

Jan Czekał

Uniwersytet Ekonomiczny w Krakowie

**UWARUNKOWANIA I SKUTKI POLITYKI PIENIĘŻNEJ
RADY POLITYKI PIENIĘŻNEJ DRUGIEJ KADENCJI**

Streszczenie: W referacie podjęto próbę scharakteryzowania głównych przesłanek oraz skutków polityki pieniężnej prowadzonej w okresie Rady Polityki Pieniężnej (RPP) drugiej kadencji, a więc w latach 2004-2009. Celem artykułu jest omówienie nie tylko głównych czynników determinujących decyzje RPP w latach 2004- 2009, ale także skutków tych decyzji.

Słowa kluczowe: polityka pieniężna, instrumenty RPP, inflacja, PKB.

1. Wstęp

Polityka pieniężna kształtowana jest pod wpływem złożonego układu czynników zarówno zewnętrznych, jak i wewnętrznych. W różnych okresach lista tych czynników, które wpływają na poziom inflacji oraz tempo wzrostu PKB, a tym samym winny być uwzględniane w polityce pieniężnej, jest zmienna. Oczywiście, możemy mówić o takich czynnikach, które występują zawsze i powinny być uwzględniane w polityce pieniężnej w każdym momencie. Nawet podzielając taki pogląd, warto podkreślić, że z tej listy „stałych” czynników uwzględnianych w polityce pieniężnej znaczenie poszczególnych ulega zmianom w różnych okresach. Tak więc władze monetarne kraju, prowadząc politykę pieniężną, kierują się w różnych okresach różnymi przesłankami, w zależności od oceny znaczenia poszczególnych elementów sytuacji wewnętrznej i zewnętrznej dla kształtowania się inflacji oraz wzrostu PKB.

W tym referacie podjęto próbę scharakteryzowania głównych przesłanek oraz skutków polityki pieniężnej prowadzonej w okresie Rady Polityki Pieniężnej drugiej kadencji, a więc w latach 2004-2009. Wprawdzie formalnie rzecz biorąc, RPP drugiej kadencji w pełnym składzie rozpoczęła działalność w lutym 2004 r., natomiast zakończyła w styczniu 2010 r., jednakże ze względu na kwartalną częstotliwość publikowania niektórych danych analizowanych w referacie wygodniej było przyjąć taki czasowy zakres analizy.

Ponieważ celem referatu jest omówienie nie tylko głównych czynników determinujących decyzje RPP w latach 2004-2009, ale także ich skutków, warto zwrócić uwagę, że ze względu na opóźnienia w mechanizmie transmisji impulsów polityki

pieniężnej, w początkowym okresie działania RPP drugiej kadencji, wynoszącym ok. 6 kwartałów, inflacja i dynamika PKB, a także inne elementy sytuacji gospodarczej kraju były kształtowane decyzjami podejmowanymi przez RPP pierwszej kadencji (por. [Kokoszczyński i in.]). Tak samo w pierwszych kwartałach działalności obecnej RPP – najważniejsze elementy sytuacji makroekonomicznej kraju zostały w znacznej mierze zdeterminowane decyzjami poprzedniej Rady.

2. Cele polityki pieniężnej

Cele i narzędzia polityki pieniężnej, zgodnie z obowiązującymi w Polsce uwarunkowaniami instytucjonalnymi, zdeterminowane są rozwiązaniami zawartymi w Konstytucji, Ustawie o Narodowym Banku Polskim oraz dokumentach sporządzanych przez Radę Polityki Pieniężnej, podmiot odpowiedzialny w myśl Konstytucji RP za prowadzenie polityki pieniężnej. Zgodnie z art. 227 Konstytucji Rzeczypospolitej Polskiej Narodowemu Bankowi Polskiemu przysługuje wyłączne prawo emisji pieniądza oraz ustalania i prowadzenia polityki pieniężnej, a organem odpowiedzialnym za politykę pieniężną jest Rada Polityki Pieniężnej. Zgodnie z zapisami tego artykułu NBP odpowiada za wartość polskiego pieniądza. Ustawa o NBP doprecyzowuje zapisy Konstytucji, stwierdzając w art. 3.1, że oprócz utrzymania wartości pieniądza, NBP winien wspierać politykę gospodarczą rządu, jeżeli nie stoi to w sprzeczności z realizacją celu podstawowego.

Ponieważ, zgodnie z przytoczonymi wyżej zapisami Konstytucji i ustawy o NBP, bank centralny ustala i prowadzi politykę pieniężną, toteż szczegółowe cele i narzędzia tej polityki są kształtowane przez Radę Polityki Pieniężnej. Ważnym dokumentem wyznaczającym kierunki i instrumenty polityki pieniężnej jest *Strategia polityki pieniężnej po 2003 roku*, przyjęta przez RPP pierwszej kadencji oraz doprecyzowana i zaakceptowana przez Radę drugiej kadencji. W myśl tej strategii:

- polityka pieniężna prowadzona jest w ramach strategii bezpośredniego celu inflacyjnego¹,
- cel inflacyjny wynosi 2,5%, z dopuszczalnym przedziałem odchyłeń +/-1 punkt procentowy,
- obowiązuje płynny kurs walutowy,
- najbardziej korzystna byłaby taka strategia gospodarcza, która tworzyłaby niezbędne warunki do przyjęcia euro w możliwie najbliższym terminie (wysokie tempo wzrostu PKB umożliwiające realną konwergencję z krajami strefy euro, niski deficyt budżetowy i dług publiczny, stabilny kurs złotego).

Ponadto RPP uchwała corocznie, stanowiące załącznik do ustawy budżetowej, *Założenia polityki pieniężnej*, w których konkretyzuje cele i narzędzia polityki pieniężnej w poszczególnych latach.

¹ Opis istoty strategii bezpośredniego celu inflacyjnego można znaleźć m.in. w: [Mishkin 2000].

3. Uwarunkowania polityki pieniężnej

3.1. Uwarunkowania zewnętrzne

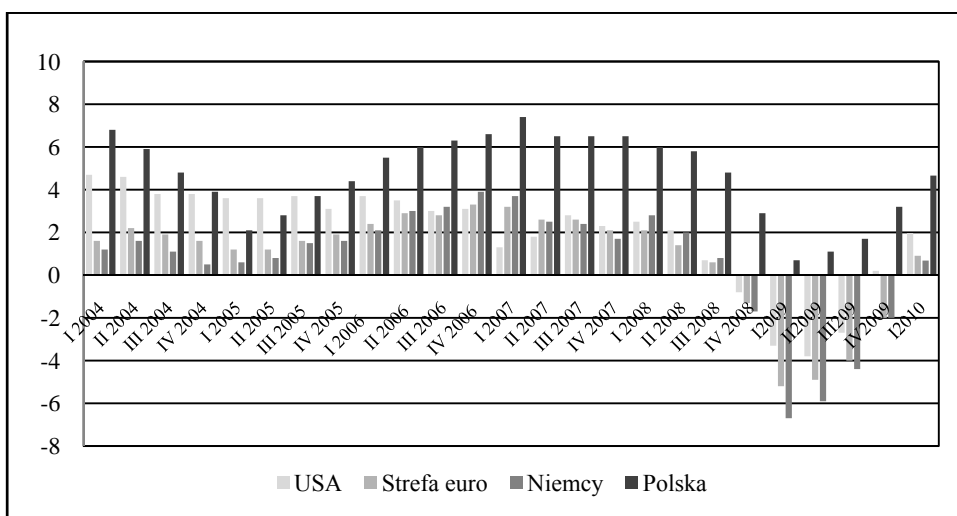
W wyniku przystąpienia Polski do UE proces integrowania się gospodarki polskiej z gospodarką światową uległ przyspieszeniu. W konsekwencji wzrastała także rola zewnętrznych uwarunkowań wpływających na sytuację gospodarczą w Polsce, co powodowało konieczność uwzględniania w coraz większym stopniu tendencji, zjawisk i procesów występujących w otoczeniu zewnętrznym polskiej gospodarki w polityce makroekonomicznej, w tym zwłaszcza w polityce monetarnej.

