

Uniwersytet im. Adama Mickiewicza w Poznaniu
Wydział Nauk Politycznych i Dziennikarstwa

Marek Gola

**Decyzje Rady Polityki Pieniężnej a gospodarka Polski w latach 1998 –
2022. Analiza wpływu oraz możliwego upolitycznienia procesu
decyzyjnego**

Rozprawa doktorska napisana pod kierunkiem prof. UAM dr hab. Krzysztofa Urbaniaka



Poznań 2026

Spis treści

Wstęp	3
ROZDZIAŁ I Bank Centralny	11
1. Bank Centralny w państwie demokratycznym	11
1.1. Współczesny system – ustrój pieniężny	13
1.2. Główne banki centralne	17
1.3. Funkcje banku centralnego	23
1.4. Polityka pieniężna banku centralnego	25
1.5. Rynek pieniężny	27
1.6. Rola banku centralnego na rynku pieniężnym	30
1.7. Niezależność banku centralnego	32
1.8. Cel inflacyjny	35
1.9. Rola banku centralnego na rynku dewizowym	37
1.10. Funkcjonowanie rynku walutowego w gospodarce rynkowej	39
Podsumowanie	39
ROZDZIAŁ II Narodowy Bank Polski – podstawy prawne, cele, funkcje	41
1. Narodowy Bank Polski – podstawy prawne organizacji i działania	41
1.1. Podstawy prawne organizacji i działania Narodowego Banku Polskiego	42
2. Tryb powoływania konstytucyjnych organów Narodowego Banku Polskiego	45
2.1. Prezes NBP	45
2.2. Rada Polityki Pieniężnej	47
2.3. Zarząd NBP	50
2.4. KNF, KSF, Centrala i oddziały okręgowe NBP	52
3. Funkcje, zadania i rola Narodowego Banku Polskiego	53
3.1. Funkcje Narodowego Banku Polskiego	53
3.2. Cele banku centralnego w Polsce	58
4. Polityka gospodarcza a funkcje Narodowego Banku Polskiego	60
5. Cele i wyzwania NBP w świetle członkostwa Polski w Unii Europejskiej	62
6. Teoretyczne i praktyczne aspekty polityki pieniężnej	63
6.1. Założenia polityki pieniężnej	63
6.2. Stabilność finansowa	64
6.3. Inflacja	65
6.4. Inflacja bazowa w polityce pieniężnej	67
6.5. Ilościowa teoria pieniądza	68
6.6. Mechanizm transmisji stopy procentowej	69
Podsumowanie	74
ROZDZIAŁ III Polityka pieniężna w Polsce	76
1. Problemy polityki pieniężnej w Polsce	76
1.1. Niezależność Narodowego Banku Polskiego	77

1.2. Pozycja prawna Narodowego Banku Polskiego w wybranych projektach ustawy o NBP głównych partii politycznych – próby ograniczenia autonomii banku	79
1.3. Współpraca NBP z organami państwa	81
1.4. Bankowa komisja śledcza a wyrok Trybunału Konstytucyjnego	82
1.5. Polityka kursowa	85
1.6. Współczesne wyzwania stojące przed radą polityki pieniężnej	86
2. Strategie polityki pieniężnej	87
2.1. Strategie polityki pieniężnej oparte na celach pośrednich	89
2.2. Strategia bezpośredniego celu inflacyjnego	90
3. Uwarunkowania wprowadzenia strategii celu inflacyjnego w Polsce od 1998 r.	93
3.1. Główne modyfikacje strategii celu inflacyjnego NBP	94
3.2. Alternatywne strategie nowoczesne	95
4. Standardowe narzędzia – instrumenty polityki pieniężnej wykorzystywane w Polsce po 1989 r.	96
4.1. Istota i klasyfikacje instrumentów polityki pieniężnej	97
4.2. Instrumenty polityki kursowej	98
4.3. Rezerwa obowiązkowa	100
4.4. Operacje kredytowo-depozytowe	103
4.5. Operacje otwartego rynku	106
4.6. Niestandardowe instrumenty polityki pieniężnej	108
4.7. System instrumentów polityki pieniężnej w Polsce	110
4.8. Nowe trendy w polityce pieniężnej	111
Podsumowanie	113
ROZDZIAŁ IV Decyzje Rady Polityki Pieniężnej a gospodarka Polski w latach 1998–2022. Analiza wpływu oraz możliwego oddziaływania czynnika politycznego na proces decyzyjny	115
Wstęp	115
1. Członkowie Rady Polityki Pieniężnej w kolejnych kadencjach	117
2. Hanna Gronkiewicz-Waltz – Prezes NBP w latach 1998-2000 r.	127
3. Prezes Leszek Balcerowicz – od 10 stycznia 2001 do 10 stycznia 2007 r.	136
4. Prezes NBP Sławomir Skrzypek – od 10 stycznia 2007 do 10 kwietnia 2010 r.	154
5. Prezes NBP Marek Belka – od 11 czerwca 2010 do 20 czerwca 2016 r.	170
6. Prezes NBP Adam Glapiński – od 21 czerwca 2016 r.	191
6.1. Adam Glapiński – lata 2016 – 2019 – okres stagnacji	191
6.2. Adam Glapiński – rok 2020 pandemii Covid.....	205
6.3. Adam Glapiński – lata 2021-2022 – okres wysokiej inflacji	212
7. Analiza porównawcza decyzji RPP w latach 1998 – 2022.....	232
Zakończenie.	242
Bibliografia	247
Spis wykresów	258
Spis tabel	261
Spis ilustracji	262
Spis schematów	262

Wstęp

Przedmiotem niniejszej rozprawy jest analiza decyzji Rady Polityki Pieniężnej oraz ich wpływu na gospodarkę Polski w latach 1998–2022, prowadzona z perspektywy nauk o polityce. Rozprawa ma charakter interdyscyplinarny, ponieważ łączy analizę politologiczną z ustaleniami ekonomii, prawa oraz analizy instytucjonalnej, jednak jej zasadnicza oś interpretacyjna pozostaje politologiczna. Punktem wyjścia nie jest tu wyłącznie pytanie o ekonomiczną skuteczność polityki pieniężnej, lecz także pytanie o to, w jaki sposób instytucja publiczna formalnie wyposażona w wysoki stopień autonomii funkcjonuje w ramach szerzej rozumianej polityki państwa, w relacji do rządu, parlamentu, Prezydenta RP oraz do zmieniającego się otoczenia społeczno-politycznego.

Na gruncie politologii polityka gospodarcza może być rozumiana jako segment polityki publicznej i zarazem część szeroko rozumianej polityki państwa. Obejmuje ona zespół działań, decyzji i zaniechań instytucji publicznych, ukierunkowanych na kształtowanie procesów gospodarczych zgodnie z określonymi celami publicznymi. W tym sensie należy ona przede wszystkim do sfery policy, pozostając jednak w ścisłym związku z porządkiem instytucjonalnym państwa, a więc z wymiarem polity, oraz z rywalizacją interesów, konfliktami i napięciami właściwymi dla sfery politics. Tak rozumiana polityka gospodarcza nie wyczerpuje się w działaniach rządu sensu stricto. Obejmuje również aktywność tych instytucji państwa, które – choć wyposażone w konstytucyjnie lub ustawowo chronioną autonomię – uczestniczą w kształtowaniu warunków rozwoju gospodarczego, stabilności cen, kosztu pieniądza, skali kredytu i ogólnej równowagi makroekonomicznej. Do instytucji tych należy Narodowy Bank Polski, a w jego ramach przede wszystkim Rada Polityki Pieniężnej.

W takim ujęciu polityka pieniężna nie jest jedynie techniczną domeną ekonomii ani zamkniętym obszarem eksperckiego zarządzania parametrami monetarnymi. Jest ona szczególną formą działania publicznego, której skutki obejmują zarówno sferę gospodarczą, jak i społeczną oraz polityczną. Zmiany stóp procentowych, decyzje dotyczące rezerwy obowiązkowej, komunikacja banku centralnego czy sposób reagowania na kryzysy makroekonomiczne wpływają bowiem nie tylko na inflację i dynamikę kredytu, ale także na poziom aktywności gospodarczej, rozkład kosztów dostosowawczych pomiędzy grupami społecznymi, ocenę wiarygodności państwa oraz percepcję skuteczności instytucji publicznych. Z perspektywy nauk o polityce szczególnie interesujące staje się zatem to, w jaki sposób decyzje Rady Polityki Pieniężnej wpisują się w szerszą logikę polityki państwa,

jakie napięcia powstają pomiędzy autonomią banku centralnego a oczekiwaniami formułowanymi przez aktorów politycznych oraz kiedy i na jakich warunkach może pojawiać się ryzyko politycznego oddziaływania na proces decyzyjny.

Przedmiot pracy należy do nauk o polityce również dlatego, że decyzje RPP są zarazem decyzjami o podziale kosztów i korzyści w społeczeństwie. Zmiana stóp procentowych inaczej oddziałuje na kredytobiorców, inaczej na oszczędzających, odmiennie na budżet państwa, sektor bankowy, przedsiębiorców, rynek mieszkaniowy czy rynek pracy. W tym sensie polityka pieniężna nie jest neutralna społecznie i nie może być traktowana jako sfera całkowicie wyjęta spod analizy politologicznej. Dotyczy bowiem zarówno władztwa instytucjonalnego, jak i legitymizacji decyzji publicznych, konfliktów interesów oraz sporów o to, kto i w jakim zakresie powinien ponosić ciężary dostosowań gospodarczych. Z perspektywy państwa demokratycznego szczególnego znaczenia nabiera zatem pytanie, w jaki sposób godzić ekspercki charakter polityki pieniężnej z wymaganiami przejrzystości, odpowiedzialności i odporności na presję polityczną.

Interdyscyplinarny charakter niniejszej rozprawy sprawia, że znaczną część analizowanego materiału stanowią zagadnienia gospodarczo-ekonomiczne, instytucjonalne i prawne, dotyczące m.in. inflacji, stóp procentowych, strategii polityki pieniężnej, mechanizmu transmisji oraz skutków decyzji Rady Polityki Pieniężnej dla gospodarki. Nie zmienia to jednak politologicznego charakteru pracy. Materiał ten nie jest tu analizowany autonomicznie, z perspektywy właściwej naukom ekonomicznym, lecz podporządkowany pytaniom charakterystycznym dla nauk o polityce: o miejsce NBP i RPP w strukturze państwa, o relacje między autonomią instytucjonalną a polityką gospodarczą rządu oraz o granice możliwego oddziaływania czynnika politycznego na proces decyzyjny. Obecność rozbudowanego materiału gospodarczo-ekonomicznego wynika zatem z natury badanego problemu, ale pozostaje konsekwentnie podporządkowana perspektywie politologicznej.

Wybór tematu uzasadnia kilka przesłanek. Po pierwsze, lata 1998–2022 obejmują okres pełnego funkcjonowania Rady Polityki Pieniężnej po wejściu w życie Konstytucji RP z 1997 r. i ustawy o Narodowym Banku Polskim z 29 sierpnia 1997 r., a więc czas, w którym polski model bankowości centralnej uzyskał współczesne ramy ustrojowe. Po drugie, badany okres obejmuje kolejne, wyraźnie zróżnicowane fazy rozwoju państwa i gospodarki: końcowy etap transformacji ustrojowej, akcesję Polski do Unii Europejskiej, globalny kryzys finansowy, okres pokryzysowy, pandemię COVID-19 oraz wzrost inflacji związany z zaburzeniami podażowymi, ekspansją fiskalno-monetarną i konsekwencjami wojny w Ukrainie w 2022 r. Po trzecie, właśnie w tym okresie szczególnie wyraźnie ujawniały się

spory o zakres niezależności banku centralnego, relacje pomiędzy NBP a rządem oraz o to, czy decyzje RPP były podejmowane wyłącznie na podstawie przesłanek merytorycznych, czy też pozostawały wrażliwe na kontekst polityczny.

Warto przy tym podkreślić, że badany okres nie jest jednorodny ani pod względem gospodarczym, ani politycznym. Obejmuje on zarówno etap budowy wiarygodności nowego modelu bankowości centralnej, okres względnej stabilizacji i integracji europejskiej, jak i momenty silnych napięć: globalny kryzys finansowy, spowolnienia koniunkturalne, pandemiczne zamrożenie części aktywności gospodarczej oraz skok inflacyjny z lat 2021–2022. Zmieniały się również układy rządowe, poziom polaryzacji politycznej, oczekiwania społeczne wobec państwa oraz style komunikowania polityki pieniężnej. Dzięki temu rozprawa pozwala badać nie tylko pojedyncze decyzje, lecz także dynamikę relacji między autonomią banku centralnego a zmieniającą się logiką polityki państwa w dłuższym horyzoncie czasowym.

Istotnym motywem podjęcia tematu jest również to, że Rada Polityki Pieniężnej stanowi organ konstytucyjny, którego skład osobowy kształtowany jest przez podmioty legitymowane politycznie. Sam ten fakt nie przesądza jeszcze o politycznym charakterze decyzji RPP, ale czyni z niej wyjątkowo interesujący obiekt badania dla politologii. RPP znajduje się bowiem na przecięciu autonomii instytucjonalnej i politycznej legitymizacji państwa: z jednej strony ma chronić stabilność pieniądza i realizować politykę pieniężną w sposób względnie niezależny od bieżących sporów partyjnych, z drugiej zaś nie funkcjonuje poza państwem, lecz w jego strukturze, w warunkach zmiennej koniunktury politycznej, presji społecznej, konfliktów wokół polityki gospodarczej oraz debat o kosztach inflacji, bezrobocia i spowolnienia gospodarczego.

W dotychczasowej literaturze przedmiotu problematyka bankowości centralnej, niezależności NBP, strategii polityki pieniężnej oraz oddziaływania decyzji RPP na gospodarkę była podejmowana wielokrotnie, ale najczęściej z perspektywy ekonomicznej, prawnofinansowej albo instytucjonalno-opisowej. Ważne miejsce zajmują tu opracowania poświęcone bankowości centralnej i strategiom polityki pieniężnej autorstwa m.in. W. Przybylskiej-Kapuścińskiej, G. Paluszaka, B. Pietrzaka, A. Sławińskiego, A. Wojtyny, M. Belki czy J. Osiatyńskiego. W odniesieniu do pozycji ustrojowej NBP, założeń polityki pieniężnej i konstrukcji prawnej RPP istotne są również prace Z. Ofiarskiego, I. Krasia, M. Zaleskiej oraz autorów zajmujących się publicznoprawnym statusem banku centralnego. Z kolei z perspektywy szerszej polityki publicznej oraz relacji państwo–gospodarka użyteczne pozostają refleksje J. Hausnera i autorów badających governance, instytucjonalne

uwarunkowania polityk publicznych oraz rolę państwa w gospodarce.

Dorobek ten ma dużą wartość, ale pozostawia jednocześnie istotną lukę badawczą. Brakuje bowiem pracy, która ujmowałaby decyzje Rady Polityki Pieniężnej w całym okresie 1998–2022 jako przedmiot analizy politologicznej, a więc nie tylko jako reakcje na zmienne makroekonomiczne, lecz również jako element procesu decyzyjnego zachodzącego w ramach polityki państwa. W literaturze obecne są analizy pojedynczych kadencji, wybranych epizodów inflacyjnych, sporów wokół niezależności NBP lub komentarze do konkretnych decyzji stóp procentowych, rzadziej natomiast pojawia się ujęcie łączące cztery płaszczyzny jednocześnie: skład i układ sił w RPP, gospodarcze skutki decyzji, instytucjonalne relacje z rządem oraz problem możliwego oddziaływania czynnika politycznego na proces decyzyjny. Właśnie wypełnieniu tej luki poświęcona jest niniejsza rozprawa.

W dotychczasowych badaniach stosunkowo rzadko łączy się także analizę decyzji monetarnych z problemem legitymizacji instytucji publicznych i z pytaniem o relację między eksperckością a demokracją. Tymczasem z perspektywy nauk o polityce jest to kwestia podstawowa: bank centralny ma pozostawać odporny na doraźne naciski polityczne, ale zarazem jego decyzje dotyczą szerokich grup społecznych i wpływają na ocenę państwa przez obywateli. Rozprawa wpisuje się więc również w szerszą debatę o miejscu instytucji niezależnych w demokracji konstytucyjnej, o granicach ich autonomii oraz o tym, jak łączyć wysoką specjalizację decyzyjną z wymogami przejrzystości i odpowiedzialności publicznej.

W ujęciu badawczym szczególne znaczenie ma rozróżnienie między formalną a praktyczną niezależnością banku centralnego. Ujęcie formalne odsyła do konstytucyjnych i ustawowych gwarancji autonomii, sposobu powoływania organów oraz zakresu ich kompetencji. Ujęcie praktyczne wymaga natomiast zbadania, jak autonomia ta funkcjonowała w realnych warunkach konfliktu politycznego, kryzysów gospodarczych, presji opinii publicznej i zmieniających się większości politycznych. Rozprawa wychodzi z założenia, że dopiero połączenie obu tych perspektyw – normatywnej i empirycznej – pozwala rzetelnie ocenić znaczenie RPP jako instytucji polityki państwa oraz odróżnić zwykłe napięcia pomiędzy bankiem centralnym a rządem od sytuacji, w których można mówić o wzroście ryzyka politycznego oddziaływania na proces decyzyjny.

