtarzalność w żadnej mierze nie może być jednak utożsamiana z niezmiennością budowy, ani w zakresie długości, częstotliwości, ani amplitudy wahań. Wskazuje to na deformację oscylacji charakterystyczną dla współczesnych procesów koniunkturalnych, która w przypadku Polski wynika zarówno ze specyfiki transformacyjnej, jak i prowadzonej polityki stabilizacji.

3. Wahania koniunkturalne a instrumenty polityki pieniężnej w Polsce w okresie transformacji

Identyfikacja zmian aktywności gospodarczej mierzonej za pomocą fluktuacji realnej produkcji sprzedanej przemysłu oraz produktu krajowego brutto pozwala na ich zestawienie ze zjawiskami obserwowanymi w sferze monetarnej. W tym celu konieczne jest jednak przeanalizowanie wielkości, które przyjąć można za najistotniejsze z punktu widzenia realizowanej polityki pieniężnej.

Zgodnie z koncepcjami teoretycznymi przedstawionymi w pierwszej części pracy uznano, że należy wziąć pod uwagę zarówno podaż pieniądza jak i stopy procentowe. Banki centralne, określając podaż pieniądza, stosują grupowanie poszczególnych aktywów monetarnych poprzez dodawanie ich wartości. W ten sposób powstają agregaty, które zwykło się opisywać literą *M* zaopatrzoną w oznaczenie cyfrowe. Im wyższa liczba stojąca przy *M* tym mniej płynne składniki znalazły się w zbudowanym agregacie¹⁹. Obecnie najczęściej podaż pieniądza opisuje się za pomocą zestawu trzech agregatów, określanych jako M1, M2 i M3. Niejako obok nich znajduje się (czasami opisany jako M0) pieniądz banku centralnego, czyli najbardziej płynna miara, stanowiąca sumę gotówki i rezerw obowiązkowych.

W Polsce do lutego 2002 r. najobszerniejszą miarą był M2 traktowany jako suma gotówki w obiegu, depozytów bieżących oraz wszelkiego rodzaju wkładów terminowych,

¹⁹ Oprócz klasycznych agregatów budowanych poprzez dodawanie wartości ich składników są również szacowane wskaźniki ważne typu DIVISIA. NBP zaprzestał jednak ich konstruowania w marcu 2002 r. Zob. : N. Cieśla, Konstrukcja pieniężnych agregatów DIVISIA w warunkach polskich, Materiały i Studia nr 89, NBP, Warszawa 1999.

certyfiatów depozytowych i operacji z przyrzeczeniem odkupu. Natomiast w marcu 2002 r. Narodowy Bank Polski wdrożył standardy ECB²⁰. Tak więc i w naszym kraju statystyka bankowa zaczęła używać agregatów M0, M1, M2 i M3, definiowanych według wzorca obowiązującego w Unii Europejskiej. Stanowiło to istotny problem w doborze zmiennych opisujących podaż pieniądza, gdyż zmiana klasyfikacyjna uniemożliwiła zgromadzenie dłuższych szeregów agregowanych na jednolitych zasadach. Wymusiło to ograniczenie zestawu zmiennych monetarnych i wykorzystanie tylko M0, M1 i M2, a jednocześnie skróciło okres analizy do lat 1993 – 2003.

W przypadku stóp procentowych przyjęto do analizy oprocentowanie kredytów NBP, tj. stopy redyskonta weksli i stopy kredytu lombardowego. Dodatkowo zaakceptowano oprocentowanie depozytów na warszawskim rynku międzybankowym (WIBOR) dla trzech miesięcy. Poziom WIBOR jest utożsamiany z rynkowym kosztem kapitału. Oprócz wymienionych wielkości analizie poddano też oprocentowanie złotych depozytów *a vista* oraz lokat 12 miesięcznych.

Miary ilości pieniądza sprowadzono do cen stałych (1995 = 100), natomiast stopy procentowe badano według ujęcia w skali roku. Wskaźniki monetarne (z wyłączeniem stawek kredytów NBP) poddano dekompozycji statystycznej pozwalającej na wyodrębnienie ich składników cyklicznych, tj. poddano je korekcie sezonowej i określono odchylenia wobec trendu estymowanego za pomocą filtru HP.

Szeregi przygotowane w wyżej przedstawiony sposób posłużyły w pierwszej kolejności do badania współzmienności z oscylacjami aktywności gospodarczej. W tym celu obliczono współczynniki korelacji Perasona, a następnie wprowadzono przesunięcia czasowe sięgające do 8 kwartałów²¹. Uznano, że dłuższe transpozycje traciłyby walor istotności badanych związków. Uzyskane wyniki zawarto w tabl. 3 i 4.