Lata 2004-2009 stanowią okres, w którym zewnętrzne uwarunkowania funkcjonowania i rozwoju gospodarki polskiej ulegały istotnym zmianom. Dotyczy to nie tylko mających wielką skalę i zasięg zjawisk kryzysowych, jakie wystąpiły w gospodarce w skali globalnej w wyniku kryzysu światowego sektora finansowego w drugiej połowie ubiegłej dekady, ale także mniej spektakularnych wstrząsów (ceny ropy naftowej, nieurodzaje i będące ich następstwem wzrosty cen artykułów rolnych), które również wpływały na sytuację gospodarczą Polski, a szczególnie na kształtowanie się wskaźnika inflacji stanowiącego główny przedmiot zainteresowania władz monetarnych.

Analizując wpływ wyżej wymienionych uwarunkowań na sytuację gospodarczą Polski, należy mieć na uwadze, że jakkolwiek w wyniku procesów globalizacji w coraz większym zakresie uwarunkowania te kształtują się pod wpływem gospodarki światowej rozumianej jako jeden organizm, to z drugiej strony, ze względu na zróżnicowany stopień powiązań gospodarczych z poszczególnymi krajami, jak też ze względu na rolę gospodarek tych krajów w gospodarce globalnej, można wyodrębnić pewne obszary gospodarcze w świecie, których wpływ na gospodarkę polską jest szczególnie istotny. W tym kontekście należy wymienić kraje strefy euro oraz Stany Zjednoczone. Kraje strefy euro, głównie Niemcy, są naszymi głównymi partnerami handlowymi, natomiast Stany Zjednoczone są krajem, którego gospodarka wywiera największy wpływ na koniunkturę gospodarczą w skali globalnej. Dlatego też w dalszej analizie uwaga zostanie skoncentrowana na scharakteryzowaniu tendencji występujących w tych gospodarkach. Trzeba w tym miejscu podkreślić, że w ostatnich latach istotnie wzrasta znaczenie gospodarek wschodzących (Chiny, Indie), jednakże kraje te pominięto w niniejszym opracowaniu, ponieważ bezpośrednie znaczenie ich gospodarek dla gospodarki Polski jest, jak dotychczas, marginalne.

Na rys. 1 przedstawiono kwartalne tempo wzrostu PKB w USA, strefie euro, Niemczech i Polsce (zmiana w % w stosunku do analogicznego kwartału roku poprzedniego) w latach 2004-2009. Na podstawie analizy tego wykresu można stwierdzić, że tempo wzrostu PKB analizowanych krajów i strefy euro było zróżnicowane i ulegało znacznym wahaniom. Najwyższe przeciętne tempo wzrostu PKB wystąpiło w Polsce (4,66%). PKB USA w analizowanym okresie wzrastał przeciętnie o 1,97% rocznie, strefy euro o 0,91%, natomiast Niemiec o 0,68%. Zróżnicowana była także

amplituda wahań tempa wzrostu PKB. Odchylenie standardowe tempa wzrostu PKB wynosiło: 1,93% w przypadku Polski, 2,37% w przypadku USA, 2,44% w strefie euro oraz 2,77% w Niemczech. Tak więc można zauważyć, że tempo wzrostu gospodarki polskiej w analizowanym okresie było nie tylko najwyższe, ale także podlegało wahaniom o najmniejszej amplitudzie.



Rys. 1. Tempo wzrostu PKB (zmian w % do kwartału roku poprzedniego) w USA, strefie euro, Niemczech i Polsce w latach 2004-2009

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych NBP.

Z punktu widzenia naszych rozważań istotne jest jednak nie tyle porównywanie tempa wzrostu PKB w Polsce i innych krajach, ile próba udzielenia odpowiedzi na pytanie, w jakim zakresie zjawiska występujące w otoczeniu zewnętrznym polskiej gospodarki wpływają na tempo jej wzrostu. Biorąc pod uwagę siłę powiązań gospodarczych Polski z wymienionymi krajami oraz strefą euro, można zakładać, że największy wpływ na dynamikę PKB w Polsce powinna mieć gospodarka niemiecka. Można również zakładać, że wpływ wzrostu gospodarczego u naszych partnerów handlowych oddziałuje na PKB w Polsce z pewnym opóźnieniem.

Pobieżna nawet analiza powyższego wykresu wskazuje na wysokie podobieństwo zmian dynamiki PKB w Polsce oraz w USA, Niemczech i strefie euro, co znajduje także potwierdzenie we współczynnikach korelacji tempa wzrostu PKB w analizowanym układzie przestrzennym. W tab. 1 zestawiono współczynniki korelacji między tempem wzrostu PKB Polski oraz USA, strefy euro i Niemiec w trzech ujęciach: w tym samym układzie czasowym i z opóźnieniem jednego oraz dwu kwartałów.

Jak wynika z danych zamieszczonych w tab. 1, współczynniki korelacji między tempem wzrostu PKB Polski a analizowanymi krajami kształtują się na relatywnie

Tabela 1. Współczynniki korelacji tempa wzrostu PKB Polski z USA, strefą euro i Niemcami w latach 2004-2009

	Bez opóźnień	Opóźnienie 1 kwartał	Opóźnienie 2 kwartały
USA	0,631277	0,563411	0,400506
Strefa euro	0,850414	0,74887	0,564345
Niemcy	0,873414	0,7897	0,584419

Źródło: obliczenia własne na podstawie danych NBP.

wysokim, jakkolwiek zróżnicowanym poziomie. Warto przy tym podkreślić, że wszystkie współczynniki są statystycznie istotne na poziomie 5%. Jak można było oczekiwać, tempo wzrostu PKB Polski jest skorelowane najsilniej z tempem wzrostu PKB naszego głównego partnera handlowego – Niemiec. Nie potwierdza się jednak hipoteza o czasowym opóźnieniu tempa wzrostu gospodarczego Polski względem tempa wzrostu gospodarczego USA, strefy euro oraz Niemiec, o czym świadczą niższe, chociaż nadal statystycznie istotne, współczynniki korelacji obliczone dla opóźnień wynoszących jeden lub dwa kwartały. Można zatem stwierdzić, że między tempem wzrostu PKB strefy euro, Niemiec i USA a tempem wzrostu PKB Polski nie występuje opóźnienie lub jest ono niewielkie.

Tempo wzrostu gospodarczego naszych głównych partnerów handlowych jest bez wątpienia tym czynnikiem, który silnie oddziałuje na dynamikę PKB w Polsce, a zatem powinno być także ważnym czynnikiem uwzględnianym w polityce pieniężnej. Wprawdzie przedstawienie dokładnego szacunku stopnia, w jakim tempo wzrostu PKB w otoczeniu zewnętrznym gospodarki wpływało na decyzje z zakresu polityki pieniężnej jest trudne, to niewątpliwie był to jeden z ważnych czynników, na podstawie którego RPP podejmowała decyzje. Przedmiotem zaś szczególnego zainteresowania była prognozowana dynamika PKB w otoczeniu zewnętrznym polskiej gospodarki. Konieczność uwzględniania prognozowanego tempa wzrostu wynikała z sygnalizowanego wyżej braku opóźnień czasowych w oddziaływaniu dynamiki PKB analizowanych gospodarek na PKB Polski.

Tempo wzrostu PKB jest syntetycznym miernikiem zewnętrznych uwarunkowań funkcjonowania polskiej gospodarki. Nie zawiera ono jednak pełnego opisu tych uwarunkowań, które wpływają na politykę monetarną. Do najważniejszych, silnie zresztą związanych z dynamiką PKB czynników, które wpływają bezpośrednio na inflację, a w konsekwencji także na decyzje dotyczące parametrów polityki pieniężnej, są światowe ceny ropy naftowej oraz surowców rolnych. Ceny ropy naftowej wpływają silnie na ceny innych nośników energii, a zatem i na ceny innych produktów i usług, których produkcja wymaga określonych nakładów energii. Z kolei ceny surowców rolnych wpływają na ceny żywności, które w warunkach polskich mają istotny udział w koszyku dóbr konsumpcyjnych, a w konsekwencji także we wskaźniku cen dóbr i usług konsumpcyjnych.