Głównym problemem badawczym rozprawy jest ustalenie, czy i w jakim zakresie decyzje Rady Polityki Pieniężnej wpływały na podstawowe procesy gospodarcze w Polsce w latach 1998–2022 oraz czy w analizowanym okresie można stwierdzić występowanie przesłanek wskazujących na możliwe oddziaływanie czynnika politycznego na proces decyzyjny RPP. Problem ten ma charakter dwojaki. Z jednej strony dotyczy rzeczywistej

skuteczności polityki pieniężnej jako narzędzia oddziaływania państwa na gospodarkę, z drugiej zaś odnosi się do pytania o granice autonomii banku centralnego w warunkach demokratycznego państwa, w którym kluczowe instytucje gospodarcze pozostają osadzone w strukturze politycznej i podlegają pośrednio logice rywalizacji politycznej.

Na potrzeby niniejszej rozprawy pojęcie możliwego upolitycznienia decyzji Rady Polityki Pieniężnej nie jest rozumiane jako sam fakt powoływania jej członków przez organy o politycznej legitymacji ani jako zwykła rozbieżność poglądów ekonomicznych pomiędzy członkami Rady. Przez możliwe upolitycznienie rozumie się sytuację, w której na proces podejmowania decyzji dotyczących polityki pieniężnej w sposób istotny i powtarzalny oddziałują czynniki związane z bieżącym interesem politycznym, logiką rywalizacji partyjnej, układem nominacyjnym albo kalendarzem politycznym, wykraczające poza konstytucyjnie dopuszczalny kontekst współdziałania Narodowego Banku Polskiego z organami państwa.

Tak rozumiane pojęcie ma w niniejszej pracy charakter analityczny, a nie publicystyczny. Sama zgodność decyzji RPP z interesem rządu, podobnie jak sam fakt występowania sporów wewnątrz Rady, nie stanowi jeszcze dowodu upolitycznienia. O jego możliwości można mówić dopiero wtedy, gdy występują dodatkowe przesłanki, takie jak trwały wzorzec głosowań, rozbieżność między decyzjami a deklarowaną strategią polityki pieniężnej, szczególna wrażliwość decyzji na otoczenie polityczne albo obecność pozamerytorycznych uzasadnień w komunikacji publicznej. Definicja ta zostaje przyjęta jako rama interpretacyjna dla całej rozprawy i będzie rozwijana w rozdziale IV poprzez zestawienie danych makroekonomicznych, wzorców głosowań, składu personalnego RPP oraz relacji między bankiem centralnym a aktorami politycznymi.

Celem głównym rozprawy jest zbadanie relacji między decyzjami Rady Polityki Pieniężnej a przebiegiem kluczowych procesów gospodarczych w Polsce w latach 1998–2022. Celem uzupełniającym jest ustalenie, czy w praktyce działania RPP można zidentyfikować przesłanki wskazujące na możliwe oddziaływanie czynnika politycznego na proces decyzyjny oraz czy oddziaływanie to miało znaczenie dla gospodarczych skutków podejmowanych decyzji. Odpowiednio do tak określonego celu rozprawa zmierza zarówno do opisu, jak i do wyjaśnienia badanego zjawiska: z jednej strony rekonstruuje przebieg decyzji RPP, z drugiej podejmuje próbę interpretacji ich sensu w perspektywie instytucjonalnej i politologicznej.

Realizacji powyższego celu służą następujące pytania badawcze:

– w jakim stopniu decyzje Rady Polityki Pieniężnej dotyczące stóp procentowych,

rezerwy obowiązkowej, operacji otwartego rynku i komunikacji banku centralnego oddziaływały na inflację, koszt kredytu, kurs walutowy, poziom aktywności gospodarczej oraz wybrane wskaźniki makroekonomiczne?

– czy decyzje Rady Polityki Pieniężnej były podejmowane w sposób zgodny z deklarowaną strategią polityki pieniężnej oraz z danymi makroekonomicznymi dostępnymi w chwili ich podejmowania?

– czy można wskazać związek między składem personalnym Rady Polityki Pieniężnej, trybem powoływania jej członków, wzorcami głosowań i decyzjami wywołującymi istotne skutki gospodarcze?

– czy w okresach napięć politycznych, kampanii wyborczych, zmian układu rządowego lub głębokich kryzysów gospodarczych pojawiały się przesłanki wskazujące na wzrost ryzyka politycznego oddziaływania na działalność RPP?

– jakie znaczenie dla funkcjonowania RPP miały relacje między Prezesem NBP, członkami Rady, rządem oraz szerszym otoczeniem politycznym i medialnym?

W pracy przyjęto również hipotezy badawcze, które porządkują dalszą analizę i będą weryfikowane w zakończeniu rozprawy. Hipoteza główna zakłada, że decyzje Rady Polityki Pieniężnej w latach 1998–2022 stanowiły istotny instrument polityki gospodarczej państwa, a ich gospodarcze skutki oraz podatność na czynnik polityczny były zróżnicowane w zależności od konfiguracji instytucjonalnej, składu personalnego RPP, relacji z rządem oraz przebiegu sytuacji makroekonomicznej.

Hipotezy szczegółowe przyjmują następujące brzmienie:

– decyzje RPP wywierały istotny wpływ na podstawowe procesy gospodarcze w Polsce, jednak wpływ ten miał charakter pośredni, zróżnicowany i opóźniony, zależny od mechanizmów transmisji polityki pieniężnej;

– stopień podatności procesu decyzyjnego RPP na oddziaływanie czynnika politycznego nie był stały w całym badanym okresie, lecz zmieniał się wraz z układem nominacyjnym w Radzie, pozycją Prezesa NBP oraz natężeniem sporów politycznych;

– ryzyko politycznego oddziaływania na decyzje RPP było wyższe w okresach silnej polaryzacji politycznej, kampanii wyborczych oraz kryzysów gospodarczych, gdy zwiększała się presja na krótkookresowe łagodzenie kosztów gospodarczych;

– sama zgodność decyzji RPP z oczekiwaniami rządu nie stanowi jeszcze dowodu upolitycznienia; o możliwości takiego oddziaływania można mówić dopiero przy współwystępowaniu dodatkowych przesłanek, takich jak trwałe wzorce głosowań, rozbieżność między decyzjami a deklarowaną strategią polityki pieniężnej i ponadprzeciętna

wrażliwość na otoczenie polityczne;

– z perspektywy politologicznej napięcie między autonomią banku centralnego a logiką polityki państwa stanowi stałą cechę funkcjonowania RPP, lecz jego natężenie i praktyczne skutki były różne w poszczególnych kadencjach.

Z perspektywy projektu badawczego ważne jest również to, że jednostką analizy nie jest wyłącznie pojedyncza decyzja stóp procentowych, lecz szerszy proces decyzyjny obejmujący: skład i układ sił w RPP, przebieg głosowań, publiczną komunikację banku centralnego, relacje z rządem oraz skutki makroekonomiczne ujawniające się z opóźnieniem. Taki sposób ujęcia pozwala uniknąć redukcji problemu do prostego zestawienia „decyzja – skutek”, a zarazem lepiej odpowiada politologicznemu rozumieniu działania instytucji publicznych, które funkcjonują nie tylko poprzez formalne akty decyzyjne, lecz także poprzez procedury, wzorce interakcji, praktyki komunikacyjne i struktury odpowiedzialności.

Rozprawa ma charakter interdyscyplinarny, jednak jej zasadnicza perspektywa pozostaje politologiczna. W pracy wykorzystano przede wszystkim analizę instytucjonalną, analizę polityk publicznych, podejście historyczno-porównawcze oraz analizę procesu decyzyjnego. Metody te zostały uzupełnione o pomocnicze wykorzystanie narzędzi ekonomicznych i prawnych. Analiza prawnodogmatyczna służy rekonstrukcji pozycji ustrojowej NBP i RPP, analiza ekonomiczna umożliwia ocenę skutków decyzji dla przebiegu procesów makroekonomicznych, natomiast analiza politologiczna pozwala badać relacje między instytucjami, układ aktorów, logikę sporów oraz obecność przesłanek możliwego oddziaływania czynnika politycznego. Taki dobór metod wynika z natury badanego zjawiska, które nie może zostać adekwatnie wyjaśnione wyłącznie przez jedną dyscyplinę.

W warstwie empirycznej badaniu poddano kolejne okresy przewodnictwa w RPP, wyniki głosowań, założenia polityki pieniężnej, komunikaty Narodowego Banku Polskiego, dane dotyczące inflacji, wzrostu gospodarczego, bezrobocia, rezerwy obowiązkowej, kursu walutowego oraz kluczowych decyzji stóp procentowych. Wykorzystano przede wszystkim akty normatywne, dokumenty NBP i RPP, oficjalne dane statystyczne, raporty inflacyjne, sprawozdania z realizacji polityki pieniężnej, literaturę naukową, opracowania eksperckie oraz materiały pomocnicze dotyczące składu personalnego RPP i przebiegu debat publicznych wokół polityki pieniężnej. Materiał ten został uporządkowany zarówno według kryterium problemowego, jak i według kolejnych kadencji oraz okresów przewodnictwa w NBP, co pozwala łączyć perspektywę diachroniczną z analizą instytucjonalno-decyzyjną.

Ważnym elementem konstrukcji pracy jest również przegląd dotychczasowej

literatury. W odniesieniu do niezależności banku centralnego, strategii polityki pieniężnej oraz ich skutków dla gospodarki szczególne znaczenie mają prace, które opisują instytucjonalne i ekonomiczne podstawy funkcjonowania NBP i RPP. Jednocześnie w literaturze tej wyraźnie widoczna jest przewaga perspektywy ekonomicznej i prawnej nad perspektywą politologiczną. Rozprawa niniejsza nie neguje wartości tego dorobku, ale podejmuje próbę jego uzupełnienia przez analizę, która traktuje politykę pieniężną jako część polityki państwa, a decyzje RPP jako szczególny rodzaj decyzji publicznych podejmowanych przez organ działający w warunkach autonomii, lecz nie w politycznej próżni.

Układ pracy podporządkowano realizacji tak określonego celu badawczego. W rozdziale pierwszym przedstawiono genezę i funkcje banku centralnego oraz podstawowe modele jego niezależności, ze szczególnym uwzględnieniem tych pojęć, które są niezbędne do analizy polityki pieniężnej jako segmentu polityki państwa. Rozdział drugi poświęcono pozycji ustrojowej, prawnej i instytucjonalnej Narodowego Banku Polskiego oraz konstrukcji jego organów, zwłaszcza Rady Polityki Pieniężnej, w celu ukazania warunków, w jakich przebiega proces decyzyjny. Rozdział trzeci dotyczy strategii i instrumentów polityki pieniężnej, a także mechanizmów transmisji decyzji RPP do gospodarki, dzięki czemu porządkuje ekonomiczne kryteria oceny późniejszych decyzji. Rozdział czwarty, stanowiący zasadniczą część rozprawy, zawiera analizę kolejnych kadencji RPP, składu personalnego Rady, wzorców głosowań, decyzji dotyczących polityki pieniężnej oraz ich wpływu na gospodarkę Polski, a także próbę oceny, czy i w jakim zakresie można mówić o możliwym oddziaływaniu czynnika politycznego na proces decyzyjny.

Zakończenie syntetyzuje wyniki badania i zawiera odpowiedzi na postawione pytania badawcze oraz ocenę, czy zgromadzony materiał pozwala potwierdzić przyjęte hipotezy. Intencją rozprawy nie jest aprioryczne przesądzenie, że każda decyzja RPP zgodna z interesem określonego obozu rządzącego ma charakter polityczny, ani że autonomia banku centralnego może być rozumiana jako całkowite odseparowanie od polityki państwa. Celem pracy jest raczej zrekonstruowanie rzeczywistego miejsca RPP w systemie polityczno-instytucjonalnym współczesnej Polski oraz zbadanie, jak w praktyce kształtowały się relacje między autonomią banku centralnego, logiką polityki gospodarczej państwa i skutkami gospodarczymi podejmowanych decyzji.

Rozdział I

Bank Centralny

1. Bank Centralny w państwie demokratycznym

Bankowość centralna, jaką obecnie znamy, wyewoluowała dopiero w XX wieku. W 1873 r. Walter Bagehot, ówczesny redaktor naczelny brytyjskiego czasopisma „The Economist”, twierdził, że bank centralny ma wyłączne prawo do emisji pieniądza i jest głównym ośrodkiem kierującym krajowym kapitałem. Zarówno emisja pieniądza, jak i kierowanie kapitałem kraju¹, pozostały pod kontrolą banku centralnego. Pomimo zmian w warunkach gospodarczych i społeczno-ekonomicznych, bank centralny nadal stoi w obliczu nowych wyzwań. W dzisiejszej gospodarce rynkowej funkcje banku centralnego obejmują przede wszystkim rolę emisyjną, rolę banku państwa oraz funkcję banku banków. Kluczowym zadaniem banku centralnego jest emisja pieniądza, która determinuje istotę bankowości centralnej². Innym istotnym zadaniem jest prowadzenie polityki pieniężnej, która ma zapewnić stabilność pieniądza.

Z perspektywy nauk o polityce bank centralny nie jest wyłącznie instytucją ekonomiczną, lecz szczególną instytucją publiczną, której pozycja ustrojowa, zakres autonomii oraz relacje z innymi organami państwa współkształtują sposób prowadzenia polityki gospodarczej. W tym sensie analiza banku centralnego dotyczy nie tylko mechanizmów monetarnych, ale także reguł podziału kompetencji, odpowiedzialności publicznej oraz ograniczania wpływu bieżącej rywalizacji politycznej na decyzje o długofalowym znaczeniu gospodarczym.

Gdy rozważa się problematykę stabilności w kontekście podstawowych funkcji banków centralnych na świecie, należy wskazać na dwa główne aspekty: stabilność cen i stabilność systemu finansowego³. Uznaje się, że są one ze sobą ściśle powiązane i wzajemnie wpływają na siebie, chociaż głównym i statutowym zadaniem banków centralnych jest zapewnienie stabilności monetarnej. Niska inflacja sprzyja efektywnej alokacji zasobów i w długim okresie sprzyja wzrostowi gospodarczemu, co z kolei prowadzi do tworzenia stabilnych warunków dla instytucji finansowych i ich klientów. Stabilny system finansowy

¹ W. Rutkowski, *Bank Centralny i polityka pieniężna*, Warszawa 2016, s. 9.

² M. Grabowska, *Istota bankowości centralnej*, „Acta Universitatis Wratislaviensis – Przegląd Prawa i Administracji” 2008, nr 3052, s. 75.

³ W. Rutkowski, op. cit., s. 9.

jest niezbędny dla skutecznej transmisji impulsów polityki pieniężnej do gospodarki i przyczynia się do utrzymania stabilności monetarnej.

Należy podkreślić, że choć stabilność cen jest postrzegana jako główny cel polityki banków centralnych, to jednak nie gwarantuje ona stabilności systemu finansowego⁴. Przykładem może być sytuacja Japonii na początku lat 90., gdy mimo niskiej inflacji narastały problemy sektora bankowego⁵. Dlatego osiągnięcie niskiej i stabilnej inflacji nie zwalnia banków centralnych z dbałości o stabilność finansów. Wielu ekonomistów, w tym były przewodniczący Federalnej Rezerwy Paul Volcker, uważa nawet, że pierwotnym celem banków centralnych powinno być zapewnienie stabilności systemu finansowego, ponieważ to ona jest warunkiem osiągnięcia stabilności cenowej⁶.

Mimo że banki centralne nie podważają znaczenia dbałości o stabilność systemu finansowego, to niektóre z nich mają to zapisane w swojej ustawie lub innym oficjalnym dokumencie prawnym. W większości przypadków ta rola jest traktowana niejawnie, a działania banków centralnych na rzecz stabilności systemu finansowego są ograniczone do zapewnienia efektywności i bezpieczeństwa systemu płatniczego. System płatniczy jest kluczowym elementem infrastruktury rynków finansowych, a jego sprawność i bezpieczeństwo są fundamentalne dla funkcjonowania systemu finansowego jako całości. Dlatego zapisy dotyczące wspierania sprawnego funkcjonowania systemu płatniczego są często interpretowane szerzej jako istotny wkład w zapewnienie stabilności całego systemu finansowego⁷.