Tabela 3

Macierz korelacji między wahaniami PKB i PSP a oscylacjami zmiennych monetarnych (bez odroczeń czasowych) w Polsce w latach 1993 – 2003

Zmienne objaśniane	Zmienne objaśniające							
	M0	M1	M2	SRW	SKL	ODA	OD12M	WIBOR3M
PKB	0,22	0,44	0,50	0,10	0,08	0,00	0,35	0,30
PSP	-0,05	0,17	-0,16	0,12	0,10	0,44	0,34	0,39

Objaśnienia: SRW – stopa redyskonta weksli; SKL – stopa kredytu lombardowego; ODA – oprocentowanie depozytów *a vista*; OD12M – oprocentowanie depozytów 12 miesięcznych; WIBOR3M – oprocentowanie trzy miesięcznych depozytów na warszawskim rynku międzybankowym. Wytłuszczono wartości współczynników korelacji istotnych przy poziomie 5%.

Źródło: obliczenia własne.

Tabela 4

Macierz korelacji między wahaniami PKB i PSP a oscylacjami zmiennych monetarnych (przy uwzględnieniu odroczeń czasowych) w Polsce w latach 1993 – 2003

Zmienne objaśniane	Zmienne objaśniające							
	M0	M1	M2	SRW	SKL	ODA	OD12M	WIBOR3M
PKB	0,63	0,67	0,71	-0,40	-0,37	0,11	0,53	0,51
	(+5)	(+3)	(+4)	(-4)	(-4)	(+2)	(+2)	(+2)
PSP	0,50	0,50	0,45	-0,23	-0,20	0,58	0,41	0,47
	(+6)	(+4)	(+5)	(-4)	(-4)	(+1)	(+1)	(+1)

²⁰ Biuletyn Informacyjny NBP, Warszawa 2002 nr 3, s. 5.

²¹ W dalszych pracach brano pod uwagę przesunięcie wykazujące największą bezwzględną wartość współczynnika korelacji.

Objaśnienia: liczby podane w nawiasach informują o zastosowanym przesunięciu czasowym zmiennych objaśniających. Oznaczenie (+) pokazuje opóźnieniu liczone w kwartałach wobec wahań PKB lub PSP, natomiast (-) wskazuje wyprzedzenie. Pozostałe objaśnienia – jak w tabl. 3.

Źródło: obliczenia własne.

Poziom współczynników korelacji informuje, że między oscylacjami aktywności gospodarczej a wahaniami podaży pieniądza istnieją wyraźne związki, jednak ich siła i charakter zależą od definicji pieniądza oraz zmiennej referencyjnej. W przypadku PSP najsilniejsza współzmiennność została ujawniona między wahaniami tego agregatu a podażą pieniądza banku centralnego (M0) oraz M1, co wskazuje na silną pozycję rozliczeń dokonywanych w wąsko definiowanych zasobach monetarnych. W sytuacji wykorzystywania PKB ujawnia się znacznie silniejszy związek z szeroko definiowanym pieniądzem M2.

Zastosowane przesunięcia czasowe sugerują, iż najpierw pojawiają się oscylacje w sferze realnej, a potem występują zwroty w waniach poszczególnych *M*. Zatem w Polsce zmiany aktywności gospodarczej korespondują po pewnym czasie ze zwiększającą się ilością pieniądza w obiegu. Podobne wzorce zaobserwowano dla wszystkich miar pieniądza, choć transpozycje zmieniały się od 2 do 6 kwartałów.

Analizując związki wahań koniunkturalnych ze stopami procentowymi można zauważyć, że stawki kredytów Narodowego Banku Polskiego nie wykazują istotnego powiązania z oscylacjami produkcji sprzedanej przemysłu, podczas gdy taki związek można odnaleźć w przypadku wahań PKB. Co więcej, jest to zależność o charakterze odwrotnym, a stopy NBP wyprzedzają zmiany PKB. Może to pośrednio sugerować czułość ogólnogospodarczej koniunktury na posunięcia z zakresu polityki stóp procentowych, jednakże wynik ten należy bardzo ostrożnie interpretować. Problemem jest bowiem możliwość występowania związków pozornych wynikających z niestacjonarności szeregów oprocentowania kredytów NBP²². Statystyczna dekompozycja tych stawek, pozwalająca na wyodrębnienie składników cyklicznych, nie była uzasadniona, gdyż ich administracyjne determinowanie uniemożliwia zastosowanie wcześniej wykorzystywanych narzędzi.

Tego rodzaju zastrzeżeń nie można było zgłosić wobec innych stóp procentowych. W ich przypadku należało uznać, że są to zmienne procykliczne wobec oscylacji ze sfery realnej (wyjątkiem były wahania PKB i depozytów na żądanie). Dodatkowo należy zauważyć, że stopień procykliczności wzrósł w sytuacji opóźnienia stawek procentowych.