W omawianym okresie ceny ropy naftowej oraz surowców rolnych podlegały silnym wahaniom. Jakkolwiek możliwości oddziaływania polityki pieniężnej na wzrost inflacji spowodowany wzrostem cen ropy oraz żywności są ograniczone, to ich analiza stanowiła ważny element oceny potencjalnej presji inflacyjnej oraz decyzji podejmowanych przez RPP w omawianym okresie.

Na początku tego okresu (styczeń 2004 r.) ceny ropy naftowej na rynkach światowych kształtowały się na niskim, z dzisiejszej perspektywy, poziomie poniżej 30 USD za baryłkę. W kolejnych latach ceny te wykazywały silną tendencję wzrostową, która z niewielkimi korektami trwała do połowy roku 2008, kiedy to zbliżyła się do poziomu ok. 150 USD za baryłkę, aby następnie gwałtownie spaść do ok. 40 USD pod koniec roku 2008 i na początku roku 2009. W kolejnych miesiącach roku 2009 ceny ropy naftowej zaczęły ponownie wzrastać i pod koniec analizowanego okresu (grudzień 2009 r.) cena baryłki ropy naftowej wynosiła ok. 70 USD. Ostatecznie zatem dolarowe ceny ropy naftowej na koniec roku 2009 były niemal dwukrotnie wyższe niż w styczniu 2004 r.

Jak już podkreślono, ceny ropy naftowej, ze względu na ich wpływ na ceny energii, mają istotne znaczenie dla kształtowania się ogólnego wskaźnika inflacji. Trzeba jednak zauważyć, że wpływ ten może być neutralizowany aprecjacją kursu walutowego. Początkowo, po przystąpieniu Polski do Unii Europejskiej, kurs złotego znalazł się w długookresowym trendzie aprecjacyjnym, który trwał do połowy roku 2008 i w tym okresie w istotnym stopniu neutralizował wpływ wzrastających cen ropy na rynkach światowych na inflację w kraju. W połowie roku 2008 ceny ropy naftowej zaczęły gwałtownie spadać, a równocześnie kurs złotego uległ równie gwałtownej deprecjacji, co ograniczyło lub niemal w całości zrównoważyło deflacyjny wpływ spadku cen ropy naftowej na inflację w kraju. Ponieważ od II kwartału 2009 r. ceny ropy naftowej zaczęły ponownie rosnąć, toteż, przy utrzymującym się niskim kursie złotego, były one czynnikiem podwyższającym ogólny wskaźnik inflacji w kraju. W Polsce, odmiennie niż w większości krajów, zwłaszcza wysoko rozwiniętych, w których w roku 2009 wystąpiła deflacja, inflacja utrzymywała się na relatywnie wysokim poziomie, przekraczającym górną granicę dopuszczalnych odchyleń od celu.

Podobne znaczenie dla krajowej inflacji mają ceny produktów rolnych. Występujące w rolnictwie okresy dobrych i złych urodzajów znajdują odzwierciedlenie w cenach produktów rolnych. Od przystąpienia Polski do Unii Europejskiej ceny żywności w coraz większym stopniu kształtują się pod wpływem cen światowych, chociaż także wewnętrzne warunki produkcji rolnej nie straciły zupełnie na znaczeniu. O ile czynniki zewnętrzne wpływają na ogólny trend zmian cen żywności, to czynniki wewnętrzne, zwłaszcza stan pogody w kolejnych latach, wpływają na sezonowe zmiany cen żywności. Dobre warunki pogodowe i dobry urodzaj zazwyczaj prowadzą do sezonowych obniżek cen żywności w miesiącach wakacyjnych. W wyniku złych warunków pogodowych oraz słabego urodzaju sezonowa deflacja cen żywności nie występuje.

Na ceny produktów pochodzenia rolniczego mają wpływ także inne, niż urodzaj, czynniki. Na początku drugiej połowy poprzedniej dekady dosyć powszechnie panował pogląd, że ceny artykułów rolnych kształtują się pod silnym oddziaływaniem dwu dodatkowych czynników: zwiększonego popytu na żywność ze strony dużych, szybko rozwijających się krajów (Chiny, Indie) oraz wykorzystywania produktów rolnych na cele produkcji biopaliw. Dane statystyczne nie potwierdzają jednak istotnego zwiększenia popytu na żywność ze strony wspomnianych krajów, zainteresowanie zaś produkcją biopaliw zmniejszyło się istotnie w związku z kryzysem z końca poprzedniej dekady, któremu towarzyszył także spadek cen ropy naftowej i innych nośników energii. Można zatem przyjąć, że zasadnicze znaczenie dla kształtowania się cen surowców rolnych miał stan pogody w krajach będących ich znaczącymi eksporterami.

Szczególnym okresem, w którym światowe ceny żywności wpływały na krajową inflację, był okres od drugiej połowy roku 2007 do końca III kwartału roku 2008. W wyniku nieurodzaju o zasięgu globalnym ceny żywności na rynkach światowych gwałtownie wzrosły, co znalazło odzwierciedlenie w wysokich wskaźnikach wzrostu cen żywności w Polsce. W początkowym okresie (do połowy 2008 r.) wzrost cen surowców rolnych na rynkach światowych był neutralizowany silnym kursem złotego. W okresie lipiec – wrzesień 2008 r. nie tylko nie wystąpiła okresowa, obserwowana wcześniej, deflacja cen żywności, ale wręcz przeciwnie – ceny żywności osiągały najwyższe w całym analizowanym okresie poziomy.

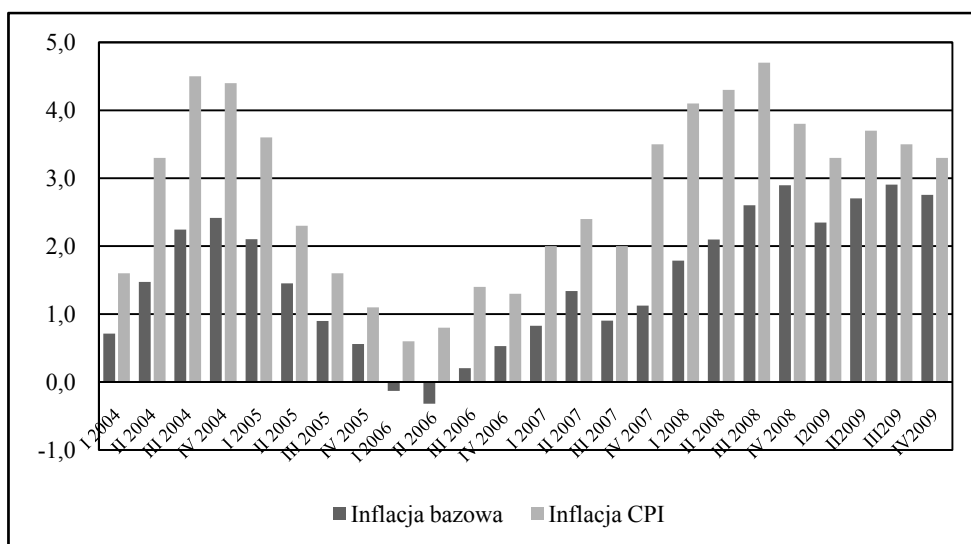
Światowe ceny ropy naftowej oraz żywności są z punktu widzenia procesów inflacyjnych w kraju najważniejsze. Należy jednak zwrócić uwagę, że także ceny innych dóbr wywierają istotny wpływ na krajową inflację. Dwie grupy wyrobów mają w tym względzie znaczenie: ceny pozostałych (obok ropy naftowej i produktów rolnych) surowców oraz wyroby, których ceny znajdują się pod silnym wpływem globalizacji (np. odzież, obuwie, elektronika). Ceny surowców szczególnie silnie oddziaływały na krajową inflację w roku 2007 i częściowo w 2008, będąc w tym okresie czynnikiem zwiększającym inflację. Z kolei ceny wyrobów będących pod silnym wpływem globalizacji były w całym okresie czynnikiem ograniczającym inflację. Dotyczy to zwłaszcza cen odzieży i obuwia, które w całym okresie spadały w tempie ok. 8% rocznie.

3.2. Uwarunkowania wewnętrzne

Spośród wewnętrznych uwarunkowań polityki monetarnej do najważniejszych w analizowanym okresie należy zaliczyć:

- poziom inflacji,
- dynamikę i strukturę wzrostu PKB,
- lukę PKB,
- stopę bezrobocia,
- dynamikę wynagrodzeń i jednostkowych kosztów pracy,
- kurs złotego.