W ciągu lat zakres zaangażowania banków centralnych w działania na rzecz realizacji dwóch głównych celów – stabilizacji cen i wspierania stabilności systemu finansowego – ewoluował wraz z zewnętrznymi warunkami. Po sukcesach polityki antyinflacyjnej w latach 80. i na początku lat 90. uwaga władz monetarnych zaczęła przesunąć się w stronę stabilności finansowej. W tym okresie banki centralne angażowały się w działania mające na celu łagodzenie skutków kryzysów, takich jak: kryzys bankowy w krajach skandynawskich na początku lat 90., upadek brytyjskiego banku Barings w 1995 r.⁸,

⁴ O. Szczepańska, P. Sotomska-Krzysztofik, M. Pawliszyn, *Banki centralne wobec kryzysów w systemie bankowym*, Warszawa 2004, s. 8.

⁵ H. Bilski, *Japonia – walka o odzyskanie silnej pozycji gospodarczej i finansowej*, Warszawa 2004, www.nbp.pl/publikacje/materialy_i_studia/. Zob. szerzej: M. Dobroczyński, *Ewolucja międzynarodowej pozycji gospodarki japońskiej*, Toruń 2004.

⁶ D. Kadłubowski, *Bezpieczeństwo rynku finansowego – rola Narodowego Banku Polskiego*, w: *Bezpieczeństwo rynku finansowego*, red. E. Fojcik-Mastalska, E. Rutkowska-Tomaszewska, Wrocław 2010, s. 33.

⁷ O. Szczepańska, P. Sotomska-Krzysztofik, M. Pawliszyn, op. cit., s. 8.

kryzys azjatycki w 1997 r.⁹ czy kryzys funduszu LTCM¹⁰. Także wzrost niepewności na kluczowych rynkach po ataku na World Trade Center we wrześniu 2001 r. skupił uwagę na znaczeniu banków centralnych i ich roli w zapewnianiu bezpieczeństwa instytucjom finansowym¹¹.

Z punktu widzenia niniejszej rozprawy znaczenie tego podrozdziału polega na wskazaniu, że ocena decyzji RPP wymaga badania nie tylko celu stabilności cen, lecz również relacji między stabilnością monetarną, stabilnością finansową i zakresem autonomii banku centralnego.

1.1. Współczesny system - ustrój pieniężny

Wymienialność pieniądza kruszcowego zawsze była jasna i oczywista. Jego wartość była określana przez zawartość kruszcu, a zamiana na inny pieniądź nie budziła wątpliwości. Natomiast stosunki między takimi pieniędzmi mogły być przedmiotem sporu.

Historia pieniądza przechodziła wiele etapów, a pojawienie się pieniądza papierowego i transakcji bezgotówkowych było jednym z kluczowych momentów w ewolucji systemów pieniężnych. Początkowo pieniądź miał charakter towarowy i był zabezpieczony przez kruszce, głównie złoto i srebro. Banknoty, czyli papierowe reprezentacje wartości kruszcu, wprowadziły nowe możliwości, ale również komplikacje. Banknoty te można było wymieniać na kruszec tylko wtedy, gdy system emisji funkcjonował poprawnie.

System waluty złotej, gdzie banknoty były wymienialne na złoto, funkcjonował do I wojny światowej. Jednakże, po zakończeniu wojny, ten system został zawieszony, a wraz z pojawieniem się wielkiego kryzysu lat 1929-1933, banknoty przestały być wymienialne na złoto. Klasyczny system waluty złotej został zastąpiony nowymi formami waluty, takimi jak waluta sztabowo-złota czy dewizowo-złota, gdzie wartość jednostki pieniężnej była określana przez państwo i wymienialna na dewizy¹².

W latach 70. XX wieku doszło do kluczowych zmian w międzynarodowym systemie walutowym, szczególnie związanych z decyzją prezydenta USA Richarda Nixona o

⁹ Kryzys azjatycki w 1997 roku był klęską finansową, która dotknęła kilka krajów w Azji Wschodniej i Południowo-Wschodniej, powodując znaczne turbulencje gospodarcze i finansowe.

¹⁰ Kryzys rozpoczął się, gdy rosyjski rząd ogłosił niewypłacalność na swoim długu, co doprowadziło do załamania się rynków finansowych w Rosji.

¹¹ O. Szczepańska, P. Sotomska-Krzysztofik, M. Pawliszyn, op. cit., s. 8.

¹² W. Rutkowski, op. cit., s. 13

zawieszeniu wymienialności dolara amerykańskiego na złoto¹³. To wydarzenie symbolicznie zakończyło epokę, w której pieniądź był powiązany z kruszcami, a otworzyło drogę dla nowych form pieniądza, liberalizacji przepływów kapitału i rozwoju rynków finansowych¹⁴.

Konferencja ONZ w Bretton Woods w 1944 roku była historycznym i jednym z najważniejszych wydarzeń w historii międzynarodowego systemu finansowego po II wojnie światowej, które zaowocowało powstaniem dwóch kluczowych instytucji finansowych: Międzynarodowego Funduszu Walutowego (MFW) i Banku Światowego. Statut MFW określił zasady funkcjonowania systemów pieniężnych krajów członkowskich, a kluczową rolę w tym systemie odegrał dolar amerykański¹⁵.

System waluty dolarowo-dewizowej, ustalony na konferencji w Bretton Woods, faktycznie zaczął funkcjonować dopiero pod koniec lat 50. XX wieku, gdy państwa członkowskie MFW zaczęły stopniowo znosić ograniczenia dewizowe. System ten opierał się na wymienialności dolara amerykańskiego na złoto, a banki centralne miały prawo dokonywania takiej wymiany tylko w dolarach. Kursy walut były ustalane w oparciu o dolar amerykański, który jako jedyna waluta był wówczas wymienialna na złoto¹⁶.

W styczniu 1976 roku na konferencji w Kingston na Jamajce zalegalizowano system kursów płynnych, który został wprowadzony do artykułów Porozumienia MFW w 1978 roku¹⁷. Ten system dopuszczał różne sposoby ustalania kursów walut, w tym ustalanie kursów w oparciu o główne waluty, takie jak dolar amerykański czy euro¹⁸.

System kursów płynnych, mimo że nie spełnił wszystkich oczekiwań, okazał się bardziej realny i bezpieczny niż wcześniejszy system kursów stałych. Pomimo różnych problemów, jakie się pojawiały, system ten ułatwił bankom centralnym prowadzenie polityki pieniężnej i pomógł w łagodzeniu zaburzeń w gospodarce światowej.

Jest to więc przykład ewolucji międzynarodowych systemów finansowych, które odzwierciedlają zmieniające się realia gospodarcze i polityczne na przestrzeni lat.

Międzynarodowy Fundusz Walutowy (MFW), utworzony w lipcu 1944 roku na konferencji ONZ w Bretton Woods, ma za zadanie zapewnienie stabilności międzynarodowego systemu walutowego poprzez monitorowanie polityki gospodarczej

¹³ Ibidem, s. 14

¹⁴ K. Twarowska-Mól, *System z Bretton Woods i jego dziedzictwo*, Warszawa 2022, s. 2.

¹⁵ W. Rutkowski, op. cit., s. 14.

¹⁶ Ibidem, s. 15.

¹⁷ Ibidem, s. 17.

¹⁸ Ibidem, s. 18.

krajów członkowskich oraz udzielanie kredytów w celu wyrównania chwilowych zakłóceń w bilansie płatniczym.

Podstawowa misja MFW polega na monitorowaniu systemów pieniężnych krajów członkowskich, promowaniu stabilności gospodarczej oraz podnoszeniu poziomu życia. Instytucja ta prowadzi analizy globalnych perspektyw gospodarczych, rynków finansowych oraz sytuacji finansów publicznych. Prezentowane są okresowe oceny globalnych perspektyw w swoich „Prognozach światowych”, oceny rynków finansowych w „Globalnym raporcie o stabilności finansowej”, o rozwoju sytuacji w finansach publicznych w „Monitorze fiskalnym” oraz o pozycji zewnętrznej największych gospodarek w „Raporcie sektora zewnętrznego” oraz szereg regionalnych perspektyw gospodarczych¹⁹.

Działalność MFW obejmuje udzielanie kredytów krajom członkowskim poprzez rachunek ogólny oraz różne ułatwienia kredytowe. Kredyty te mają na celu wsparcie wyrównania bilansu płatniczego i są udzielane na określone warunki, w tym związane z proporcją do udziału kraju w kapitale zakładowym MFW²⁰.

Organizacyjna struktura MFW obejmuje Radę Gubernatorów, Międzynarodowy Komitet Monetarno-Finansowy (IMFC) oraz Zarząd. Codzienną pracę nadzoruje 24-osobowy zarząd, a Dyrektor Zarządzający jest szefem personelu MFW. Struktura ta zapewnia, że MFW ma odpowiednie mechanizmy decyzyjne i wykonawcze do efektywnego zarządzania globalnymi sprawami finansowymi, monitorowania gospodarek krajowych i wspierania stabilności finansowej na świecie. Dzięki temu MFW może skutecznie reagować na zmieniające się warunki globalne i kryzysy gospodarcze, wspierając jednocześnie rozwój gospodarczy i redukcję ubóstwa w krajach członkowskich²¹.

MFW emituje również Specjalne Prawa Ciągnięcia (SDR), międzynarodowy zasób rezerwowy, który może uzupełniać rezerwy krajów członkowskich. Środki finansowe MFW pochodzą głównie z kwot członkowskich oraz porozumień kredytowych, takich jak Nowe Uzgodnienia dotyczące Zaciągania Pożyczek (NAB) i dwustronne umowy pożyczkowe (BBA).

Polska była członkiem MFW od chwili jego założenia aż do 1950 roku, gdy na własny wniosek wystąpiła. O ponowne przyjęcie zawnioskowała w 1981 r., na skutek czego przyjęto ją pięć lat później. Współpraca Polski z Międzynarodowym Funduszem

¹⁹ Strona internetowa MFW: www.imf.org (Data dostępu 22.01.2026 r.).

²⁰ Z.M. Doliwa-Klepaczki, *Encyklopedia organizacji międzynarodowych*, Warszawa 1999, s. 380–381.

²¹ Strona internetowa MFW: www.imf.org (Data dostępu 22.01.2026 r.).

Walutowym w latach 90. XX w. obejmuje zorientowana była na rok 1996, kiedy współpraca koncentrowała się na przebudowie polskiej gospodarki, i od początku roku 1997, kiedy orientowała się na wspieranie Polski w jej dążeniach do uzyskania członkostwa w Unii Europejskiej²².

Działalność MFW ma na celu zapewnienie stabilności międzynarodowego systemu finansowego oraz wspieranie rozwoju gospodarczego krajów członkowskich. W związku z powyższym, liberalizacja rynków dewizowych w krajach członkowskich MFW oraz zainteresowanie sprawą wymienialności doprowadziły do wprowadzenia tzw. wymienialności zewnętrznej w wielu krajach. Polegała ona na zezwoleniu wszystkim nierezydentom na wymianę dewizy ich dochodów otrzymywanych w walucie danego kraju po kursie oficjalnym²³.

Wprowadzenie wymienialności nie jest zadaniem łatwym i wymaga spełnienia kilku warunków. Po pierwsze, konieczny jest stan równowagi bilansu płatniczego, osiągnięty dzięki realnemu kursowi wymiany waluty krajowej. Po drugie, potrzebne są odpowiednie rezerwy dewizowe. Po trzecie, istotne jest ograniczenie inflacji waluty krajowej, aby uniknąć ciągłej dewaluacji po wprowadzeniu wymienialności. Wreszcie, konieczne jest dostosowanie struktury cen wewnętrznych do cen światowych.

Z powyższych powodów, wprowadzenie pełnej wymienialności waluty krajowej jest możliwe tylko przy zaangażowaniu sprawnie działającego banku centralnego. Ta instytucja jest odpowiedzialna za zapewnienie odpowiednich warunków i przeprowadzenie procesu wprowadzenia wymienialności²⁴.

Zasadniczy wniosek jest taki, że współczesny system pieniężny opiera się na pieniądzu fiducyjnym i kursach płynnych, co zwiększa odpowiedzialność banku centralnego za stabilność cen i wiarygodność polityki pieniężnej. To właśnie w takich warunkach wiarygodność i przewidywalność banku centralnego stają się jednym z podstawowych kryteriów oceny decyzji RPP oraz ich odporności na czynnik polityczny. W warunkach pieniądza fiducyjnego i kursów płynnych znaczenie banku centralnego rośnie nie tylko w wymiarze ekonomicznym, ale także politycznym, ponieważ od jego wiarygodności zależy skuteczność jednego z podstawowych segmentów polityki gospodarczej państwa. Oznacza to, że ocena decyzji RPP wymaga uwzględnienia nie tylko

²² E. Latoszek, M. Proczek, *Organizacje międzynarodowe. Założenia, cele, działalność*, Warszawa 2001, s. 215–217.

²³ W. Rutkowski, op. cit., s. 20.

²⁴ Ibidem, s. 22.

wskaźników makroekonomicznych, lecz także instytucjonalnych warunków prowadzenia polityki pieniężnej.

1.2. Główne Banki Centralne

Przyjęcie euro jako jednolitej waluty spowodowało, że państwa członkowskie UE, które należą do strefy euro, zrzekły się suwerenności w kwestiach monetarnych. Europejski Bank Centralny (EBC) przejął odpowiedzialność za prowadzenie polityki pieniężnej w strefie euro jako główna instytucja Europejskiego Systemu Banków Centralnych (ESBC). Europejski Bank Centralny ma osobowość prawną. ESBC obejmuje EBC oraz banki centralne wszystkich państw członkowskich UE, niezależnie od tego, czy przyjęły euro. Eurosystem obejmuje EBC oraz banki centralne państw strefy euro. Zgodnie z Traktatem ustanawiającym Wspólnotę Europejską, EBC został ustanowiony jako wyspecjalizowana, niezależna instytucja odpowiedzialna za politykę pieniężną i inne związane z nią funkcje. Zorganizowanie EBC jako banku centralnego wynika z charakteru polityki pieniężnej, która przede wszystkim opiera się na operacjach na rynku finansowym²⁵.

Rozpoczęcie działalności Europejskiego Banku Centralnego miało miejsce 1 czerwca 1998 roku, zakończyła się wtedy działalność Europejskiego Instytutu Walutowego. ESBC powstał 1 czerwca 1998 r. i obejmuje EBC oraz banki centralne wszystkich państw członkowskich UE. Od 1999 r. w ramach ESBC wyodrębniono Eurosystem, obejmujący EBC i banki centralne państw, które przyjęły euro²⁶.

Strefa euro powstała w styczniu 1999 roku, gdy banki centralne jedenastu państw członkowskich UE przekazały swoje kompetencje dotyczące polityki pieniężnej na rzecz EBC. W kolejnych latach do strefy euro dołączały kolejne państwa członkowskie. Dwa lata później do strefy euro dołączyła Grecja, w 2007 roku Słowenia, w 2008 roku Cypr i Malta, w 2009 roku Słowacja, w 2011 roku Estonia, w 2014 roku Łotwa, a w 2015 roku przystąpiła Litwa. Proces integracji europejskiej zależał od wielu czynników determinujących jej kształt i tempa rozwoju. Jednym z elementów budowy silnej, stabilnej gospodarczo wspólnoty

²⁵ H.K. Scheller, *Europejski Bank Centralny – historia, rola, funkcje*, Frankfurt/M 2006, <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/ecbhistoryrolefunctions2006pl.pdf>, s. 43–45.

²⁶ *Ibidem*, s. 46

państw europejskich, było utworzenie strefy euro i EBC jako nowej instytucji o charakterze ponadnarodowym²⁷.

Model europejski stanowi punkt odniesienia dla analizy niezależności banku centralnego, relacji między centrum decyzyjnym a bankami krajowymi oraz standardów odpowiedzialności za stabilność cen.

Bank Centralny Wielkiej Brytanii²⁸, nazywany także „obroncą brytyjskiej waluty”, założony w roku 1694 należy do najstarszych banków centralnych świata. Od powstania do 1946 roku był prywatną instytucją akcjonariuszy. W zamian za finansowanie w postaci zakupu obligacji na potrzeby wojny z Francją, bank otrzymał pewne przywileje; był jedynym bankiem akcyjnym dozwolonym w Anglii w tamtym czasie (w przeciwieństwie do Szkocji) i wyraźnie cieszył się przychylnością rządu. Gdy powołano go w 1694 roku, nie miał on statusu banku centralnego, gdyż w XVII wieku taka koncepcja jeszcze nie istniała. Ustanowiono go na mocy Aktu Parlamentarnego, który wymagał regularnego ponownego rozważenia²⁹.

Chociaż Bank Anglii przez długi czas był własnością prywatną, jego działania były określane przez rząd i ustawodawstwo. Z upaństwowieniem w 1946 roku stał się własnością państwa, co dało rządowi prawo do mianowania zarządu i dyrektorów, oraz wydawania instrukcji bankowych. Mimo to, to drugie uprawnienie nigdy nie było wykorzystane.