Kolejnym krokiem w prowadzonym badaniu była estymacja zależności regresyjnych. Jako zmienne opisywane przyjęto wahania PKB lub produkcji sprzedanej przemysłu. Do zbioru zmiennych opisujących zaliczono najpierw oscylacje podaży pieniądza, potem tylko zmiany stóp procentowych, a wreszcie zbudowano relacje uwzględniające wszystkie badane wielkości. W szacowanych równaniach wykorzystano szeregi przesunięte zgodnie z rezultatami pomiarów korelacyjnych (patrz tabl. 4). Otrzymane w ten sposób wielomiany przedstawiają równania (1) – (6)²³.

$$(1) \text{PKB}_t = 73,748 - 0,002 \text{M0}_{t+5} + 0,137 \text{M1}_{t+3} + 0,128 \text{M2}_{t+4}; \quad R^2 = 0,800$$

$$(2) \text{PKB}_t = 100,924 - 0,471 \text{SRW}_{t-4} + 0,385 \text{SKL}_{t-4} - 0,255 \text{ODA}_{t+2} + 0,276 \text{ODM}_{t+2} + 0,099 \text{WIBOR3M}_{t+2}; \quad R^2 = 0,400$$

$$(3) \text{PKB}_t = 78,687 - 0,021 \text{M0}_{t+5} + 0,093 \text{M1}_{t+3} + 0,138 \text{M2}_{t+4} - 0,382 \text{SRW}_{t-4} + 0,359 \text{SKL}_{t-4} - 0,351 \text{ODA}_{t+2} + 0,152 \text{ODM}_{t+2} + 0,167 \text{WIBOR3M}_{t+2}; \quad R^2 = 0,872$$

²² E. M. Syczewska, Analiza relacji długookresowych: estymacja i weryfikacja, Wydawnictwo SGH, Warszawa 1999, s. 37 – 42.

²³ Wytłuszczono zmienne istotne przy poziomie ufności 5 %.

- (4) $PSP_t = 77,328 - 0,019 M0_{t+6} + 0,242 M1_{t+4} - 0,032 M2_{t+5};$ $R^2 = 0,333$
 (5) $PSP_t = 97,320 - 3,032 SRW_{t-4} - 2,627 SKL_{t-4} + 1,147 ODA_{t+1} + 0,145 ODM_{t+1} +$
 $- 0,170 WIBOR3M_{t+1};$ $R^2 = 0,339$
 (6) $PKB_t = 70,452 - 0,042 M0_{t+6} + 0,362 M1_{t+4} + 0,020 M2_{t+5} + 0,766 SRW_{t-4} - 0,706 SKL_{t-4}$
 $+ 1,681 ODA_{t+1} + 0,005 ODM_{t+1} - 0,341 WIBOR3M_{t+1};$ $R^2 = 0,628.$

Wszystkie otrzymane zależności były statystycznie istotne. Pamiętać jednak należy, że wyjściowy materiał źródłowy obejmował 44 kwartały, a wprowadzenie opóźnień czasowych jeszcze redukowało zbiór obserwacji. W związku z tym otrzymane rezultaty należy ostrożnie interpretować i traktować jako punkt wyjścia dla analiz, które wymagają kontynuacji.

Najwyższe współczynniki determinacji otrzymano w przypadku modelowania oscylacji PKB, gdyż okazało się, że około 85 % zmian aktywności gospodarczej Polski można objaśnić za pomocą wahań przyjętych do analizy wielkości monetarnych (patrz zależność (3)). Znacznie niżej należy ocenić dopasowanie otrzymanych modeli do kształtowania się fluktuacji produkcji sprzedanej przemysłu.

Analizując zmienne opisujące ilość pieniądza można zauważyć, że potwierdzenie znalazły informacje wpływające rachunku korelacyjnego. Szeroko definiowane zasoby monetarne silnie oddziałują na PKB, natomiast węższy M1 jest jedyną istotną determinantą oscylacji produkcji sprzedanej przemysłu (równanie (4)). W przypadku, gdy ilość pieniądza mogła być uznana za instrument mający związek ze zmianami aktywności gospodarczej wykazano jej proporcjonalne oddziaływanie na zmienne referencyjne.

Zależności (2) i (5) pokazują, że stopy procentowe nie mogą być uważane za samoistne narzędzia kształtowania aktywności gospodarczej²⁴. Jednakże łączne badanie wpływu ilości pieniądza i stawek procentowych (relacje (3) i (6)) pozwalają dostrzec pewne powiązania.