Na rys. 2 przedstawiono kształtowanie się inflacji dóbr i usług konsumpcyjnych oraz inflacji bazowej w latach 2004-2009. Na początku badanego okresu obserwujemy silny wzrost wskaźnika CPI – z 1,6% w styczniu 2004 r. do 4,6% w lipcu i sierpniu. Po tym okresie następuje stopniowy spadek inflacji, by w maju 2006 r. znaleźć się w dopuszczalnym przedziale odchyień od celu (2,4%). Od maja 2006 r. do czerwca 2007 r. inflacja kształtowała się na niskim poziomie, w granicach dopuszczalnego przedziału wahań, a przez kilka miesięcy nawet poniżej dolnej granicy dopuszczalnych odchyień od celu. Od października 2007 r. obserwujemy wyraźne przyspieszenie inflacji, która przez kilka następnych kwartałów (do końca analizowanego okresu) kształtowała się powyżej górnej granicy odchyień od celu.



Rys. 2. Inflacja bazowa oraz CPI w latach 2004-2009

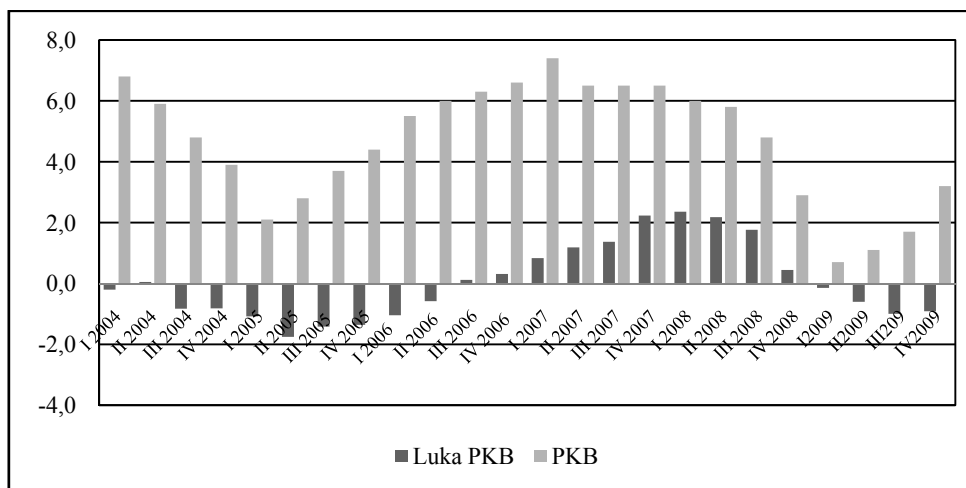
Źródło: jak do rys. 1.

Podobnym trendom podlegała także inflacja bazowa (inflacja z wyłączeniem cen żywności i energii), jakkolwiek trzeba zauważyć, iż generalnie poziom inflacji bazowej jest niższy niż CPI. W okresie między styczniem i czerwcem 2006 r. inflacja bazowa przyjmowała wartości ujemne. Te dane pozwalają sformułować hipotezę, że w analizowanym okresie istotny wpływ na stopę inflacji wywierały czynniki o charakterze podażowym, które ograniczają skuteczność polityki pieniężnej.

Analizując przyczyny zmian poziomu inflacji w roku 2004, można stwierdzić, że jej wzrost w tym roku był przede wszystkim skutkiem przystąpienia Polski do Unii Europejskiej, z czym wiązały się wzmożone zakupy dóbr konsumpcyjnych oraz istotne przyspieszenie dynamiki PKB. Można zatem stwierdzić, że na inflację w tym okresie oddziaływały przede wszystkim czynniki o charakterze popytowym, jednakże ich oddziaływanie miało charakter przejściowy.

W kolejnych miesiącach analizowanego okresu obserwujemy wyraźne spowolnienie tempa inflacji, która od maja 2005 r. znalazła się w granicach dopuszczalnych odchyleń od celu i utrzymywała się na niskim poziomie do września 2007 r. Głównym czynnikiem wpływającym na kształtowanie się inflacji w tym okresie była aprecjacja złotego, która umożliwiła spadek inflacji, mimo że w tym okresie dokonano serii istotnych obniżek stóp procentowych. Obserwowany od października 2007 r. ponowny wzrost inflacji był spowodowany przede wszystkim wzrostem cen żywności, ropy naftowej i innych surowców na rynkach światowych, chociaż na początku wzrost ten był częściowo neutralizowany silną aprecjacją złotego.

Omawiane tendencje w zakresie kształtowania się stopy inflacji miały miejsce w warunkach zmieniającej się dynamiki oraz luki PKB. Na początku analizowanego okresu (I kwartał 2004 r.) tempo wzrostu PKB było wysokie, co – jak wspomniano wcześniej – spowodowane było wzmożonym popytem związanym z przystąpieniem do UE. W kolejnych kwartałach roku 2004 oraz w I kwartale roku 2005 tempo wzrostu PKB wykazuje tendencję spadkową. Od II kwartału 2005 r. dynamika PKB wyraźnie przyspieszyła, a ta wzrostowa tendencja utrzymywała się do I kwartału 2007 r., po czym tempo wzrostu ustabilizowało się na relatywnie wysokim poziomie ok. 6% w stosunku do analogicznych kwartałów poprzedniego roku. Spadkowa tendencja tempa wzrostu PKB wystąpiła od III kwartału 2008 r. i trwała do I kwartału 2009 r., w którym tempo wzrostu PKB spadło do 0,7%. W ostatnich kwartałach roku 2009 tempo wzrostu PKB wykazuje łagodną tendencję wzrostową. Obniżenie dynamiki PKB w latach 2008 i 2009 wynika przede wszystkim z globalnej recesji, będącej następstwem kryzysu światowego sektora finansowego. Kryzys sektora finansowe-



Rys. 3. PKB i luka PKB w latach 2004-2009

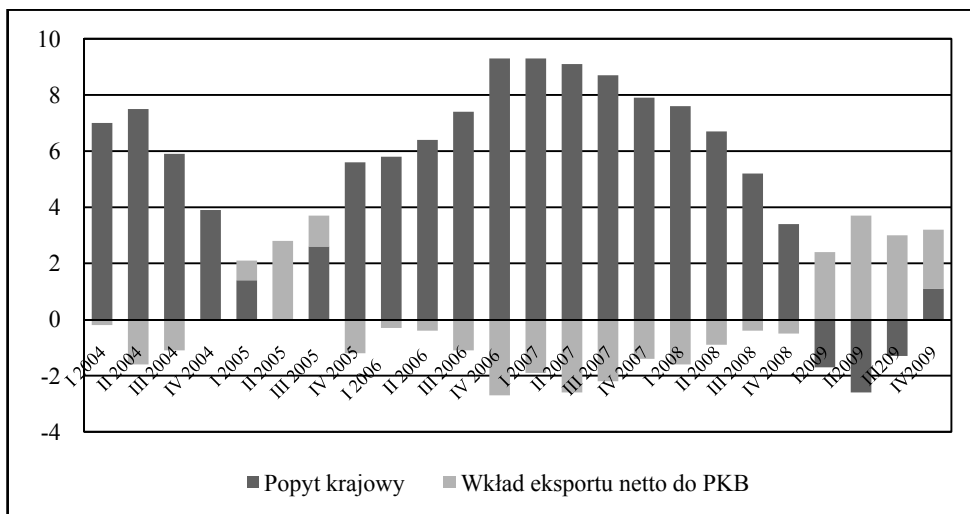
Źródło: jak do rys. 1.

go nie dotknął wprowadzie polskich banków, jednakże wpłynął na osłabienie tempa wzrostu polskiej gospodarki pośrednio: poprzez spadek handlu światowego (światowy PKB zmniejszył się w roku 2009 o ok. 0,7%, natomiast światowy handel o ponad 11%) oraz załamanie rynku międzybankowego, które w pewnym zakresie wystąpiło także w polskim sektorze bankowym, głównie ze względu na ograniczenia nakładane na polskie banki przez spółki-matki.