Europejski Mechanizm Kursowy (ERM) powstał w 1979 roku w celu ograniczenia zmienności kursów walutowych i osiągnięcia stabilności monetarnej w Europie. Wielka Brytania przystąpiła do ERM w 1990 roku³⁰, ale po wysokich stopach procentowych i interwencjach na rynkach walutowych, rząd w 1992 roku zdecydował o wycofaniu się z systemu, również pod wpływem działań George'a Sorosa. Nowy rząd laburzystowski w maju 1997 roku przyznał Bankowi Anglii niezależność w ustalaniu polityki pieniężnej, dając mu swobodę od codziennej ingerencji politycznej. Bank nadal pozostaje jednak pod kontrolą rządu brytyjskiego i działa w ramach ustalanych przez niego ram³¹.

Bank Anglii ma określone obowiązki ustawowe dotyczące polityki stóp procentowych, stabilności finansowej, jak i wzajemnych stosunków pomiędzy bankami i agencjami odpowiadającymi za sektor ubezpieczeń. Świadczy także usługi bankowe, takie

²⁷ Strona internetowa Europejskiego Banku Centralnego: www.ecb.europa.eu. (Data dostępu 22.01.2026 r.).

²⁸ Bank Anglii został założony w 1694 roku jako bank prywatny, mający początkowo wspierać finansowanie wojen Anglii z Francją. W 1946 roku został upaństwowiony i stał się bankiem centralnym Wielkiej Brytanii.

²⁹ Ch. Goodhart, *The Bank of England*, Cambridge 2018, s. 2

³⁰ ERM był mechanizmem strefy euro, który miał na celu stabilizację kursów wymiany walut między uczestniczącymi państwami.

³¹ Strona internetowa Banku Anglii: www.bankofengland.co.uk (Data dostępu 22.01.2026 r.).

jak udzielanie pożyczek innym bankom oraz krajom. Jest niezależny od rządu w sposób, w jaki realizuje swoje obowiązki. Bank Anglii działa w ramach wytyczonych przez rząd, ale niezależnie od codziennych wpływów politycznych. Bankiem kieruje Court of Directors (Sąd Dyrektorów), mianowany przez królową z polecenia premiera i kanclerza skarbu, a decyzje w zakresie stóp procentowych podejmuje Monetary Policy Committee (Komitet Polityki Pieniężnej - MPC). Komitet ten składa się z prezesa i wiceprezesów Banku Anglii, dwóch dyrektorów wykonawczych oraz czterech członków mianowanych przez kanclerza skarbu. Protokoły z posiedzeń MPC zawierają szczegółową ocenę sytuacji gospodarczej kraju (także na rynkach finansowych) oraz świata. Komitet publikuje kwartalny raport inflacyjny, zawierający informacje na temat sytuacji gospodarczej i pieniężnej kraju oraz prognozy dotyczące inflacji i produkcji. Sąd Dyrektorów Niewykonawczych jest częścią Komisji Dyrektorów i obejmuje wszystkich dyrektorów niewykonawczych. Przewodniczącym tego komitetu nominuje kanclerz skarbu. Do zadań Komitetu należy nadzór nad realizacją obowiązków nałożonych na Bank Anglii.

Do momentu uzyskania niezależności operacyjnej w 1997 roku, Bank Anglii podejmował decyzje w sprawie celów i instrumentów polityki pieniężnej na polecenie Ministerstwa Skarbu. Po uzyskaniu tej niezależności, Bank Anglii samodzielnie decyduje o instrumentach, które powinny być stosowane do realizacji celu inflacyjnego wyznaczonego przez rząd. Ustawa z 1998 roku wymaga, by kanclerz skarbu co najmniej raz na dwanaście miesięcy określił pojęcie „stabilność cen” dla Banku Anglii. Odpowiedni dokument w tej sprawie jest przekazywany Komitetowi Polityki Pieniężnej w marcu każdego roku³².

Bank Anglii to instytucja publiczna, która jest zobowiązana do odpowiedzialności przed obywatelami Wielkiej Brytanii poprzez parlament³³. Jego misją jest wspieranie dobra obywateli poprzez utrzymanie stabilności monetarnej i finansowej. Bank ściśle współpracuje zarówno z krajowymi, jak i międzynarodowymi instytucjami. Zgodnie z przepisami Ustawy o Banku Anglii, jego cele polityki pieniężnej obejmują utrzymanie stabilności cen oraz, równocześnie, wsparcie celów gospodarczych rządu, w tym wzrostu gospodarczego i zatrudnienia. W modelu Banku Anglii stabilność cen jest realizowana w ramach celu inflacyjnego wyznaczonego przez rząd, przy jednoczesnym uwzględnianiu

³² L. Oręziak, *Bank Anglii jako bank centralny Wielkiej Brytanii*, „Bank i Kredyt” 2006, nr 8, dodatek „Bankowość centralna”, s. 11.

³³ Bank Anglii jest instytucją niezależną, która nie podlega bezpośrednio parlamentarnej odpowiedzialności, ale jest zobowiązana do przestrzegania swojego mandatu i do raportowania swoich działań przed parlamentem i społeczeństwem. Jego niezależność ma na celu zapewnienie stabilności i niezawisłości w podejmowaniu decyzji dotyczących polityki monetarnej i finansowej.

celów gospodarczych rządu. Bank centralny strefy euro ma bardziej precyzyjnie zdefiniowany kierunek polityki pieniężnej niż Bank Anglii³⁴.

Akt prawny ustanawiający Niemiecki Bank Federalny (Bundesbank) nakazywał mu wspieranie polityki rządu federalnego, przy zachowaniu niezależności w sprawowaniu swoich funkcji. Priorytetem było umożliwienie Bundesbankowi skutecznej walki z inflacją, przy jednoczesnym zapewnieniu stabilności waluty. Po Traktacie o Unii Monetarnej, Ekonomicznej i Społecznej między Republiką Federalną Niemiec a Niemiecką Republiką Demokratyczną w 1990 roku, marka niemiecka stała się jedynym środkiem płatniczym na terenie obu państw, co spowodowało, że odpowiedzialność za politykę pieniężną przejęła Bundesbank. Po zjednoczeniu Niemiec w 1990 roku, Deutsche Bundesbank stał się bankiem centralnym zjednoczonych Niemiec³⁵.

Bundesbank został utworzony w 1957 roku jako bank centralny Republiki Federalnej Niemiec, z siedzibą we Frankfurcie nad Menem. Pełni on funkcje banku państwa, banku emisyjnego i banku banków, jest autonomiczny i niezależny od rządu, ale jednocześnie wspiera rządową politykę gospodarczą. Bank reguluje obieg pieniądza, prowadzi politykę kredytową, zarządza rezerwami dewizowymi i złotem, oraz nadzoruje działalność innych banków we współpracy z Federalnym Biurem Nadzoru Bankowego³⁶.

Główne zadania Bundesbanku obejmują funkcje banku banków, banku rządu, oraz odpowiedzialność za dystrybucję euromonet i zaopatrzenie niemieckich instytucji kredytowych w pieniądź. Bank współpracuje w nadzorze nad bankami komercyjnymi i publikuje raporty bankowe i ekonomiczne, a jego wygenerowany zysk przekazywany jest do budżetu państwa³⁷.

System bankowy w Niemczech rozwijał się przez wieki, dostosowując się do zmieniających się warunków rynkowych. Mimo że początki bankowości sięgają końca XI wieku, największy rozwój nastąpił w okresie rewolucji przemysłowej, kiedy to kształtował się współczesny system bankowy niemiecki. System ten jest uznawany za jeden z najbardziej efektywnych i bezpiecznych na świecie, a jego zadania w ramach polityki pieniężnej ograniczają się do wykonywania poleceń Europejskiego Banku Centralnego³⁸.

³⁴ Strona internetowa Banku Anglii: www.bankofengland.co.uk (Data dostępu 22.01.2026 r.).

³⁵ W. Rutkowski, *Bank Centralny i polityka pieniężna*, Warszawa 2016, s. 37

³⁶ Strona Internetowa Niemieckiego Banku Federalnego: www.bundesbank.de (Data dostępu 22.01.2026 r.).

³⁷ A. Dąbkowska, *Struktura i rola systemu bankowego Republiki Federalnej Niemiec w gospodarce*, „Rocznik Ekonomii i Zarządzania” 2014, t. 6(42), nr 2, s. 24.

³⁸ *Ibidem*, s. 23.

Od 1 stycznia 1999 r. Deutsche Bundesbank stała się integralną częścią Europejskiego Systemu Banków Centralnych. W 2002 roku, poprzez nowelizację aktu dotyczącego Bundesbanku, zlikwidowano Radę Banku Centralnego, pozostawiając jedynie zarząd, który obecnie składa się z siedmiu osób: prezesa, wiceprezesa oraz pięciu członków mianowanych przez rząd federalny. Bundesbank przestał być zatem samodzielną instytucją, a jego oficjalną walutą stało się euro³⁹.

Utworzenie Systemu Rezerwy Federalnej (Fed) w Stanach Zjednoczonych 23 grudnia 1913 roku oraz rozpoczęcie działalności dwunastu regionalnych banków centralnych 16 listopada 1914 roku nie przyczyniło się do wzmocnienia stabilności sektora bankowego USA ani nie zapewniło elastycznej polityki pieniężnej, dostosowanej do fluktuacji cyklu koniunkturalnego. System Rezerwy Federalnej, zgodnie z pierwotnymi założeniami, składał się z dwunastu oddzielnych, współpracujących banków centralnych, których głównym celem było zapewnienie stabilności systemu bankowego poprzez udzielanie kredytów dyskontowych członkowskim bankom handlowym w celu utrzymania ich płynności finansowej⁴⁰.

Rada Rezerwy Federalnej, która później przekształciła się w Radę Gubernatorów, miała kontrolować instrument dyskonta, jednak w końcu dominowała w tej dziedzinie. Początkowo System Rezerwy Federalnej nie miał za zadanie kierować polityką monetarną, ale raczej elastycznie regulować dostępność kredytu dla banków w celu zapobieżenia panice bankowej i stymulowania aktywności gospodarczej podczas recesji. Jednakże wraz z rozwojem czasu jego rola ewoluowała⁴¹.

Rezerwa Federalna jest bankiem centralnym Stanów Zjednoczonych i pełni kilka funkcji w celu promowania skutecznego funkcjonowania gospodarki USA oraz interesu publicznego. Funkcje FED obejmują prowadzenie polityki pieniężnej nastawionej na osiągnięcie wysokiego poziomu zatrudnienia stabilności cen oraz umiarkowanych długoterminowych stóp procentowych a także działania na rzecz utrzymania stabilności systemu finansowego i ograniczania ryzyka mogącego zagrozić całej gospodarce. FED nadzoruje również kondycję i bezpieczeństwo instytucji finansowych oraz ocenia ich wpływ na funkcjonowanie systemu finansowego jako całości. Dba ponadto o sprawne i bezpieczne działanie systemów płatniczych i rozliczeniowych oraz angażuje się w ochronę

³⁹ W. Rutkowski, op. cit., s. 38.

⁴⁰ F.S. Mishkin, *Ekonomika pieniądza, bankowości i rynków finansowych*, Warszawa 2002, s. 505.

⁴¹ P. Borowski, *Polityka finansowa Systemu Rezerwy Federalnej Stanów Zjednoczonych Ameryki podczas wielkiego kryzysu lat 1929–1933*, „Miscellanea Historico-Iuridica” 2011, t. X, s. 147–148.

konsumentów i wspieranie rozwoju społeczności poprzez nadzór ukierunkowany na potrzeby obywateli i inicjatywy sprzyjające rozwojowi gospodarczemu⁴².

Poprzez te działania Rezerwa Federalna stara się zapewnić stabilność finansową i gospodarczą oraz chronić interesy konsumentów w Stanach Zjednoczonych.

Ustanawiając System Rezerwy Federalnej (Fed), Stany Zjednoczone zostały podzielone na dwanaście dystryktów, z których każdy zawierał oddzielnie działający bank rezerwowy. Granice tych dystryktów opierały się na dominujących regionach handlowych istniejących w 1913 roku, co oznaczało, że nie zawsze pokrywały się one z granicami stanów⁴³.

Początkowo każdy z dwunastu banków rezerwowych działał niezależnie od pozostałych. Zakładano, że zmienność stóp dyskontowych, czyli stóp procentowych obciążających banki komercyjne za pożyczanie środków od banku rezerwowego, będzie głównym narzędziem polityki pieniężnej. Jednakże w miarę jak gospodarka stawała się bardziej zintegrowana, potrzeba współpracy i koordynacji między bankami wzrosła.

W 1933 i 1935 roku, podczas rewizji Ustawy o Rezerwie Federalnej, powstał Federalny Komitet Otwartego Rynku (FOMC), który miał wspierać koordynację w ramach systemu⁴⁴. Ustawa o kontroli monetarnej z 1980 roku jeszcze bardziej zwiększyła stopień koordynacji między bankami rezerwowymi poprzez standaryzację usług finansowych i funkcji wsparcia.

W skład Systemu Rezerwy Federalnej wchodzi trzy główne podmioty: Rada Gubernatorów, banki rezerwowe oraz Federalny Komitet Otwartego Rynku (FOMC). Rada Gubernatorów, z siedzibą w Waszyngtonie, zarządza całym systemem, nadzoruje banki rezerwowe i ustala ogólne wytyczne polityki pieniężnej. Jej siedmiu członków jest nominowanych przez prezydenta i zatwierdzanych przez Senat, a każdy pełni czternastoletnią kadencję.

FOMC, złożony z członków Rady Gubernatorów i prezesów regionalnych banków rezerwowych, ustala konkretną politykę pieniężną⁴⁵. Banki rezerwowe, choć posiadają nieco ograniczoną autonomię w porównaniu z początkowymi założeniami, nadal pełnią istotną

⁴² Strona internetowa Systemu Rezerwy Federalnej: www.federalreserve.gov (Data dostępu 22.01.2026 r.).

⁴³ Ibidem.

⁴⁴ Federalny Komitet Otwartego Rynku (FOMC) z FOMC został pierwotnie ustanowiony przez Banking Act of 1933, a jego obecna konstrukcja została ukształtowana przez Banking Act of 1935; w tej formie zaczął funkcjonować od 1936 - federalreservehistory.org.

⁴⁵ FOMC jest kluczowym organem decyzyjnym w ramach Federalnego Systemu Rezerwy Federalnej, odpowiedzialnym za kształtowanie i realizację polityki pieniężnej USA. Decyzje podejmowane przez FOMC mają istotny wpływ na koszt kredytu, poziom inflacji, bezrobocie oraz ogólną aktywność gospodarczą w Stanach Zjednoczonych.

rolę w systemie finansowym, wspierając cele polityki pieniężnej i nadzorując instytucje finansowe na swoim obszarze⁴⁶.

Rada Gubernatorów odpowiada za nadzór nad bankami rezerwowymi, nadzór nad ich operacjami, a także za promowanie sprawiedliwego i przejrzystego rynku usług finansowych dla konsumentów. Jest to organ decyzyjny, który wpływa na kształtowanie polityki pieniężnej i nadzór nad instytucjami finansowymi w Stanach Zjednoczonych⁴⁷.

1.3. Funkcje Banku Centralnego

Wiek XX przyniósł wiele nowych doświadczeń i wyzwań dla banków centralnych, które ewoluowały w odpowiedzi na zmieniające się potrzeby gospodarcze i finansowe. Od Wielkiego Kryzysu lat 30. wiele się nauczono na temat roli banku centralnego w systemie finansowym i sposobów przekazywania polityki pieniężnej do realnej sfery gospodarki. Banki centralne przez lata przypisywano różne priorytety, w zależności od panujących warunków gospodarczych i zmieniających się poglądów na politykę pieniężną. Początkowo po II wojnie światowej, w ramach systemu Bretton Woods, skupiano się na zapewnieniu stabilności kursów walut. W latach 70. następowało dążenie do krótkoterminowej stabilizacji makroekonomicznej, a w latach 80. skoncentrowano się na stabilizacji monetarnej⁴⁸. Lata 90. przyniosły sukces w dążeniu do utrzymania niskiej inflacji, głównie poprzez wprowadzenie strategii bezpośredniego celu inflacyjnego (BCI). Jednakże, pomimo osiągnięć w dziedzinie stabilności cen, fale kryzysów finansowych wstrząsnęły opinią publiczną i postawiły banki centralne w obliczu nowych wyzwań. Stabilność finansowa stała się ponownie priorytetem, co znalazło wyraz w zwiększonym zaangażowaniu banków centralnych w działania na rzecz bezpieczeństwa systemów płatności oraz w rosnącej roli prewencyjnych metod analizy mikro- i makroostrożnościowej⁴⁹.

Bank centralny pełni swoją rolę w systemie finansowym realizując dziewięć dedykowanych mu funkcji⁵⁰:

⁴⁶ Strona internetowa Systemu Rezerwy Federalnej: www.federalreserve.gov (Data dostępu 22.01.2026 r.).

⁴⁷ Ibidem.