Podkreślić należy, że polityka pieniężna banku centralnego, która wykorzystywałaby tylko instrumenty będące pod jego bezpośrednią kontrolą, nie ma w Polsce charakteru antycyklicznego. Świadczy o tym brak istotnego determinowania oscylacji PKB i produkcji sprzedanej przemysłu przez fluktuacje M0 i zmiany stóp procentowych kredytów NBP. Z drugiej jednak strony wydawać by się mogło, iż władza monetarna może pośrednio wpływać na aktywność gospodarczą poprzez kształtowanie podaży szeroko ujętego pieniądza. Przykładowo polityka rezerwy obowiązkowej oraz operacje otwartego rynku są narzędziami pozwalającymi, choć częściowo wpływać na proces kreacji pieniądza przez komercyjny system bankowy. Przeszkodą w tego typu interpretacji jest jednak opóźniony charakter oscylacji agregatów monetarnych wobec zmian koniunkturalnych.

Bardzo podobne konkluzje dotyczą również związków między rynkowymi stopami procentowymi a wahaniami PKB i produkcji sprzedanej przemysłu. Bank centralny może pośrednio determinować płynność sektora bankowego, co z pewnością rzutuje na cenę pieniądza na rynku międzybankowym (WIBOR). Jednak ponownie widoczny jest opóźniony (a nie wyprzedzający) charakter zmian tego indykatora, co więcej jego oscylacje są procykliczne. Oznacza to, że władza monetarna nie prowadzi aktywnej polityki antycyklicznej.

Uwagi końcowe

Przeprowadzone badania wskazują, że gospodarka Polski w okresie transformacji jest

²⁴ Zob.: W. M. Orłowski, Has the economic policy in Poland in the 1990s had an anti-cyclical character?, ZBSE GUS i PAN Research Bulletin 2000, nr 3- 4, s. 39-40.

systemem ekonomicznym, w którym zaobserwować można istotne wahania cykliczne. Ich morfologia jest zbliżona do charakterystyki współczesnych wahań koniunkturalnych, ujawniających znaczącą deformację wobec klasycznie definiowanych cykli.

Biorąc pod uwagę zależności pomiędzy fluktuacjami wskaźników realnych oraz wielkości uznanych za instrumenty polityki pieniężnej powstaje możliwość zweryfikowania ich powiązań postulowanych przez myśl keynesowską i monetarystyczną. Wyniki przeprowadzonych analiz statystycznych wydają się dosyć jednoznacznie wskazywać, że nie można sformułować poglądu o keynesowskim nastawieniu polskiej polityki pieniężnej. Świadczyć o tym może brak bezpośredniego oddziaływania stóp kredytów NBP na zmiany aktywności gospodarczej oraz procykliczność rynkowych stóp, pośrednio kształtowanych decyzjami władz monetarnych.

Z drugiej strony wiele faktów wskazuje, że działania polskiego banku centralnego były prowadzone w myśl zasad wynikających z teorii monetarystycznej. Potwierdzeniem może być istotne dodatnie skorelowanie fluktuacji podaży pieniądza i wskaźników ilustrujących sytuację w realnej sferze gospodarki, przy równoczesnym opóźnieniu tych pierwszych. Można to więc interpretować jako wyraz dosyć wyraźnej implementacji stałych reguł pasywnej polityki monetarnej, wiążącej tempo zmian podaży pieniądza z dynamiką PKB. Również procykliczność ceny kapitału finansowego odpowiada wnioskowi wyprowadzonym z dorobku neoklasycznego²⁵.

Przedstawiona analiza wskazuje więc, że aktywne przeciwstawianie się nadmiernym zmianom aktywności gospodarczej nie było (i nie jest) priorytetem w działaniach Narodowego Banku Polskiego. Jego polityka wyraźnie nakierowana jest na hamowanie procesów inflacyjnych. Podkreślić jednak trzeba, że jest to jeden z aspektów prawidłowo prowadzonej polityki stabilizacji szeroko ujmowanej koniunktury gospodarczej. Powinna być ona uzupełniona instrumentarium należącym do działań fiskalnych, co jednak wykracza poza przyjęte pole badawcze, choć bez wątplenia stanowi to obszar, który winien stać się przedmiotem dociekań podjętych w dalszych pracach.

²⁵ Więcej na ten temat: R. J. Barro, *Makroekonomia*, PWE, Warszawa 1997, s. 271; M. Kruska, *Wahania aktywności gospodarczej a zmiany cen i stóp procentowych w Polsce w świetle teorii neoklasycznych i neokeynesowskich* [w:] *Diagnozowanie koniunktury gospodarczej w Polsce*, red. K. Piech, S. Pangsy-Kania, DW Elipsa, Warszawa 2003, s. 179-180.