Istotne znaczenie miało także kształtowanie się luki PKB, która również ulegała zmianom. Przez znaczną część tego okresu (13 kwartałów) luka PKB była ujemna; dodatnia luka PKB wystąpiła w 11 kwartałach. Charakter i rozmiar luki PKB są jednymi z najważniejszych czynników wpływających na procesy inflacyjne. Z obliczeń przeprowadzonych na potrzeby tego referatu wynika, że pomiędzy luką PKB a inflacją wstępuje silna korelacja. Współczynnik korelacji pomiędzy luką PKB i inflacją opóźnioną o jeden kwartał wynosi 0,55, a o dwa kwartały 0,70, i oba są statystycznie istotne na poziomie 5%. Analiza luki PKB jest o tyle istotna, że może stanowić ważny czynnik wpływający na racjonalność decyzji dotyczących stóp procentowych. Na przykład w roku 2004 inflacja kształtowała się na wysokim poziomie, równocześnie jednak luka PKB była ujemna, co być może ograniczało potrzebę podwyżek stóp procentowych. W opinii wielu analityków polityki pieniężnej podwyżki stóp procentowych w roku 2004 były niepotrzebne, a przynajmniej ich skala mogła być mniejsza, bez negatywnych skutków dla inflacji. Dla decyzji podejmowanych w tym okresie istotne znaczenie miało to, że był to początkowy okres działalności RPP w nowym składzie, co wymagało przekonania rynków finansowych o jej determinacji w utrzymaniu inflacji na niskim poziomie.

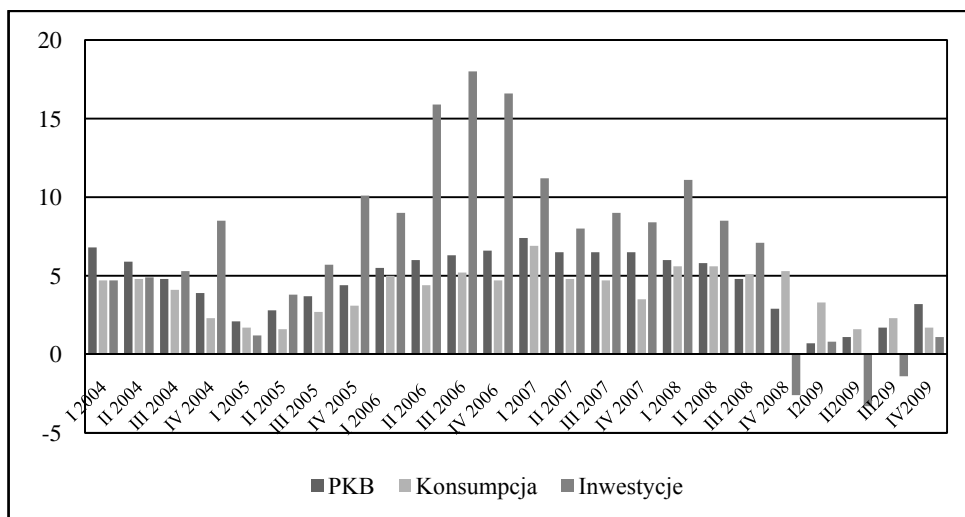
Istotne znaczenie dla oceny ogólnego stanu gospodarki ma analiza czynników wzrostu PKB. Na rys. 4 uwidoczono wkład popytu krajowego oraz importu netto do tempa wzrostu PKB. Jak wynika z rysunku, głównym czynnikiem wzrostu PKB w analizowanym okresie był popyt wewnętrzny, jakkolwiek znaczenie eksportu netto jest również istotne, szczególnie w tych okresach, w których popyt wewnętrzny spadał. W tych okresach, zwłaszcza w latach 2005 i 2009, eksport netto zapewniał dodatnią dynamikę, mimo, szczególnie w roku 2009, ujemnej dynamiki popytu krajowego. Sprawiało to, że w relacjach zewnętrznych polska gospodarka była zrównoważona. W okresach dobrej koniunktury import był ważnym czynnikiem umożliwiającym zaspokojenie popytu krajowego, w okresach dekonunktury zaś szybsze tempo wzrostu eksportu niż importu podtrzymywało dodatnią dynamikę PKB.

W analizowanym okresie gospodarka Polski rozwijała się w sposób zrównoważony także z punktu widzenia dynamiki podstawowych elementów PKB. Na rys. 5 przedstawiono kształtowanie się tempa wzrostu PKB, konsumpcji indywidualnej oraz inwestycji. Jak wynika z rysunku, nakłady inwestycyjne podlegały znacznie silniejszym wahaniom niż konsumpcja, co jest zrozumiałe, gdyż inwestycje wykazują większą wrażliwość na zmiany cyklu koniunkturalnego. Na podkreślenie zasługuje, że w całym okresie konsumpcja indywidualna, jakkolwiek jej tempo wzrostu było wysokie, rosła na ogół, poza kilkoma kwartałami kryzysowego roku 2009, wolniej niż PKB.



Rys. 4. Wkład popytu krajowego i eksportu netto do PKB w latach 2004-2009

Źródło: jak do rys. 1.



Rys. 5. Dynamika PKB, konsumpcji indywidualnej oraz inwestycji w latach 2004-2009

Źródło: jak do rys. 1.

Ważnym czynnikiem wzrostu PKB było w analizowanym okresie tempo wzrostu nakładów inwestycyjnych. Znaczenie inwestycji dla wzrostu PKB należy rozpatrywać w dwu ujęciach: bieżącym i przyszłym. W ujęciu bieżącym inwestycje są elementem PKB i ich dynamika jest czynnikiem wpływającym na tempo wzrostu

PKB. Inwestycje przyczyniają się także do wzrostu potencjalnego PKB, tworząc warunki dla przyszłego wzrostu gospodarczego i niskiej inflacji. Wynika stąd, że struktura wzrostu PKB może także stanowić istotny czynnik wpływający na decyzje dotyczące parametrów polityki pieniężnej.

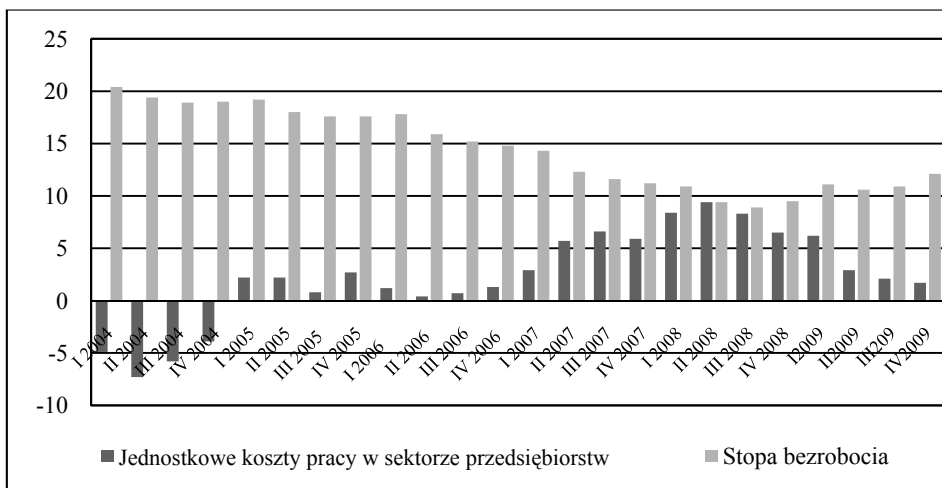
Ważnymi czynnikami wpływającymi na inflację są: zatrudnienie, wynagrodzenia, wydajność pracy i jednostkowe koszty pracy. Stopa bezrobocia jest jednym z istotnych mierników stopnia wykorzystania zdolności produkcyjnych gospodarki oraz czynnikiem wpływającym na dynamikę wynagrodzeń. Wzrost wynagrodzeń, któremu nie towarzyszy odpowiedni wzrost wydajności pracy, powoduje wzrost jednostkowych kosztów pracy, wzrost kosztów produkcji oraz pogorszenie konkurencyjności polskich przedsiębiorstw na rynkach międzynarodowych. Wysokie tempo wzrostu wynagrodzeń, które stanowią główny składnik dochodów pieniężnych gospodarstw domowych, stwarza także warunki wzrostu cen od strony popytowej. Spadek jednostkowych kosztów pracy może z kolei być czynnikiem zapewniającym opłacalność eksportu mimo wzmocnienia kursu walutowego.