⁴⁸ Barro R.J., Grilli V., *European Macroeconomics*, 1994, Macmillan Press, New York.

⁴⁹ P. Sotomska-Krzysztofik, O. Szczepańska, *Polityka informacyjna banków centralnych jako instrument wspierania stabilności systemu finansowego*, Warszawa 2006.

⁵⁰ W. Rutkowski, op. cit., s. 31–33.

1. Kredytodawca ostatniej instancji: Bank centralny udziela kredytów bankom handlowym w sytuacjach, gdy nie mogą one uzyskać ich od innych instytucji. Najczęściej spotykanymi formami kredytowania są redyskonta, kredyty lombardowe i operacje odkupienia.
2. Polityka otwartego rynku: Bank centralny kupuje i sprzedaje krótkoterminowe papiery wartościowe na rynku, co wpływa na ilość pieniądza w obiegu.
3. Ustalanie rezerw obowiązkowych⁵¹: Bank centralny określa minimalne rezerwy, jakie banki handlowe muszą przechowywać w banku centralnym.
4. Nadzór nad bankami handlowymi: Bank centralny obserwuje, kontroluje i koordynuje wykorzystanie środków pieniężnych w bankach handlowych, dbając o ich stabilność i zdrowie finansowe.
5. Bank centralny jest bankierem rządu danego państwa, kontrolując jego zdolność kredytową i finansując go poprzez udzielanie kredytów krótkoterminowych zarówno z wewnętrznego, jak i z zagranicznego rynku kredytowego. Bank centralny często musi także bezpośrednio lub pośrednio finansować deficyt budżetowy. Jednakże, ze względu na potencjalne zagrożenia dla stabilizacji pieniądza, bank centralny jest zazwyczaj ściśle kontrolowany przez parlament danego państwa w przypadku finansowania deficytu budżetowego, obsługując zarówno długi wewnętrzne, jak i zewnętrzne Skarbu Państwa.
6. Bank centralny pełni rolę głównego doradcy rządu w dziedzinie polityki kursowej. Decyzje dotyczące zasad notowania kursu i jego początkowej wartości zazwyczaj podejmuje rząd, często po konsultacjach z bankiem centralnym. W erze kursów płynnych, gdzie rynek ma większe znaczenie, bank centralny ocenia potencjalne skutki dewaluacji lub rewaloryzacji kursu waluty krajowej i przedstawia swoje stanowisko rządowi, a także informuje opinię publiczną o decyzjach rządu w tej kwestii.
7. Bank centralny nadzoruje rezerwy dewizowe danego państwa, choć dysponentem tych rezerw zazwyczaj jest Skarb Państwa. Bank centralny decyduje o ich powiększeniu, zmniejszeniu, a także o sposobie ich lokowania i wykorzystania. Jest

⁵¹ Rezerwa obowiązkowa to środki pieniężne lub inne aktywa finansowe, które banki muszą przechowywać u banku centralnego lub w innej wyznaczonej instytucji finansowej. Celem rezerwy obowiązkowej jest regulacja płynności banków oraz stabilizacja systemu finansowego poprzez kontrolowanie ilości dostępnej gotówki i kredytów w obiegu. Jest to również narzędzie, które umożliwia bankom centralnym kontrolowanie wielkości i kosztu kredytów udzielanych przez banki komercyjne, a także wpływ na ogólny poziom inflacji w gospodarce.

odpowiedzialny za administrowanie ograniczeniami dewizowymi wynikającymi z ustawodawstwa dewizowego.

8. Bank centralny administruje ograniczeniami dewizowymi wynikającymi z ustawodawstwa dewizowego. Wiele krajów stosuje różnego rodzaju ograniczenia dewizowe, a bank centralny jest odpowiedzialny za ich właściwe stosowanie i obsługę.
9. Bank centralny przeprowadza operacje dewizowe z zagranicą, zazwyczaj mając nieograniczone prawo do ich przeprowadzania z krajowymi i zagranicznymi instytucjami. Bank centralny może także przekazać część swoich praw innym instytucjom, takim jak banki handlowe, w zależności od stopnia wymienialności waluty kraju. Operacje dewizowe mają na celu obronę kursu własnej waluty oraz utrzymanie stabilności rynków walutowych⁵².

W ujęciu politologicznym funkcje banku centralnego można postrzegać jako wyspecjalizowane funkcje państwa w sferze gospodarczej, realizowane przez instytucję wyposażoną w szczególny stopień autonomii wobec bieżącej rywalizacji politycznej. Takie ujęcie pozwala w dalszej części pracy oddzielić techniczne funkcje NBP od tych decyzji RPP, które mają bezpośrednie znaczenie dla polityki gospodarczej państwa i dla oceny możliwego oddziaływania czynnika politycznego.

1.4. Polityka pieniężna banku centralnego

Bank centralny odgrywa kluczową rolę w gospodarce każdego kraju, kontrolując, nadzorując i regulując działalność banków komercyjnych oraz prowadząc bieżącą politykę pieniężną. Jego głównym celem jest utrzymanie stabilnego poziomu cen, co stanowi fundament długofalowego wzrostu gospodarczego. Polityka pieniężna obejmuje szereg decyzji dotyczących podaży pieniądza i regulowania jego wielkości, a odpowiedzialnością za nią dzielą się bank centralny i państwo⁵³.

⁵² Stabilność rynków finansowych odnosi się do sytuacji, w której rynki funkcjonują bez nadmiernych wahań cenowych lub innych zakłóceń, co pozwala na prawidłowe działanie gospodarki i efektywne alokowanie kapitału. Osiągnięcie stabilności rynków finansowych wymaga podejmowania różnorodnych działań i polityk zarówno przez instytucje finansowe, jak i przez władze publiczne. Kluczowe elementy stabilności rynków finansowych obejmują zapewnienie wystarczającej płynności, kontrolę ryzyka systemowego, skuteczne regulacje i nadzór nad instytucjami finansowymi oraz odpowiedzialnie zarządzanie polityką pieniężną i fiskalną. Długoterminowa stabilność rynków finansowych sprzyja zdrowemu rozwojowi gospodarstwu, zwiększeniu zaufania inwestorów i redukcji ryzyka wystąpienia kryzysów finansowych.

⁵³ W. Rutkowski, op. cit., s. 42.

Bank centralny ma możliwość manipulowania podażą pieniądza, co jest kluczowe w osiągnięciu celów gospodarczych kraju. Może to robić poprzez różne instrumenty, w tym kontrolę stóp procentowych. Stopa procentowa banku centralnego, nazywana również oficjalną stopą procentową, ma wpływ na rynek pieniężny i kształtowanie się rynkowych stóp procentowych, a także na sytuację gospodarczą, poziom inflacji oraz kursy walutowe. Politycy często starają się wykorzystać politykę pieniężną w celu manipulowania sytuacją gospodarczą w okresie przedwyborczym. Ekspansywna polityka pieniężna może przyczynić się do spadku bezrobocia, co z kolei zwiększa popularność rządu. Jednakże może również prowadzić do wzrostu inflacji, co wymaga późniejszego zastosowania restrykcyjnej polityki monetarnej⁵⁴.

Bank centralny wykorzystuje różne instrumenty, takie jak transakcje repo, aby manipulować podażą pieniądza i wpływać na sytuację gospodarczą. Wartość pieniądza rezerwowego w banku centralnym jest istotnym składnikiem podaży pieniądza, którą bank centralny stara się kontrolować, nakładając sobie ograniczenia tempa jej wzrostu⁵⁵.

Ostatecznie, rola banku centralnego w gospodarce jest niezwykle istotna, a jego działania mają kluczowy wpływ na stabilność ekonomiczną kraju⁵⁶. Przez kontrolę podaży pieniądza i regulowanie stóp procentowych bank centralny wpływa na kształtowanie się gospodarki i realizację celów polityki gospodarczej⁵⁷.

Polityka pieniężna stanowi zatem szczególną postać polityki publicznej, w której cele ekonomiczne, instytucjonalne gwarancje niezależności oraz oczekiwania formułowane przez otoczenie polityczne pozostają ze sobą w stałym napięciu. Z tego względu decyzje RPP będą w dalszej części pracy analizowane nie tylko jako reakcje ekonomiczne, lecz również jako element procesu decyzyjnego w ramach polityki państwa.

Podrozdział ten jest potrzebny, ponieważ pokazuje, że polityka pieniężna oddziałuje na gospodarkę z opóźnieniem, a przez to staje się szczególnie podatna na napięcie między logiką ekonomiczną a krótkookresowymi oczekiwaniami politycznymi.

⁵⁴ Ibidem, s. 43.

⁵⁵ P. Pacześ, *Polityka pieniężna a polityczny cykl koniunkturalny*, Warszawa 2010, s. 85.

⁵⁶ Feldstein M., *Quantitative Easing and America's Economic Rebound*, 2011.

⁵⁷ W. Rutkowski, op. cit., s. 44.

1.5. Rynek pieniężny

Rynek pieniężny ma długą historię od momentu, gdy pieniądz stał się towarem. Pierwotnie przedmiotem obrotu były weksle, wykorzystywane do finansowania handlu międzynarodowego. W XIX wieku zaczęła rosnąć rola papierów komercyjnych w finansowaniu działalności przedsiębiorstw. Jednak stosunkowo długo, bowiem aż do lat 80. XX wieku, znaczenie rynku pieniężnego dla transformacji zapadalności było relatywnie niewielkie.

Obecnie rynek pieniężny jest częścią rynku finansowego, na którym przedmiotem obrotu są aktywa o terminie zapadalności zazwyczaj nieprzekraczającym jednego roku⁵⁸. Rynek pieniężny jest z natury rynkiem hurtowym, a jego rdzeniem są transakcje międzybankowe. Znaczenie międzybankowego rynku pieniężnego wynika z funkcji pełnionych przez niego w gospodarce, które można sprowadzić do trzech głównych: wkładu w efektywność i dyscyplinę rynkową, wpływu na stabilność finansową i warunki finansowe gospodarki jako całości oraz roli jako początkowego ogniwa transmisji polityki monetarnej. Wkład międzybankowego rynku pieniężnego w stabilność systemu sprowadza się przede wszystkim do ułatwienia bankom zarządzania płynnością. Rynek pieniężny dzieli się na międzybankowy rynek pieniężny, dostępny tylko dla banków komercyjnych i banku centralnego, oraz otwarty rynek pieniężny, dostępny dla wszystkich uczestników, czyli banku centralnego, banków komercyjnych, podmiotów gospodarczych niebędących bankami, osób fizycznych i innych potencjalnych uczestników⁵⁹.

Międzybankowy rynek pieniężny jest segmentem rynku finansowego dostępnym wyłącznie dla banków. Uczestnikami tego rynku są więc bank centralny i banki komercyjne, czyli instytucje przyjmujące depozyty na żądanie i udzielające na ich podstawie kredytów krótkoterminowych⁶⁰. Rynek międzybankowy funkcjonuje poprzez lokowanie depozytów międzybankowych, udzielanie pożyczek międzybankowych, międzybankowy transfer rezerw oraz handel papierami wartościowymi między bankami⁶¹.

Rynek międzybankowy to specyficzny obszar rynku pieniężnego, którego funkcje są podporządkowane operacjom pośrednictwa bankowego. Jego narzędziami są wzajemne lokaty banków komercyjnych oraz instrumenty finansowe banku centralnego. Na rynku

⁵⁸ Hummel J.R., *Death and taxes, including inflation: The public versus economists*, *Econ Journal Watch*, vol. 4, no. 1, 2007.

⁵⁹ M. Lubiński, *Międzybankowy rynek pieniężny i zarażenie*, „Gospodarka Narodowa” 2013, nr 5–6, s. 22.

⁶⁰ P. Inman, *How the world paid the hidden cost of America's quantitative easing*, *The Guardian*, 2011.

⁶¹ W. Rutkowski, op. cit., s. 45.

międzybankowym nie dokonuje się transakcji gotówkowych, lecz operuje się środkami zgromadzonymi na rachunkach bieżących w banku centralnym. Rynek międzybankowy odgrywa w gospodarce istotne role, takie jak: regulowanie równowagi pieniężnej, kształtowanie poziomu płynności w gospodarce, zarządzanie płynnością sektora bankowego, usprawnianie zarządzania płynnością banków oraz efektywna alokacja zasobów finansowych w sektorze bankowym. Nierozwinięty lub niewydolny rynek międzybankowy może blokować skuteczność mechanizmu transmisji polityki pieniężnej do gospodarki⁶².

Depozyt międzybankowy stanowi formę krótkookresowego lub średniookresowego finansowania realizowanego pomiędzy bankami, polegającą na przekazaniu przez jedną instytucję bankową określonej kwoty środków pieniężnych innemu bankowi na wcześniej uzgodniony okres oraz na warunkach określonego oprocentowania. W zależności od terminu zapadalności wyróżnia się depozyty o charakterze krótkoterminowym, obejmujące transakcje zawierane od jednego dnia do jednego miesiąca, oraz depozyty długoterminowe, których okres zapadalności mieści się w przedziale od jednego miesiąca do jednego roku. Poziom oprocentowania tych transakcji, pełniący funkcję ceny depozytu międzybankowego, kształtowany jest przede wszystkim przez obowiązujące stopy procentowe banku centralnego, relacje popytu i podaży pieniądza na rynku międzybankowym, a także ocenę wiarygodności kredytowej kontrahenta będącego stroną transakcji⁶³.

Międzybankowy transfer rezerw dotyczy środków utrzymywanych przez banki komercyjne w formie depozytów na rachunkach prowadzonych przez bank centralny. Poziom wymaganych rezerw obowiązkowych podlega bieżącej kontroli ze strony banku centralnego, a ewentualne niedobory muszą zostać niezwłocznie uzupełnione, gdyż niespełnienie tego obowiązku wiąże się z nałożeniem dotkliwych sankcji odsetkowych. W wyniku regularnych kontroli okazuje się, że część instytucji bankowych zmuszona jest do zwiększenia posiadanych rezerw, podczas gdy inne banki dysponują nadwyżkami umożliwiającymi ich czasowe ograniczenie⁶⁴.

Międzybankowy transfer rezerw może przybierać dwie formy: emisję międzybankowych weksli własnych oraz clearing rezerw w banku centralnym.

⁶² I. Pyka, *Bank Centralny we współczesnym rynku pieniężnym*, Warszawa 2010, s. 81.

⁶³ Narodowy Bank Polski, *Rynek międzybankowy – depozyty międzybankowe*, materiały informacyjne NBP, (Data dostępu 25.01.2026 r.).

⁶⁴ W. Rutkowski, op. cit., s. 45.

W pierwszym przypadku bank mający niedobór rezerw w banku centralnym wystawia weksel i przekazuje go innemu bankowi, który jest zainteresowany czasowym zagospodarowaniem nadwyżki rezerw. Na podstawie tego weksla bank centralny przelewa środki na konto banku wystawiającego weksel. W drugim przypadku transakcja jest realizowana przez pośrednika, zazwyczaj działającego w banku centralnym, a clearing przelewów rezerw odbywa się na podstawie zawartych transakcji. Rola banku centralnego na rynku transferu rezerw międzybankowych jest bardziej aktywna niż na rynku depozytów i pożyczek międzybankowych. Często bank centralny działa jako pośrednik na rynku transferów i staje się miejscem, gdzie zawierane są takie transakcje.

W obrocie papierami wartościowymi pomiędzy bankami najczęściej wykorzystywanymi instrumentami są przede wszystkim bony skarbowe oraz krótkoterminowe papiery dłużne emitowane przez bank centralny. Z tego względu dla prawidłowego funkcjonowania międzybankowego rynku papierów wartościowych kluczowe znaczenie ma stopień rozwoju rynku bonów skarbowych, a także aktywność banku centralnego w tym obszarze, wyrażająca się w zasadach redyskonta tych instrumentów oraz udziale w organizacji ich obrotu na rynku wtórnym. Bony skarbowe są często uznawane za najbardziej płynne składniki aktywów poszczególnych banków, o ile istnieje sprawnie funkcjonujący rynek wtórny, a ich nabywanie prowadzi do zwiększenia poziomu rezerw pieniężnych banków. W konsekwencji odpowiedzialność za realizację takich operacji spoczywa na banku centralnym, którego nadzór powinien gwarantować wysoką jakość tych instrumentów, co znajduje uzasadnienie w odpowiedniej wiarygodności kredytowej sektora finansów publicznych. Nadzór nad międzybankowym rynkiem papierów wartościowych polega, zwłaszcza na początkowych etapach jego kształtowania, na ograniczaniu terminów zapadalności bonów, wyznaczaniu dopuszczalnych przedziałów stóp procentowych oraz określaniu zasad ich obrotu. Ograniczenia te są stopniowo łagodzone wraz z rozwojem rynku, aż do ich całkowitego zniesienia⁶⁵.