Jednostkowe koszty pracy w analizowanym okresie wykazywały zmienną dynamikę. Początkowo (rok 2004 i I kwartał roku 2005) jednostkowe koszty pracy w sektorze przedsiębiorstw wykazywały tendencję spadkową. Warto przy tym podkreślić, że była to kontynuacja długookresowego trendu spadkowego jednostkowych kosztów pracy, który rozpoczął się na początku dekady (w roku 2002) i był jednym z głównych czynników, który pozwolił odzyskać wysoką dynamikę wzrostu gospodarczego, a także wpływał na stopę inflacji w kilku kolejnych latach.

W kolejnych kwartałach jednostkowe koszty pracy rosły w umiarkowanym tempie ok. 2%. Przyspieszenie wzrostu jednostkowych kosztów pracy nastąpiło w 2007 r., a tendencja wzrostowa utrzymywała się do II kwartału 2008 r. Od połowy roku 2008 do końca analizowanego okresu dynamika jednostkowych kosztów pracy osłabła.

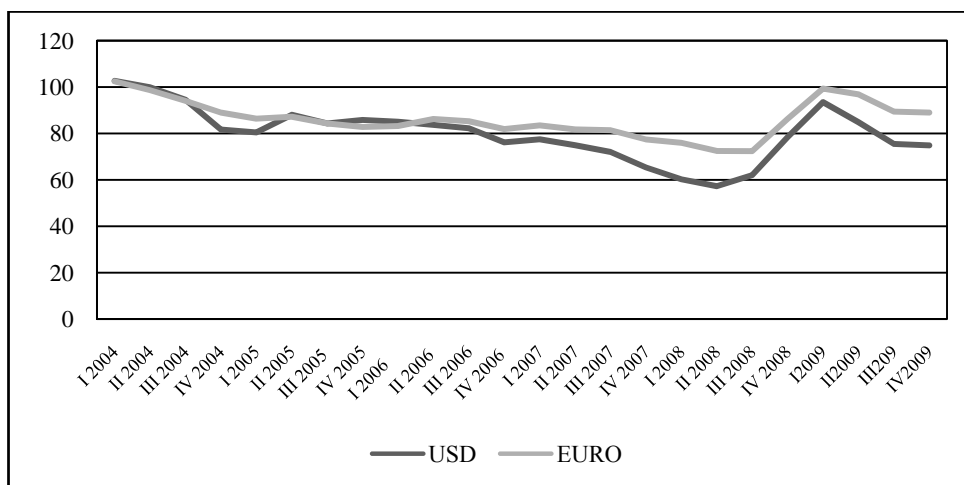
Na podkreślenie zasługuje zależność między jednostkowymi kosztami pracy a stopą bezrobocia. Nawet powierzchowna analiza rys. 6 pozwala stwierdzić, że stopa bezrobocia jest ważnym czynnikiem wpływającym na jednostkowe koszty pracy w sektorze przedsiębiorstw – w okresie wysokiego bezrobocia jednostkowe koszty pracy spadają lub rosną w sposób umiarkowany, natomiast niska stopa bezrobocia sprzyja wzrostowi jednostkowych kosztów pracy. Hipotezę tę potwierdza także współczynnik korelacji, który ma wartość ujemną i kształtuje się na poziomie $-0,829$. Korelacja ta jest statystycznie istotna na poziomie 1%.

Istotne znaczenie z punktu widzenia dynamiki wzrostu gospodarczego oraz kształtowania się procesów inflacyjnych ma kurs walutowy. Jak wynika z rys. 6, kurs złotego w stosunku do euro i USD ulegał istotnym różnokierunkowym zmianom. Od początku analizowanego okresu, w związku z przystąpieniem Polski do Unii Europejskiej, kurs złotego umacniał się systematycznie aż do połowy 2008 r., kiedy nastąpiło jego gwałtowne załamanie. Od lipca 2008 r. do lutego 2009 r. wyrażona w złotych wartość USD wzrosła o 75%, euro zaś o 45%. W kolejnych miesiącach 2009 r. złoty ponownie się wzmocnił, niemniej nadal w grudniu 2009 r. złoty był



Rys. 6. Stopa bezrobocia i tempo zmian jednostkowych kosztów pracy w sektorze przedsiębiorstw w latach 2004-2009

Źródło: jak do rys. 1.



Rys. 7. Kurs złotego w stosunku do USD i euro w latach 2004-2009 (31 grudnia 2003 = 100)

Źródło: jak do rys. 1.

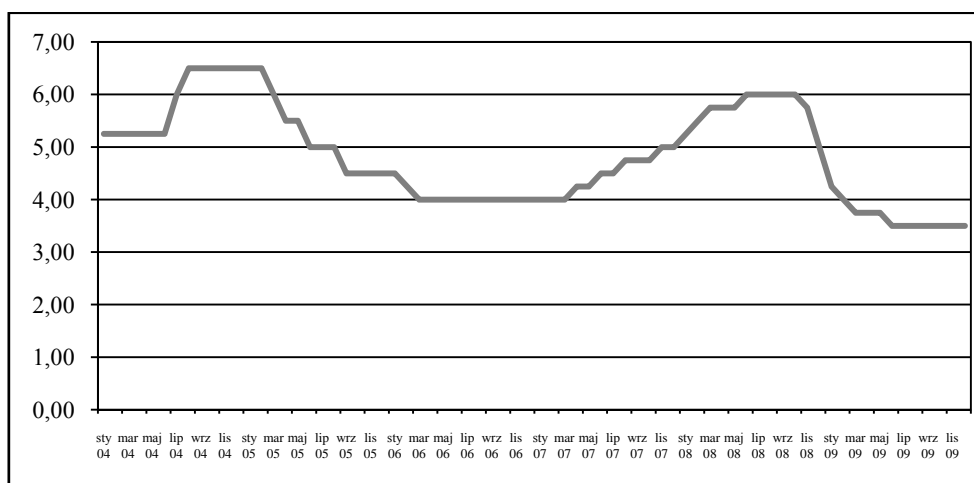
słabszy w stosunku do USD o ok. 24% w porównaniu z poziomem z lipca 2008 r., a do euro o ok. 12%.

Kurs walutowy ma istotne znaczenie zarówno dla kształtowania się inflacji, jak i dla decyzji dotyczących parametrów polityki pieniężnej. Kurs walutowy jest waż-

nym kanałem transmisji impulsów polityki pieniężnej. Zmiany poziomu stóp procentowych wpływają na kurs walutowy, a za jego pośrednictwem na eksport netto oraz globalny popyt, lukę PKB i inflację. Kurs walutowy oddziałuje także na inflację bezpośrednio – poprzez wpływ na ceny dóbr importowanych. Można zatem stwierdzić, że zmiany kursu walutowego mają podobny skutek jak zmiany stóp procentowych. Osłabienie kursu walutowego jest w pewnym sensie substytutem obniżek stóp procentowych, aprecjacja zaś – substytutem podwyżek.

4. Polityka stóp procentowych

Analizując decyzje RPP dotyczące poziomu stóp procentowych, podejmowane w trakcie drugiej kadencji, można wyodrębnić kilka różniących się podokresów, co zilustrowano na rys. 7. W trakcie pierwszego podokresu, zaczynającego się w lipcu 2004 r., podjęto kilka decyzji o podwyżkach stóp procentowych. W lipcu i sierpniu RPP podjęła dwie decyzje, w wyniku których stopa referencyjna ukształtowała się na poziomie 6,50%. Na tym poziomie stopa referencyjna była utrzymywana do lutego 2005 r. Głównym argumentem na rzecz podwyżki stóp procentowych była stopa inflacji, która po przystąpieniu Polski do UE istotnie wzrosła. Obawiano się także możliwości wystąpienia tzw. efektu drugiej rundy, polegającego na wtórnym wzroście inflacji spowodowanym wzrostem wynagrodzeń jako reakcją na podwyższoną inflację. Z dzisiejszej perspektywy można stwierdzić, że obawy te nie były uzasadnione, gdyż inflacja powróciła wkrótce w granice dopuszczalnych odchyłeń od celu, co jest w pełni wytłumaczalne, jeżeli weźmiemy pod uwagę, że w roku 2004 wystą-



Rys. 8. Stopa referencyjna NBP w latach 2004-2009

Źródło: jak do rys. 1.

piło kilka ograniczających ją czynników. Przede wszystkim był to okres ujemnej luki PKB, spadających jednostkowych kosztów pracy oraz rozpoczynającej się długookresowej aprecjacji złotego.