Rozwinięty sektor finansowy, obejmujący system bankowy, rynek kapitałowy, rynek walutowy oraz budżet państwa, jest istotnym elementem sprawnego systemu gospodarczego. Aspekty pieniężne pełnią kluczową rolę w procesie stabilizacji gospodarczej poprzez kontrolę dynamiki inflacji, zmniejszanie bezrobocia oraz efektywne wykorzystanie potencjału produkcyjnego. Rynek pieniężny łączy się ściśle z rynkiem pracy i rynkiem dóbr, wpływając na dynamikę i efektywność wszystkich procesów rozwojowych w gospodarce⁶⁶.

⁶⁵ Ibidem, s. 46.

⁶⁶ R.W. Ciborowski, *Rynek pieniężny i polityka pieniężna*, Białystok 2003, s. 102.

Z perspektywy dalszej analizy znaczenie rynku pieniężnego polega na tym, że stanowi on pierwsze ogniwo transmisji decyzji RPP do kosztu pieniądza, płynności sektora bankowego i aktywności gospodarczej. Tym samym pozwala badać skutki polityki pieniężnej jako skutki publicznych decyzji instytucji państwa.

1.6. Rola banku centralnego na rynku pieniężnym

Obowiązki przejęte przez rozwijające się na współczesnym rynku pieniężnym banki centralne, kierujące się efektywnym zarządzaniem pieniądzem powierniczym, zwykle obejmują:

- Kreacja pieniądza,
- Kształtowanie i implementacja polityki pieniężnej,
- Zarządzanie rezerwami walutowymi,
- Realizacja polityki dewizowej państwa,
- Zapewnienie bezpieczeństwa i płynności systemu płatniczego oraz systemu rozrachunków pieniężnych,
- Świadczenie usług bankowych na rzecz rządu i jego instytucji,
- Zapewnienie bezpieczeństwa i stabilności systemu finansowego⁶⁷.

Bank centralny stanowi kluczową instytucję każdego sprawnie działającego systemu pieniężnego. Jest on bankiem dla innych banków, dlatego często określa się go jako główny bank handlowy oraz bank państwa. Wpływ na krajowy rynek pieniężny bank centralny wywiera poprzez ogłaszanie wysokości stopy dyskontowej. Ta stopa ma decydujący wpływ na kształtowanie się innych stóp procentowych. Niemniej jednak bank centralny nie może dowolnie manipulować tą stopą dyskontową⁶⁸. Jego działania podlegają weryfikacji przez międzybankowy rynek pieniężny, który determinuje najniższą rynkową stopę procentową. Jeśli bank centralny zignoruje stopę procentową ustaloną na międzybankowym rynku pieniężnym i ogłosi zdecydowanie odmienną stopę dyskontową, utrudni funkcjonowanie tego rynku oraz rynku kapitałowego i dewizowego. Bank centralny może operować stopą dyskontową na poziomie zbliżonym do stopy procentowej na rynku międzybankowym, ale zwykle powinna być ona nieco niższa niż ta pierwsza. Stąd wynika, że jeśli rynek pieniężny

⁶⁷ I. Pyka, op. cit., s. 32.

⁶⁸ G. Ancyparowicz, *Consumer finance w Polsce*, 2014, s. 25.

międzybankowy działa dobrze, to stopa dyskontowa traci nieco swoje znaczenie dla pozostałych stóp procentowych, ustępując miejsca mechanizmom rynkowym⁶⁹.

Kolejną skuteczną metodą oddziaływania na rynek pieniężny jest polityka otwartego rynku, szczególnie ważna w Stanach Zjednoczonych⁷⁰. Polega ona na skupie lub sprzedaży przez bank centralny krótkoterminowych papierów wartościowych, co prowadzi do zwiększania lub zmniejszania ilości pieniądza w obiegu. Ten sposób działania przypomina kredyt refinansowy, ale jest bardziej skuteczny. Gdy bank centralny kupuje krótkoterminowe papiery wartościowe, udziela on kredytu krótkoterminowego ich emitentowi. Jeśli je sprzedaje, to zmniejsza swoje zobowiązania kredytowe, a kredytowanie przerzuca na otwarty rynek pieniężny, dostępny dla wszystkich podmiotów gospodarczych. W ten sposób bank centralny kontroluje ilość pieniądza w obiegu i wpływa na wysokość rynkowych stóp procentowych.

Politykę stopy dyskontowej i lombardowej⁷¹ oraz politykę otwartego rynku uzupełnia polityka rezerw obowiązkowych w bankach handlowych. Zwiększanie rezerw obowiązkowych przez bank centralny zmniejsza ekspansję kredytową banków handlowych i ilość pieniądza w obiegu. Obniżanie ich zwiększa możliwości kredytowe banków i ilość pieniądza w obiegu. Polityka rezerw obowiązkowych ma większe znaczenie w mniej rozwiniętych rynkach pieniężnych. W tych warunkach operacje otwartego rynku są niemożliwe, a polityka stopy dyskontowej jest skomplikowana. Wówczas banki centralne, oprócz zwiększonych wymogów rezerw obowiązkowych, ograniczają kredyt refinansowy, co skuteczniej hamuje akcję kredytową banków handlowych i zmusza je do korzystania z rynku pieniężnego.

Znaczenie tej części polega na wyjaśnieniu mechanizmu, przez który decyzje RPP przechodzą z poziomu instrumentów NBP na rynek międzybankowy, a następnie wpływają na koszt kredytu, popyt i inflację.

Ujęcie to jest istotne dla politologicznej analizy polityki pieniężnej jako narzędzia oddziaływania państwa na procesy gospodarcze.

⁶⁹ W. Rutkowski, op. cit., s. 48–49.

⁷⁰ Polityka otwartego rynku w USA odnosi się do głównego narzędzia polityki pieniężnej Federalnego Systemu Rezerwy (Federal Reserve, Fed). Jest to proces, w którym Fed kupuje lub sprzedaje obligacje skarbowe na rynku otwartym (rynek wtórny obligacji rządowych) w celu wpływania na ilość gotówki dostępnej w systemie bankowym oraz na stopy procentowe.

⁷¹ Ustalana jest poprzez udzielanie przez bank centralny krótkoterminowych kredytów pod zastaw krótkoterminowych papierów wartościowych.

1.7. Niezależność banku centralnego

Bank centralny pełni rolę organu odpowiedzialnego za realizację polityki monetarnej, która powinna być prowadzona niezależnie od wpływów politycznych i cyklu wyborczego. Jego działania koncentrują się głównie na realizacji polityki pieniężnej oraz na aspektach instytucjonalnych związanych z funkcjonowaniem rynków finansowych⁷².

W nowoczesnej teorii bankowości centralnej podkreśla się istotność rozwiązań instytucjonalnych dla polityki pieniężnej. Najbardziej widoczne zmiany instytucjonalne skupiają się na redefiniowaniu misji banku centralnego i podkreśleniu realizacji głównego celu, którym jest utrzymanie stabilnej i niskiej stopy inflacji⁷³. Dodatkowo, dąży się do zwiększenia niezależności banku centralnego, co ma na celu odciążenie go od wpływów politycznych oraz rozszerzenie zakresu kontroli nad jego działaniami po ich realizacji⁷⁴.

Zwiększenie niezależności banku centralnego jest uzasadniane kilkoma argumentami, między innymi:

- Politycy mogą dążyć do realizacji polityki o nieoptymalnie wysokiej stopie inflacji, jeśli bank centralny jest zależny od nich (problem skrzywienia inflacyjnego).
- Niezależność banku centralnego ogranicza wpływ cyklu wyborczego na politykę pieniężną, co może zmniejszyć zmienność dochodu i przyczynić się do ograniczenia skrzywienia inflacyjnego.
- Badania empiryczne sugerują, że w krajach rozwiniętych stopień niezależności banku centralnego jest odwrotnie proporcjonalny do średniej stopy inflacji, co wskazuje na korzyści z niezależności. W krajach rozwijających się również obserwuje się podobne zależności, jednak miary niezależności prawnej nie zawsze odzwierciedlają faktyczną niezależność banku centralnego w zakresie polityki pieniężnej⁷⁵.

W ostatnich latach autonomia banku centralnego stała się powszechnie akceptowanym standardem funkcjonowania władzy monetarnej na skalę światową. Niektórzy ekonomiści preferują określanie banku centralnego jako autonomicznego,

⁷² J.A. Krzyżewski, *Polityka pieniężna jako instytucja prawa konstytucyjnego*, „Bank i Kredyt” 2000, nr 4, s. 7.

⁷³ Chown J.F., *A history of Money: from AD 800*. Routledge, Londyn, 1994, s. 45.

⁷⁴ C. Cottarelli, C. Giannini, *Credibility without Rules? Monetary Frameworks in the Post Bretton-Woods Era*, Occasional Paper No. 154, International Monetary Funds, Washington 1997, s. 16–17.

⁷⁵ M. Musielak-Linkowska, *Niezależność i wiarygodność banku centralnego jako główne aspekty polityki pieniężnej*, Warszawa 2006, s. 27.

argumentując, że "autonomia" uwzględnia większą swobodę w działaniach operacyjnych niż "niezależność", która może sugerować jedynie brak ograniczeń instytucjonalnych. Pomimo tych różnic w terminologii, istotne jest zrozumienie, że bank centralny powinien być niezależny w formułowaniu celów polityki pieniężnej oraz w doborze i stosowaniu instrumentów tej polityki⁷⁶.

Niezależność banku centralnego może być ograniczona w sytuacji, gdy jest zobowiązany do przestrzegania określonych reguł polityki pieniężnej lub musi finansować deficyt budżetu państwa. W takich przypadkach bank nie jest ani niezależny w ustalaniu celów, ani w wyborze instrumentów polityki monetarnej. Zastosowanie takiej reguły, chociaż mogłoby zapobiec skrzywieniu inflacyjnemu, uniemożliwiłoby bankowi centralnemu podejmowanie działań zgodnych z jego oceną sytuacji, które również mogłyby przyczynić się do eliminacji skrzywienia inflacyjnego⁷⁷.

Niezależność polityczna banku centralnego oznacza jego zdolność do określania celów polityki pieniężnej bez ingerencji ze strony rządu. Podstawowe czynniki wpływające na tę niezależność obejmują niezależność osobistą władz banku centralnego oraz możliwość rządu do wydawania instrukcji i stosowania prawa weta wobec decyzji banku centralnego⁷⁸.

Niezależność ekonomiczna banku centralnego oznacza jego zdolność do wyboru i stosowania instrumentów polityki pieniężnej bez ingerencji rządu. Wpływ na tę niezależność może mieć między innymi zobowiązanie banku centralnego do finansowania deficytu budżetowego oraz brak swobody w ustalaniu stóp procentowych⁷⁹.

Niezależność funkcjonalna banku centralnego odnosi się do jego uprawnień do samodzielnego kształtowania i realizacji polityki monetarnej. Ważne czynniki wpływające na tę niezależność to konstytucyjne określenie misji banku centralnego oraz suwerenność w zakresie wyboru celów i instrumentów polityki pieniężnej⁸⁰.

Niezależność instytucjonalna banku centralnego dotyczy jego umiejscowienia w strukturze władzy państwowej. Bank centralny powinien być wolny od nacisków politycznych i wyłączony spod kontroli parlamentarnej⁸¹.

⁷⁶ M. Musielak-Linkowska, op. cit., s. 28.

⁷⁷ J.C. Fuhrer, *Central Bank Independence and Inflation Targeting. Monetary Policy Paradigms for the Next Millennium*, „New England Economic Review” 1997, nr 1–2, s. 22.

⁷⁸ M. Musielak-Linkowska, op. cit., s. 30.

⁷⁹ F. Kissmer, H. Wagner, *Central Bank Independence and Macroeconomic Performance. A Survey of the Evidence*, Diskussionsbeitrag Nr. 255, Fern Universitaet Hagen, Hagen 1998, s. 5–6.

⁸⁰ M. Musielak-Linkowska, op. cit., s. 30.

⁸¹ W. Przybylska-Kapuścińska, *Niezależność banku centralnego i jej dylematy w Polsce*, w: *Polityka pieniężna i rynek*, red. W. Przybylska-Kapuścińska, Poznań 2003, s. 9–10.

Niezależność osobista banku centralnego odnosi się do sposobu powoływania i odwoływania jego władz. Istotne jest, aby członkowie władz banku centralnego byli niezależni od wpływów zewnętrznych, zarówno formalnie, jak i faktycznie⁸².

Niezależność finansowa banku centralnego objawia się przede wszystkim zakazem finansowania deficytu budżetowego oraz zakazem pokrywania strat banku ze środków budżetowych⁸³. Przepisy prawne kształtują warunki działania władz monetarnych, jednak ostateczny wpływ na ich działania mają osoby je podejmujące⁸⁴.

Rzeczywista niezależność banku centralnego zależy od wielu czynników, takich jak sytuacja instytucjonalna, zdolność do prowadzenia operacji otwartego rynku, stabilność polityczna, sytuacja fiskalna kraju czy awersja społeczeństwa do inflacji⁸⁵. Analizy wykazują, że niezależność banków centralnych wzrastała w latach 80. i 90. XX wieku, niezależnie od późniejszych zmian legislacyjnych. Wzrost ten był rezultatem wielu czynników, takich jak zmiany w międzynarodowym systemie monetarnym, sukcesy Bundesbanku oraz akceptacja warunków Traktatu z Maastricht⁸⁶.

Na gruncie nauk o polityce problem niezależności banku centralnego można ujmować jako problem podziału kompetencji, ograniczania pokusy politycznej oraz instytucjonalnego równoważenia logiki krótkookresowej rywalizacji o władzę z wymogami długookresowej stabilności państwa. W tym znaczeniu niezależność NBP nie oznacza wyłączenia polityki pieniężnej z polityki państwa, lecz ustanowienie takich reguł jej prowadzenia, które ograniczają ryzyko podporządkowania decyzji monetarnych doraźnym interesom politycznym.

W dalszej części rozprawy niezależność banku centralnego będzie rozumiana przede wszystkim jako niezależność funkcjonalna, personalna i finansowa, ponieważ to właśnie te wymiary pozwalają ocenić, czy skład RPP, relacje z rządem oraz praktyka podejmowania decyzji mogły sprzyjać oddziaływaniu czynnika politycznego.

⁸² M. Musielak-Linkowska, op. cit., s. 30.

⁸³ W. Ziółkowska, *Niektóre dylematy koordynacji polityki monetarnej i fiskalnej*, „Bank i Kredyt” 1999, nr 7–8, s. 123.

⁸⁴ B.W. Fraser, *Central Bank Independence. What Does It Mean?*, „Reserve Bank of Australia Bulletin” 1994, nr 12, s. 6–8.

⁸⁵ M. Musielak-Linkowska, op. cit., s. 32.

⁸⁶ A. Cukierman, S. Webb, B. Neyapti, *Central Bank Independence*, „The World Bank Economic Review” 1992, nr 6, s. 6–7.

1.8. Cel inflacyjny

W ostatnich latach stawianie celu inflacyjnego, czyli określenie pożądanego poziomu inflacji jako głównego celu polityki pieniężnej, stało się powszechną praktyką w wielu krajach. Pierwszy raz wprowadzono je w Nowej Zelandii w 1989 roku, a następnie zostało zastosowane w wielu innych krajach, takich jak Australia, Kanada, Wielka Brytania, czy Polska. Wprowadzenie celu inflacyjnego było odpowiedzią na zawrodozenie dotychczasowych metod polityki pieniężnej⁸⁷.

Metody polityki pieniężnej stosowane po upadku systemu Bretton Woods w latach 70. XX wieku można podzielić na trzy grupy:

1. Regionalne porozumienia kursowe, jak Europejski System Walutowy (EMS), który polegał na utrzymaniu stabilnego kursu waluty krajowej względem marki niemieckiej.
2. Cele monetarne, gdzie bank centralny starał się kontrolować tempo wzrostu pewnego agregatu monetarnego w związku z ogólnym poziomem cen.
3. Metody, które nie miały określonych celów pośrednich, jak amerykańska Rezerwa Federalna, która stosowała elastyczną politykę pieniężną.

Ustalenie celu inflacyjnego polega na ogłoszeniu docelowego przedziału dla stopy inflacji oraz deklaracji, że stabilna inflacja jest głównym celem polityki pieniężnej. Wiele krajów, w tym Kanada, Wielka Brytania czy Nowa Zelandia, przyjęło tę strategię. Charakterystyczną cechą strategii celu inflacyjnego jest stabilizacja inflacji na określonym poziomie, np. 2%. Banki centralne preferują unikanie deflacji, dlatego ustalając cel inflacyjny, tworzą sobie margines bezpieczeństwa⁸⁸.

Na potrzeby niniejszej pracy wystarczy przyjąć, że strategia celu inflacyjnego ma charakter średniookresowy, wymaga przejrzystej komunikacji oraz nie oznacza mechanicznego sprowadzania inflacji do celu w każdym miesiącu. To rozumienie będzie punktem odniesienia przy ocenie działań RPP w dalszych rozdziałach. W tym ujęciu cel inflacyjny stanowi w dalszej części pracy podstawowy miernik oceny, czy decyzje RPP były adekwatne, spóźnione, czy też mogły odzwierciedlać motywacje wykraczające poza argumentację ściśle ekonomiczną.