Spadająca inflacja, a także kilka innych zjawisk, które sprzyjały jej stabilizacji na niskim poziomie (ujemna luka PKB, aprecjacja złotego, wysokie bezrobocie, relatywnie niskie tempo wzrostu wynagrodzeń i jednostkowych kosztów pracy, spadające ceny dóbr konsumpcyjnych poddanych silnej konkurencji międzynarodowej) skłoniły RPP do rozpoczęcia serii obniżek stóp procentowych, z których pierwszej dokonano w maju 2005 r. W wyniku pięciu decyzji o obniżkach stóp procentowych stopa referencyjna ukształtowała się na poziomie 4% i przez kilkanaście następných miesięcy, do kwietnia 2007 r., była utrzymywana na tym poziomie.

Od IV kwartału 2006 r. w gospodarce zaczęły się pojawiać symptomy świadczące o możliwości wystąpienia istotnego wzrostu inflacji. Do najważniejszych z nich należy zaliczyć: dodatnią lukę PKB, spadek stopy bezrobocia, przyspieszający wzrost wynagrodzeń oraz jednostkowych kosztów pracy. W roku 2007 ze szczególnym nasileniem wystąpiły wzrosty cen surowców rolnych na rynkach światowych, cen ropy naftowej oraz innych podstawowych surowców. Chociaż w tym okresie złoty nadal podlegał silnej aprecjacji, to nie była ona jednak w stanie zneutralizować wzrostu cen na rynkach światowych, w związku z czym wzrosła stopa inflacji, a sygnalizowane wyżej czynniki wskazywały na możliwość utrzymywania się silnej presji inflacyjnej w przyszłości. Kolejny cykl podwyżek stóp procentowych został rozpoczęty w kwietniu 2007 r. i trwał do czerwca 2008 r. W tym okresie RPP dokonała łącznie siedmiu podwyżek, w wyniku których stopa referencyjna wzrosła z 4% w marcu 2007 r. do 6% w czerwcu 2008 r.

Rok 2008 należał do najtrudniejszych okresów w trakcie całej kadencji. W tym okresie pojawiało się bowiem wiele sygnałów uzasadniających utrzymanie restrykcyjnej polityki pieniężnej, a nawet dalsze jej zaostrzenie. Przede wszystkim wskaźnik inflacji utrzymywał się na wysokim, przekraczającym górną granicę odchylen od celu, poziomie. Wiele danych (dodatnia luka PKB, niska stopa bezrobocia, szybki wzrost wynagrodzeń i jednostkowych kosztów pracy, rosnące ceny surowców rolnych i energetycznych na rynkach światowych) wskazywało na wysokie prawdopodobieństwo przyspieszenia inflacji. W roku 2008, a mówiąc bardziej precyzyjnie tylko w pierwszej połowie tego roku, właściwie zaledwie jeden czynnik działał antyinflacyjnie – był to kurs złotego. Należy także zauważyć, że w roku 2008 istniała już świadomość możliwości destabilizacji światowego sektora finansowego, jednakże nie były znane: głębokość kryzysu w sektorze finansowym oraz jego wpływ na sferę realną gospodarki. Dopiero upadek Lehman Brothers uświadomił rzeczywistą skalę problemów sektora finansowego oraz ich możliwych skutków dla sfery realnej gospodarki.

Te okoliczności mogą stanowić wyjaśnienie niezbyt spójnych decyzji Rady w roku 2008. W pierwszej połowie roku dokonano trzech podwyżek stóp procentowych, łącznie o 75 punktów bazowych. Z kolei w drugiej połowie roku, w lipopa-

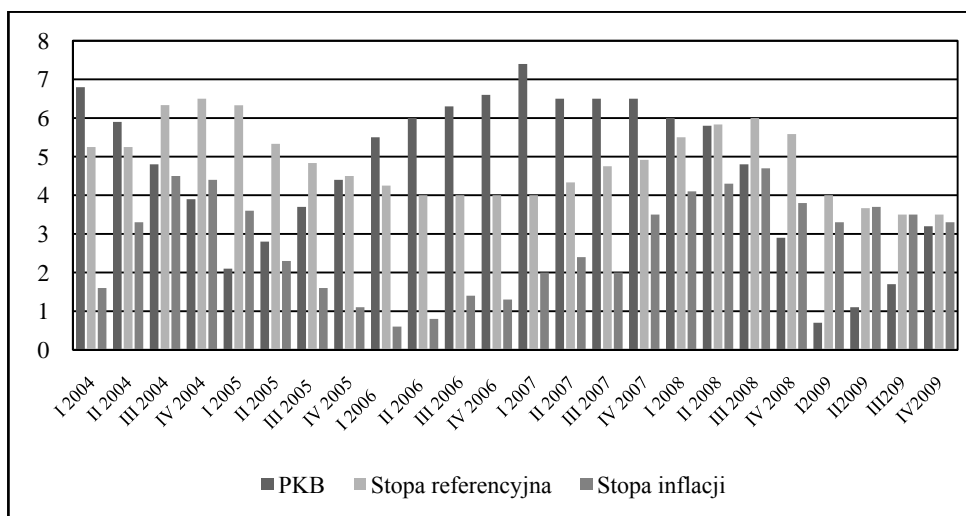
dzie i grudniu, rozpoczęto cykl obniżek stóp procentowych, w wyniku których stopa referencyjna spadła (czerwiec 2009 r.) do najniższego w historii poziomu 3,5%. Uzasadnieniem dla tych obniżek była recesja w najważniejszych gospodarczo regionach świata, która rozpoczęła się w IV kwartale 2008 r., pogarszające się perspektywy wzrostu gospodarczego w świecie w roku 2009 oraz obawy co do ich wpływu na gospodarkę Polski. W kolejnych kwartałach 2008 r. tempo wzrostu PKB Polski istotnie spadało, zmniejszała się dodatnia luka PKB, zaczęło rosnąć bezrobocie, a spadać tempo wzrostu jednostkowych kosztów pracy. Najważniejszymi czynnikami w tym okresie, które mogły przemawiać przeciwko łagodzeniu polityki pieniężnej, były: wysoka stopa inflacji oraz gwałtowana deprecjacja złotego. Te dwa czynniki powstrzymywały Radę od podjęcia bardziej radykalnych kroków, dlatego też, poza dwoma wyjątkami – grudzień 2008 r. oraz styczeń 2009 r. – kiedy stopy zostały obniżone o 75 punktów bazowych, pozostałe obniżki były niewielkie i ograniczyły się do dwu obniżek, po 25 punktów bazowych każda.

5. Inflacja i PKB

Polityka pieniężna banku centralnego powinna przed wszystkim sprzyjać stabilizacji podstawowych parametrów oraz elementów sytuacji makroekonomicznej. Do najważniejszych zadań należą: zapewnienie stabilnego tempa wzrostu PKB na poziomie zbliżonym do tempa potencjalnego, stabilizacja inflacji na poziomie celu inflacyjnego oraz ograniczenie zakresu wahań stóp procentowych. Stopień osiągnięcia tych celów może być zatem wykorzystany także do oceny skuteczności polityki pieniężnej. Rysunek 9 przedstawia kształtowanie się tempa wzrostu PKB oraz stopy inflacji w latach 2004-2009.

Na podstawie analizy rys. 9 można sformułować kilka wniosków. Przede wszystkim należy zauważyć, iż zarówno kwartalne zmiany inflacji, jak i PKB były zróżnicowane w analizowanym okresie. Tempo wzrostu PKB kształtowało się w granicach od 0,7 do 7,4%. W tym samym okresie średnia kwartalna stopa inflacji wahała się w przedziale od 0,6 do 4,7%. Wahania tempa wzrostu PKB, jak i wskaźnika inflacji są nieuniknione ze względu na wiele szoków, jakim poddawana jest gospodarka. W ocenie skuteczności polityki pieniężnej istotne jest natomiast określenie amplitudy wahań oraz jej porównanie z innymi krajami. Jak wynika z danych przytoczonych wcześniej, stopa wzrostu PKB Polski była relatywnie bardziej stabilna niż stopa wzrostu PKB w USA, strefie euro czy w Niemczech. Z kolei zmienność stopy inflacji w tym samym okresie była nieco wyższa w Polsce (odchylenie standardowe 1,29%) niż w Niemczech (0,93%) i strefie euro (0,99%), ale niższa niż w USA (1,72%).

Na dynamikę wzrostu gospodarczego możemy patrzeć także przez pryzmat luki PKB. Zdolność utrzymywania tempa wzrostu PKB możliwie blisko tempa potencjalnego jest jednym z ważniejszych kryteriów oceny skuteczności polityki pieniężnej. W analizowanym okresie odchylenia rzeczywistego PKB od PKB potencjalnego



Rys. 9. Tempo wzrostu PKB oraz stopa inflacji i stopa referencyjna w latach 2004-2009 (zmiany w % w stosunku do odpowiedniego kwartału roku poprzedniego, stopa referencyjna – średni poziom w kwartale)

Źródło: jak do rys. 1.

były najniższe w Polsce. Odchylenie standardowe luki PKB w Polsce w analizowanym okresie wynosiło 1,22%, podczas gdy w Niemczech 2,2%, w strefie euro 1,63%, natomiast w USA 1,37%.

Dla oceny jakości polityki pieniężnej istotne znaczenie ma także stabilność podstawowej stopy procentowej banku centralnego. W analizowanym okresie stopa referencyjna wahała się w granicach od 3,5 do 6,5%. W porównaniu ze stopami procentowymi innych banków centralnych była ona relatywnie stabilna, o czym świadczą wartości współczynników odchylenia standardowego. Odchylenie standardowe stopy referencyjnej wynosi 0,93%, podczas gdy odchylenie standardowe podstawowej stopy EBC 1,03%, natomiast stopy amerykańskiego banku centralnego 1,83%. Tak więc z trzech mierników użytych do oceny polityki pieniężnej (stabilność PKB, inflacji i stóp banku centralnego) niemal we wszystkich przypadkach wyniki uzyskane w Polsce są korzystniejsze niż w USA, strefie euro czy w Niemczech. Jedynie stopa inflacji była bardziej stabilna w Niemczech i strefie euro niż w Polsce.

Dokonując oceny skuteczności polityki pieniężnej w Polsce, należy mieć na uwadze, że w analizowanym okresie gospodarka Polski nadal znajdowała się, jakkolwiek w wysoce zaawansowanym, stadium transformacji, tak więc mniejsza jej stabilność niż gospodarki niemieckiej czy gospodarek innych wysoko rozwiniętych państw strefy euro byłaby w pełni uzasadniona. Większa stabilność analizowanych wyżej parametrów może być bez wątpienia uznana za wyraz sukcesu polskiej polityki makroekonomicznej.

6. Podsumowanie

Jak wynika z rozważań przeprowadzonych w referacie, inflacja, za którą konstytucyjną odpowiedzialność ponosi Narodowy Bank Polski, a szczególnie Rada Polityki Pieniężnej, kształtowała się na poziomie nie odbiegającym od poziomów występujących w wysoko rozwiniętych gospodarkach o długiej tradycji rynkowej. Można w związku z tym postawić pytanie: jakie najważniejsze czynniki zadecydowały o takim przebiegu procesów inflacyjnych w analizowanym okresie?

Po pierwsze, na początku analizowanego okresu występowała ujemna luka PKB, co – generalnie rzecz biorąc – zmniejszało presję inflacyjną i sprzyjało ograniczaniu inflacji.

Po drugie, na początku poprzedniej dekady polskie przedsiębiorstwa przeszły proces głębokiej restrukturyzacji, w wyniku którego nie tylko uzyskały wysoką zdolność konkurowania na rynkach światowych, ale także mogły produkować na potrzeby rynku krajowego, uzyskując wysoką rentowność bez konieczności podnoszenia cen. Syntetycznym miernikiem tego procesu był głęboki spadek jednostkowych kosztów pracy, który nastąpił w pierwszej połowie dekady.

Po trzecie, stopa bezrobocia utrzymywała się na relatywnie wysokim poziomie, co sprzyjało ograniczaniu dynamiki wynagrodzeń oraz wspomnianych wyżej jednostkowych kosztów pracy.

Po czwarte, pierwsza dekada obecnego stulecia była okresem niskiej inflacji w skali globalnej, co wynikało z włączenia w ostatniej dekadzie poprzedniego stulecia w proces globalizacji wielu gospodarek, które wcześniej pozostawały na marginesie gospodarki światowej (Chiny, kraje postkomunistycznej Europy oraz byłego Związku Radzieckiego, Indie, Brazylia). Ponieważ są to kraje o niskich kosztach wytwarzania (kosztach siły roboczej), toteż były one w stanie dostarczyć na rynek światowy wiele wyrobów o niskich cenach, przyczyniając się do spadku inflacji w skali globalnej.

Po piąte, przez większą część analizowanego okresu mieliśmy do czynienia z silną aprecjacją złotego, co wzmocniało restrykcyjność polityki pieniężnej i ograniczało stopę inflacji.

Mając na uwadze główny problem omawiany w referacie, należy postawić pytanie: jakie znaczenie w kształtowaniu inflacji odgrywała polityka pieniężna? Starając się odpowiedzieć na to pytanie, trzeba pamiętać, że okres działalności Rady drugiej kadencji był okresem, w którym globalna inflacja kształtowała się na niskim poziomie, co ułatwiało utrzymanie inflacji na niskim poziomie także w Polsce. Stąd też zasadna wydaje się opinia sformułowana przez osobę niewątpliwie zorientowaną w problemach polityki pieniężnej, Alana Greenspana, który pisze: „(...) wielu ekonomistów sądziło, że to polityka monetarna banku centralnego była głównym czynnikiem odpowiedzialnym za obniżenie globalnej inflacji podczas ostatniej dekady. Chciałbym w to wierzyć. (...) Bardzo jednak wątpię, by nasza polityka lub wiarygodność banku centralnego w walce z inflacją odegrały wiodącą rolę... Ten spadek

(i zagadkę z nim związaną) należy przypisać siłom innym niż polityka monetarna. W istocie, na podstawie doświadczeń w okresie od połowy lat dziewięćdziesiątych, związanych z interakcją pomiędzy polityką banków centralnych a rynkami finansowymi, z zaskoczeniem stwierdziłem, jak stosunkowo łatwo można obniżyć inflację. Presje inflacyjne, które tak dotkliwie uświadamiałem sobie w latach osiemdziesiątych, były niemal nieobecne lub, by użyć bardziej dokładnego określenia, uśpione” (por. [Greenspan 2008, s. 435-436]). Chyba nikt bardziej niż autor tego cytatu nie przyczynił się do ich obudzenia. To zaś stawia rzeczywiste wyzwania przed polityką pieniężną. Obecna RPP ma więc przed sobą znacznie poważniejsze problemy do rozwiązania.

Literatura

- Greenspan A., *Era zawirowań*, Warszawskie Wydawnictwo Literackie MUZA SA, Warszawa 2008.
- Kokoszcyński R., Łyziak T., Pawłowska M., Przystupa J., Wróbel E., *Mechanizm transmisji polityki pieniężnej – współczesne ramy teoretyczne, nowe wyniki dla Polski*, Materiały i Studia, z. 151, NBP, wrzesień 2002.
- Mishkin F.S., *Inflation Targeting and Emerging Market Countries*, National Bureau of Economic Research, Working Paper 7618, March 2000.

DETERMINANTS AND EFFECTS OF MONETARY POLICY OF THE MONETARY POLICY COUNCIL'S SECOND TERM

Summary: The paper attempts to characterize the main premises and the effects of monetary policy during the Monetary Policy Council's second term, in the years 2004-2009. This article aims to discuss not only the main factors determining the MPC in the years 2004-2009, but also their impact.