⁸⁷ W. Rutkowski, op. cit., s. 57–58.

⁸⁸ N. Peter, *Monetary Transmission Mechanism*, The New Palgrave Dictionary of Economics, 2008.

W tym sensie strategia celu inflacyjnego nie jest jedynie rozwiązaniem ekonomicznym, lecz także instytucjonalnym mechanizmem ograniczającym uznaniowość decyzji i wzmacniającym przewidywalność działania państwa w sferze gospodarczej. Dzięki temu może ona służyć jako podstawowy punkt odniesienia dla oceny, czy decyzje RPP były zgodne z deklarowanym mandatem banku centralnego.

Banki centralne nie zobowiązują się, że inflacja będzie cały czas utrzymywała się na poziomie celu. Zobowiązują się sprowadzać ją po określonym okresie do celu, jeśli nastąpi jej wzrost albo spadek. Sposób prowadzenia polityki pieniężnej przez banki centralne opisuje reguła Taylora. Zakłada ona, że banki centralne reagują zmianą stóp procentowych na odchylenia inflacji od wyznaczonego celu oraz na odchylenia tempa wzrostu gospodarczego od tempa potencjalnego.⁸⁹

Reguła Taylora, stworzona przez Johna B. Taylora⁹⁰, jest jednym z wariantów metody celu inflacyjnego. Ta reguła zakłada dostosowywanie stopy procentowej w zależności od zmian stopy inflacji oraz odchylenia tempa wzrostu gospodarczego od tempa potencjalnego. Bank centralny reaguje zmianą stóp procentowych na odchylenia inflacji od celu inflacyjnego i odchylenia tempa wzrostu gospodarczego od tempa potencjalnego. W ten sposób stara się utrzymać stabilność cen i wzrost gospodarczy⁹¹.

Reguła wyrażona jest wzorem:

$$i_b = i_r + p_i + g_1 * (p_i - p_p) + g_2 * (y_i - y_p)$$

gdzie:

i_b – krótkoterminowa stopa procentowa banku centralnego

i_r – wysokość realnej stopy procentowej

p_i – rzeczywisty poziom inflacji

p_p – cel inflacyjny

y_i – tempo wzrostu gospodarczego

y_p – potencjalne tempo wzrostu gospodarczego

g_1, g_2 – wyznaczone empirycznie wagi, jakie dany bank centralny przykłada odpowiednio do stabilizacji inflacji i tempa wzrostu⁹².

⁸⁹ A. Sławiński, *Rynki finansowe*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2006, s. 129-130

⁹⁰ Reguła Taylora jest narzędziem analitycznym stosowanym w polityce pieniężnej do określenia odpowiedniej stopy procentowej. Jest to reguła empiryczna, która określa, jak bank centralny powinien dostosować stopy procentowe w odpowiedzi na zmiany w inflacji oraz produkcji gospodarczej.

⁹¹ A. Michałek, *Szacowanie naturalnej stopy procentowej dla Polski*, Toruń 2012, s. 162, 166.

⁹² A. Sławiński, op. cit., s. 47-50.

Reguła Taylora wniosła istotny wkład w podkreślenie związku między stabilnością cen, pełnym zatrudnieniem a wzrostem PKB dla banku centralnego. Jej zastosowanie zredukowało niepewność związana z decyzjami banków centralnych poprzez wprowadzenie formalnych reguł, które ograniczają dyskrecjonalność w podejmowaniu działań. Reguła Taylora określa, na jakim poziomie bank centralny powinien ustawić krótkoterminowe stopy procentowe, aby osiągnąć równowagę gospodarczą w sytuacji, gdy inflacja odchyła się od celu inflacyjnego, a tempo wzrostu gospodarczego różni się od wartości oczekiwanej⁹³.

Punkt odniesienia dla reguły Taylora to NAIRU, czyli poziom bezrobocia stabilizujący poziom inflacji. Reguła zaleca podniesienie stopy procentowej, gdy poziom bezrobocia jest niższy od NAIRU, a obniżenie go, gdy jest wyższy od NAIRU.

Chociaż reguła Taylora była używana do oceny pracy Europejskiego Banku Centralnego, jej zastosowanie napotyka na pewne trudności. Banki centralne nie dysponują dokładnymi pomiarami rzeczywistej stopy równowagi ani dokładnymi pomiarami inflacji i tempa wzrostu gospodarczego, co utrudnia zastosowanie reguły w praktyce. Ponadto modele ekonometryczne, na których opiera się reguła, są uproszczeniem rzeczywistości.

Mimo tych ograniczeń, reguła Taylora nadal stanowi ważne narzędzie referencyjne dla podejmowania decyzji przez banki centralne. Jest traktowana jako punkt odniesienia, a nie mechanistyczny sposób prowadzenia polityki pieniężnej. W praktyce wiele banków centralnych analizuje regułę Taylora przy ustalaniu poziomu stóp procentowych, choć żaden z nich nie przyjął jej oficjalnie⁹⁴.

Reguła Taylora nie będzie tu traktowana jako test mechaniczny, lecz jako pomocniczy punkt odniesienia przy ocenie adekwatności decyzji dotyczących stóp procentowych.

1.9. Rola banku centralnego na rynku dewizowym

Dewizy są istotnym narzędziem w handlu międzynarodowym, a operacje dewizowe są kluczową funkcją banku centralnego⁹⁵. Banki centralne przeprowadzają interwencje dewizowe, aby bronić kursu własnej waluty, zwłaszcza w sytuacjach, gdy kurs nie

⁹³ W. Rutkowski, op. cit., s. 61–62.

⁹⁴ A. Wojtyna, *Szkice o polityce pieniężnej*, Warszawa 2004, s. 252–277.

⁹⁵ L. Ball, *What determines the sacrifice ratio?* [w:] Mankiw N. G. *Monetary Policy*, University of Chicago Press, Chicago, 1994, s. 155-193

odpowiada kursowi płynnego rynku lub gdy występują nadmierne wahania kursu nieuzasadnione przyczynami ekonomicznymi. Interwencje te mogą być konieczne nawet przy płynnym kursie, aby zapobiec nadmiernym wahaniom kursów walutowych⁹⁶.

Niektóre banki stosują powyższe mechanizmy dość często (na przykład Szwajcarski Bank Narodowy co tydzień), a inne bardzo rzadko (System Rezerwy Federalnej USA od 1995 r. interweniował dwa razy). Funkcjonujący od 1945 roku Narodowy Bank Polski do kwietnia 2010 r. nie zdecydował się na interwencję na rynku dewizowym⁹⁷.

Interwencje dewizowe mogą być jednostronne lub skoordynowane. Te drugie są bardziej skuteczne, ale rzadziej występują. Interwencje te odbywają się kosztem równowagi wewnętrznej, co oznacza, że bank centralny musi pogodzić się z odchyleniem od pożądanej inflacji lub wzrostu gospodarczego⁹⁸.

Nie wszystkie transakcje dewizowe banku centralnego są interwencyjne. Bank centralny pełni także funkcję bankiera rządu i banku banków, obsługując transakcje na zlecenie swoich klientów, w tym rządu i banków komercyjnych⁹⁹. W transakcjach interwencyjnych to bank centralny ustala termin i wielkość transakcji, mając na celu wpływanie na poziom i tendencję kursu walutowego¹⁰⁰.

Współczesne interwencje dewizowe często odbywają się na rynku dewizowym terminowym, a najpopularniejszym rodzajem transakcji interwencyjnych jest swap, łączący transakcje natychmiastowe z transakcjami terminowymi. Swap umożliwia bankowi centralnemu przeciwdziałanie presji na kurs walutowy, minimalizując jednocześnie ryzyko utraty rezerw dewizowych. W Unii Europejskiej duża część obrotów dewizowych odbywa się na rynku terminowym, co wskazuje na rosnącą rolę tego rynku w obszarze międzynarodowych transakcji dewizowych¹⁰¹.

Powyższe analizy są potrzebne, ponieważ pokazują, że kurs walutowy stanowi jeden z kanałów transmisji decyzji RPP, a zarazem obszar, w którym szczególnie wyraźnie ujawnia się napięcie pomiędzy logiką polityki pieniężnej a szerszymi oczekiwaniami władz publicznych wobec polityki gospodarczej państwa.

⁹⁶ J. Skulicz, M. Wiernusz, *Dewiza*, hasło w: *Encyklopedia zarządzania*, <https://mfiles.pl/pl/index.php/Dewiza> (Data dostępu 25.01.2026 r.).

⁹⁷ W. Rutkowski, op. cit., s. 68.

⁹⁸ P. Kowalewski, *Nowa odsłona interwencjonizmu walutowego*, *Obserwator Finansowy*, 23 września 2011, <https://www.obserwatorfinansowy.pl/bez-kategorii/rotator/interwencje-walutowe-szwajcaria-aprecjacja-pieniadza-kursy-walut/> (Data dostępu 25.01.2026 r.).

⁹⁹ A. Cukierman, *Central Bank Strategy, Credibility, and Independence: Theory and Evidence*. MIT. Press, Cambridge, MA. 1992.

¹⁰⁰ W. Rutkowski, op. cit., s. 68.

¹⁰¹ *Ibidem*, s. 69.

1.10. Funkcjonowanie rynku walutowego w gospodarce rynkowej

Pojęcie rynku walutowego jest złożone i wieloaspektowe. W węższym sensie, jest to miejsce, gdzie dokonuje się transakcji kupna i sprzedaży walut. W szerszym ujęciu, rynek walutowy to przestrzeń, w której spotykają się popyt i podaż na różne waluty, zgodnie z określonymi regułami zawierania transakcji oraz za pomocą różnorodnych technicznych urządzeń¹⁰².

Obok walut, na rynku walutowym wymienia się także dewizy. Choć terminy "waluta" i "dewizy" są czasem używane zamiennie, mają one różne znaczenia. Dewizy to łatwo zbywalne środki płatnicze denominowane w obcych walutach, takie jak weksle, czek czy obligacje, podczas gdy waluty są jednostkami pieniężnymi kraju.

Rynek walutowy, podobnie jak inne rynki, kształtuje się przez dynamiczne oddziaływanie popytu i podaży. Cena jednej waluty wyrażona w innej jest nazywana kursem walutowym i stanowi istotny parametr gospodarczy¹⁰³. Kurs walutowy pełni rolę nie tylko jako narzędzie rachunkowe, ale również jako kluczowy element polityki gospodarczej, wpływając na koszty i dochody firm zaangażowanych w handel zagraniczny¹⁰⁴.

Funkcje kursu walutowego w gospodarce obejmują kształtowanie polityki pieniężnej, dostarczanie informacji decyzyjnych, wpływ na kształtowanie cen oraz alokację zasobów¹⁰⁵.

Z perspektywy rozprawy najważniejsze jest to, że kurs walutowy pozostaje jednym z kanałów transmisji polityki pieniężnej, a zarazem jednym z kryteriów oceny skutków decyzji RPP dla inflacji, eksportu i stabilności makroekonomicznej. Pozwala to włączyć ocenę rynku walutowego do analizy polityki państwa w wymiarze gospodarczym.

Podsumowanie

Rozdział I wyznacza podstawowe ramy pojęciowe i analityczne dla dalszych rozważań dotyczących decyzji Rady Polityki Pieniężnej oraz ich wpływu na gospodarkę Polski. Przeprowadzone w nim rozważania pokazują, że współczesny bank centralny nie jest wyłącznie instytucją technicznie regulującą podaż pieniądza, lecz organem

¹⁰² E. Pietrzak, K. Szymański, *Międzynarodowy rynek walutowy i finansowy*, Gdańsk 1991, s. 9.

¹⁰³ E. Nojszewska, *Podstawy ekonomii*, Warszawa 1996, s. 377.

¹⁰⁴ K. Zabielski, *Finanse międzynarodowe*, Warszawa 1999, s. 12.

¹⁰⁵ E. Chrabonszczewska, K. Kalicki, *Teoria i polityka kursu walutowego*, Warszawa 1996, s. 81.

odpowiedzialnym za utrzymanie stabilności cen, współtworzenie warunków stabilności finansowej oraz oddziaływanie na gospodarkę za pośrednictwem złożonych mechanizmów transmisji polityki pieniężnej.

Szczególne znaczenie dla niniejszej rozprawy mają trzy grupy zagadnień. Po pierwsze, omówienie funkcji banku centralnego, rynku pieniężnego i rynku walutowego pozwala uchwycić podstawowe kanały, przez które decyzje monetarne wpływają na inflację, koszt kredytu, kurs walutowy, aktywność gospodarczą i poziom zatrudnienia. Po drugie, analiza niezależności banku centralnego wskazuje, że skuteczność polityki pieniężnej zależy nie tylko od formalnych kompetencji, lecz również od rzeczywistej autonomii funkcjonalnej, personalnej i finansowej. Po trzecie, przedstawienie celu inflacyjnego jako zasadniczego punktu odniesienia porządkuje kryteria, według których można oceniać adekwatność i terminowość decyzji podejmowanych przez Radę Polityki Pieniężnej.

W konsekwencji rozdział I nie ma stanowić szerokiego kompendium o bankowości centralnej, lecz pełni funkcję przygotowawczą wobec zasadniczej - analitycznej części rozprawy. To właśnie na podstawie zarysowanych tu pojęć, zależności i mechanizmów możliwa będzie w dalszych rozdziałach ocena, czy decyzje RPP były adekwatne do warunków makroekonomicznych, czy pozostawały spójne z deklarowaną strategią polityki pieniężnej oraz czy w ich podejmowaniu można dostrzec przesłanki możliwego oddziaływania czynników politycznych.

Rozdział II

Narodowy Bank Polski – podstawy prawne, cele, funkcje

1. Narodowy Bank Polski - podstawy prawne organizacji i działania

Historia Narodowego Banku Polskiego sięga czasów zaborów, ale współczesna forma banku narodowego wywodzi się z powojennego okresu, zwłaszcza po 1989 roku. Pierwszy projekt utworzenia w Polsce banku narodowego został zainicjowany przez kupca i bankiera Jędrzeja Kapostas w 1790 roku, wyrażającego akt wdzięczności za nadanie mu tytułu szlacheckiego¹.

Powołanie Narodowego Banku Polskiego nastąpiło 15 stycznia 1945 r. kiedy to wydano dekret ustanawiający centralny bank emisyjny, podpisany przez przewodniczącego Krajowej Rady Narodowej Bolesława Bieruta, prezesa Rady Ministrów Edwarda Osóbkę-Morawskiego i ministra skarbu Konstantego Dąbrowskiego. Od tego momentu do lat 80. NBP był pod silnym wpływem rządu, a jego działania były ściśle kontrolowane przez organy administracji państwowej.

Proces umacniania pozycji NBP rozpoczął się w 1982 roku, kiedy zmieniono zasady powoływania jego prezesa i wiceprezesów. Wprowadzono nowe procedury powoływania, które zwiększyły rangę mianowania władz banku. Mimo to, do 1989 roku NBP nadal pozostawał w znacznej zależności funkcjonalnej od rządu, a jego polityka była prowadzona w uzgodnieniu z rządem².

Ustawa z 31 stycznia 1989 r. o Narodowym Banku Polskim³ nadal pozostawiała NBP w zależności funkcjonalnej od rządu. Pierwsze kroki w kierunku pełniejszej niezależności NBP miały miejsce w 1992 roku, kiedy wprowadzono nowy tryb wyboru prezesa, który wymagał akceptacji przez Sejm kandydata wskazanego przez prezydenta⁴. To oznaczało wyższą rangę procedury wyboru oraz większą niezależność w kształtowaniu polityki pieniężnej. W 1996 roku NBP uzyskał niezależność w zakresie kształtowania celów operacyjnych polityki monetarnej⁵.

¹ I. Kraś, *Rola Narodowego Banku Polskiego w polityce gospodarczej Polski w latach 1997–2010*, Częstochowa 2013, s. 21, 61.

² R. Chęciński, M. Przychodzki, *Wprowadzenie do polskiej praktyki ustrojowej koncepcji niezależnego banku centralnego na tle doświadczeń europejskich*, „Rocznik Nauk Prawnych” 2018, s. 27.

³ Dz. U. z 1989 r. Nr 4, poz. 22.

⁴ Ustawa z dnia 14 lutego 1992 r. o zmianie Ustawy – Prawo bankowe i niektórych innych ustaw, Dz. U. Nr 20, poz. 78.

⁵ C. Leszczyńska, *Zarys polskiej bankowości centralnej*, Warszawa 2010, s. 57.

Pełna realizacja koncepcji niezależnego banku centralnego w Polsce miała miejsce w 1997 roku, kiedy to Konstytucja oraz Ustawa o Narodowym Banku Polskim⁶. nadały NBP status niezależnej instytucji odpowiedzialnej za politykę pieniężną.

Przemiany społeczno-gospodarcze lat 90. miały znaczący wpływ na kształtowanie się polityki pieniężnej NBP. Bank ten stał się kluczowym podmiotem odpowiedzialnym za stabilność walutową i cenową w Polsce. Jego niezależność pozwoliła mu podejmować działania mające na celu osiągnięcie stabilności cen i wzrostu gospodarczego, niezależnie od aktualnych rządowych preferencji czy kierunków polityki. Dzięki temu NBP mógł efektywnie reagować na zmieniające się warunki gospodarcze i finansowe, co miało istotne znaczenie dla stabilności całego systemu finansowego kraju⁷.

To historyczne tło jest potrzebne dlatego, że pokazuje, w jaki sposób kształtowała się obecna pozycja ustrojowa NBP, będąca punktem wyjścia do oceny niezależności RPP i granic dopuszczalnego wpływu politycznego na jej decyzje.

1.1. Podstawy prawne organizacji i działania Narodowego Banku Polskiego

Konstytucja z 1997 roku przyniosła istotne zmiany w strukturze i funkcjonowaniu NBP i ustanowiła NBP konstytucyjnym organem państwa, umacniając jego niezależność oraz precyzując zadania i kompetencje banku centralnego. Jednocześnie jednak może ona stanowić przeszkodę dla ewentualnych przyszłych reform w zakresie działania NBP.

Artykuł 227 Ustawy Zasadniczej precyzuje rolę, strukturę i funkcjonowanie centralnego banku państwa w Polsce. Definiuje NBP jako centralny bank państwa, nadając mu wyłączne prawo emisji pieniądza oraz ustalania i realizowania polityki pieniężnej. To potwierdza kluczową rolę NBP w stabilizowaniu gospodarki i utrzymaniu wartości pieniądza. Konstytucja wskazuje, że organami NBP są Prezes NBP, Rada Polityki Pieniężnej i Zarząd NBP, co stanowi podstawę jego struktury organizacyjnej. W miejsce jednego organu wprowadzono trzy, w tym zupełnie nowe ciało decyzyjne, jakim jest Rada Polityki Pieniężnej, które ma istotny wpływ na kształtowanie polityki pieniężnej kraju. Prezes NBP jest powoływany przez Sejm na wniosek Prezydenta na 6 lat, co zapewnia niezależność

⁶ Konstytucja Rzeczypospolitej Polskiej z dnia 2 kwietnia 1997 r., Dz. U. nr 78, poz. 483; Ustawa z dnia 29 sierpnia 1997 r. o Narodowym Banku Polskim, Dz. U. Nr 140, poz. 938, ze zm.

⁷ W. Przybylska-Kapuścińska, *Dwudziestolecie polityki pieniężnej NBP. Wpływ transformacji i integracji gospodarczej*, „Ruch Prawniczy, Ekonomiczny i Socjologiczny” 2009, z. 2, s. 279.

banku centralnego od partii politycznych⁸. Przepis wyraźnie zabrania Prezesowi NBP przynależności do partii politycznych, związków zawodowych oraz prowadzenia działalności publicznej niezgodnej z godnością jego urzędu, co ma chronić niezawisłość instytucji.

Rada Polityki Pieniężnej składa się z Prezesa NBP jako przewodniczącego oraz ekspertów powoływanych na 6 lat przez Prezydenta, Sejm i Senat, co gwarantuje różnorodność i kompetencje jej członków. Rada ustala corocznie założenia polityki pieniężnej i przedkłada je do wiadomości Sejmowi, co wpisuje ją w kluczową rolę w procesie ustalania polityki pieniężnej⁹.

Ustawa z 29 sierpnia 1997 r. o Narodowym Banku Polskim stanowi kluczowy dokument regulujący organizację i działanie NBP oraz określający jego zadania i kompetencje. Nadała ona NBP szereg funkcji i zobowiązań, w tym główny cel polegający na umacnianiu polskiej waluty. Wprowadziła również konieczność corocznego przedstawiania Sejmowi założeń polityki pieniężnej, co pozwoliło na bardziej szczegółową interpretację celów banku, w tym celu inflacyjnego.

Powyższe przepisy stanowią podstawę konstytucyjną dla działania Narodowego Banku Polskiego, zapewniając jego niezależność, skuteczność i stabilność w wykonywaniu kluczowych funkcji w zakresie polityki pieniężnej i stabilizacji gospodarczej¹⁰.

Bank centralny został zobowiązany do współpracy w kształtowaniu i realizacji polityki gospodarczej kraju zgodnie z ustawami i uchwałami Sejmu oraz do dbania o prawidłowe funkcjonowanie i rozwój systemu bankowego. Sejm miał ogromny wpływ na działalność NBP poprzez uchwalanie planu kredytowego i założeń polityki pieniężno-kredytowej, których projekty opracowywał NBP.

Te zmiany miały kluczowe znaczenie dla kształtowania i realizacji polityki pieniężnej, umożliwiając Polsce dostosowanie się do wymogów globalnych rynków finansowych oraz integracji z Unią Europejską.

Istotnym etapem rewolucji w regulacjach bankowości centralnej był proces liberalizacji polskiej gospodarki oraz dążenia do integracji z Unią Europejską. Polska złożyła wniosek o członkostwo 8 kwietnia 1994 roku. W odpowiedzi na to, Raport o zbieżności z 1996 roku określił niezbędne przekształcenia mające na celu zharmonizowanie

⁸ E. Maślak, *Narodowy Bank Polski w systemie ustrojowym Rzeczypospolitej Polskiej*, Kraków 2013, s. 54

⁹ R. Chęciński, M. Przychodźki, op. cit., s. 29.

¹⁰ C. Kosikowski, *Finanse publiczne w świetle Konstytucji RP oraz orzecznictwo Trybunału Konstytucyjnego* Warszawa 2004, s. 161.

polskich przepisów z wymaganiami Europejskiego Systemu Banków Centralnych. Na tle innych państw postsocjalistycznych, Polska przyjęła nową konstytucję ze sporym opóźnieniem¹¹.

Wartości stanowiące podstawę ustroju gospodarczego państwa polskiego zostały zdefiniowane w Rozdziale I Ustawy Zasadniczej, w efekcie czego w art. 20 wymieniono jako źródło państwa społeczną gospodarkę rynkową, wolność działalności gospodarczej, własność prywatną oraz solidarność, dialog oraz współpracę partnerów społecznych¹².

Należy podkreślić, że Konstytucja określiła szczegółowo zadania i kompetencje NBP¹³, co wprowadziło większą przejrzystość i stabilność funkcjonowania banku centralnego¹⁴.

Ustawa o Narodowym Banku Polskim nadaje NBP osobowość prawną i prawo do używania pieczęci z godłem państwowym, co stanowi istotne elementy jego statusu prawnego. W kontekście przemian ustrojowych Polski, NBP przestał być jednoznacznie traktowany jako organ zarządzania gospodarką narodową i mógł być postrzegany zarówno jako organ administracji publicznej, jak i podmiot gospodarczy. NBP, będąc osobą prawa publicznego, posiada biwalentną zdolność prawną, co oznacza, że może działać zarówno w sferze prawa publicznego, zgodnie z ustawami definiującymi jego zadania, jak i w sferze prawa prywatnego¹⁵.

Rozważania na temat pozycji Narodowego Banku Polskiego (NBP) w państwie prowadzą do kilku istotnych wniosków. Konstytucja jasno wskazuje na organy NBP - Prezesa, Radę Polityki Pieniężnej (RPP) i Zarząd - co sugeruje, że NBP ma charakter organu państwowego. RPP, Prezes i Zarząd NBP są wykreowane przez prawo i posiadają kompetencje do podejmowania decyzji w imieniu państwa w określonych sprawach, co wskazuje na ich rolę jako organów państwa¹⁶.

Podsumowując, Narodowy Bank Polski (NBP) spełnia wszystkie warunki określone przez Trybunał Konstytucyjny w orzeczeniu z 26 maja 1998 r., i można uznać NBP za

¹¹ P. Winczorek, *Uwarunkowania prac nad nową Konstytucją Rzeczypospolitej Polskiej*, „Państwo i Prawo” 1997, nr 11–12, s. 18.

¹² C. Kosikowski, op. cit., s. 149.

¹³ Konstytucja RP w artykule 227 wskazuje, że NBP jest centralnym bankiem oraz sprawuje funkcję emisji pieniądza. Szczegółowe zadania i kompetencje NBP są określone w ustawie o Narodowym Banku Polskim oraz innych aktach prawnych, takich jak ustawy sektorowe i rozporządzenia.

¹⁴ M. Zubik, *Narodowy Bank Polski (analiza konstytucyjno-ustrojowa)*, „Państwo i Prawo” 2001, nr 6, s. 38–39.

¹⁵ S. Niemierka, *Pozycja Prezesa NBP w „ustawach bankowych*, „Glosa” 1998 nr 8, s. 8.

¹⁶ E. Maślak, op. cit., s. 57.

konstytucyjny organ państwa¹⁷. Takie uznane prawne pozwala zrozumieć rolę NBP jako ważnego elementu w strukturze instytucjonalnej państwa¹⁸.

Zdefiniowanie konstytucyjnego i ustawowego statusu NBP wyznacza formalne ramy późniejszej oceny niezależności RPP oraz dopuszczalnych relacji między bankiem centralnym a rządem, a także na wyznaczeniu granic ingerencji innych organów państwa w sferę polityki pieniężnej. W tym sensie normatywne podstawy działania banku centralnego tworzą ramy instytucjonalne późniejszej oceny niezależności RPP oraz możliwego oddziaływania czynnika politycznego na jej decyzje.

2. Tryb powoływania konstytucyjnych organów Narodowego Banku Polskiego

Uchwalenie Konstytucji RP oraz wejście w życie nowej ustawy o NBP zmieniło organizację polskiego banku centralnego. Do końca 1997 roku NBP był kierowany jednoosobowo przez prezesa, który stał na czele zarządu i był odpowiedzialny za wszystkie funkcje banku centralnego. Po uchwaleniu nowej konstytucji oraz wprowadzeniu zmian w ustawie o NBP, nastąpił trójpodział władzy w NBP. Prezes NBP nadal kieruje działalnością banku centralnego, ale teraz musi współdziałać z Radą Polityki Pieniężnej oraz zarządem NBP. Rada Polityki Pieniężnej jest organem odpowiedzialnym za ustalanie założeń polityki pieniężnej i składa się z różnych przedstawicieli, w tym prezesa NBP. Zarząd NBP natomiast rozpatruje główne zagadnienia związane z działalnością banku centralnego i podejmuje niezbędne uchwały do realizacji jego zadań¹⁹.

Zaznaczenie tego podziału kompetencji jest potrzebne, ponieważ pozwala później oddzielić decyzje ustrojowe i wykonawcze od właściwych decyzji polityki pieniężnej podejmowanych przez RPP.

2.1. Prezes NBP

Obecnie, zgodnie z Konstytucją RP oraz ustawą o NBP, powołanie prezesa odbywa się na podstawie wniosku prezydenta i decyzji Sejmu. Prezes NBP jest powoływany na 6-

¹⁷ M. Zubik, op. cit., s. 36–37.

¹⁸ E. Maślak, op. cit., s. 60.

¹⁹ Ibidem, s. 61.

letnią kadencję większością głosów w Sejmie i nie może pełnić tej funkcji przez więcej niż dwie kolejne kadencje. Po powołaniu prezesa NBP musi on złożyć przysięgę przed Sejmem. Konstytucja RP wyraźnie określa zasady, jakimi musi się kierować prezes NBP, włączając w to zakaz przynależności do partii politycznej czy związku zawodowego oraz prowadzenia działalności publicznej, która nie jest zgodna z godnością jego urzędu.

Zasada kolegiałności przetrwała do uchwalenia Ustawy Prawo Bankowe w 1975 roku. Od tego momentu do końca grudnia 1997 r. działalnością NBP kierował jednoosobowo prezes²⁰.

Ważną zmianą, jaką wprowadziła ustawa o NBP z 1997 roku, było przekazanie części kompetencji kierowania NBP zarządowi, choć nadal prezes NBP wywiera istotny wpływ na działalność banku²¹. Prezes NBP ponosi również odpowiedzialność konstytucyjną przed Trybunałem Stanu za ewentualne naruszenia konstytucji lub ustawy w związku ze swoim urzędowaniem.

Ustawa o NBP precyzuje, że odwołanie Prezesa NBP może nastąpić tylko w określonych przypadkach, takich jak długotrwała choroba, prawomocne skazanie sądowe za przestępstwo lub złożenie nieprawdziwego oświadczenia lustracyjnego potwierdzonego prawomocnym wyrokiem sądu. Ponadto omawiana ustawa określa również, że kadencja prezesa NBP wygasa po sześciu latach, w przypadku śmierci, złożenia rezygnacji lub odwołania. To dodatkowo podkreśla istotę przewidywalności i stabilności w działaniu banku centralnego.

Fakt, że prezes NBP pełni obowiązki do czasu objęcia stanowiska przez nowego prezesa, nawet po wygaśnięciu jego kadencji z powodu upływu sześcioletniego okresu, podkreśla stabilność funkcjonowania banku centralnego. To ważne z punktu widzenia kontynuacji działań i zapewnienia ciągłości instytucji.

Przekazanie kierowania NBP w ręce zarządu oraz zasada kolegiałności zarządzania ograniczyły kompetencje prezesa NBP²², ale wciąż pozostawiają mu pewien wpływ na politykę gospodarczą państwa. Przewodniczenie Radzie Polityki Pieniężnej oraz

²⁰ I. Kraś, op. cit., s. 62.

²¹ Ustawa o Narodowym Banku Polskim (NBP) z 1997 roku wprowadziła istotną reformę dotyczącą struktury zarządzania bankiem centralnym. Przekazano w niej część kompetencji dotyczących zarządzania NBP organowi, którym jest zarząd. Oznacza to, że niektóre decyzje dotyczące funkcjonowania i działalności NBP, takie jak podejmowanie działań operacyjnych czy administracyjnych, nie są już wyłącznie w gestii prezesów czy innych wysokich urzędników, lecz podlegają również działaniom kolegiałnym

²² Wcześniej prezes NBP miał większą samodzielność w podejmowaniu kluczowych decyzji dotyczących polityki banku centralnego. Ustawa o NBP z 1997 roku wprowadziła zmiany, które miały na celu zwiększenie transparentności i demokratyzacji procesu podejmowania decyzji w NBP poprzez większe zaangażowanie całego zarządu w kierowanie bankiem centralnym.

reprezentowanie NBP na zewnątrz nadal stanowią istotne elementy funkcji prezesa NBP, chociaż jego kompetencje jako przewodniczącego RPP są oddzielone od kompetencji samej Rady. To pokazuje, że struktura i organizacja Narodowego Banku Polskiego zostały starannie przemyślane, aby zapewnić równowagę pomiędzy różnymi organami i funkcjami²³.

Reforma funkcjonowania NBP miała na celu bardziej kolegialne zarządzanie bankiem centralnym i równocześnie ograniczenie indywidualnych kompetencji prezesa.

Prezes NBP zachowuje także swoją rolę reprezentacyjną i formalną w relacjach z władzami państwowymi, uczestnicząc w posiedzeniach Sejmu i przekazując informacje dotyczące polityki pieniężnej czy bilansu płatniczego²⁴. Jednocześnie w czasie jego nieobecności zastępowany jest przez wiceprezesa NBP, jako pierwszego zastępcy prezesa NBP²⁵.

Ustawa nie określa, komu prezes NBP może złożyć rezygnację z pełnienia stanowiska. Jediną możliwą kompetencję wydaje się mieć w powyższym zakresie Sejm, który powołuje prezesa NBP, a nie prezydent RP, który w tej sprawie składa jedynie wniosek do Sejmu²⁶.

Z perspektywy rozprawy rola Prezesa NBP jest istotna dlatego, że łączy on pozycję ustrojową banku centralnego z przewodnictwem RPP, co może wzmacniać albo ograniczać wpływ czynnika politycznego na proces decyzyjny.

2.2. Rada Polityki Pieniężnej

Rada Polityki Pieniężnej (RPP) jest organem kolegialnym, składającym się z prezesa NBP jako przewodniczącego oraz dziewięciu członków. Członkowie są powoływani w równej liczbie po 3 osoby przez prezydenta RP, Sejm i Senat spośród specjalistów z zakresu finansów. Kadencja członków RPP trwa 6 lat, a każdy z nich może pełnić swoją funkcję tylko raz, co ma na celu zapewnienie niezależności od nacisków politycznych²⁷.

²³ I. Kraś, *Rola Narodowego Banku Polskiego w polityce gospodarczej Polski w latach 1997-2010*, Częstochowa 2013, s. 65.

²⁴ P. Kłosiewicz, W. Szpringer, *Zarządzanie Bankiem Centralnym w świetle nowej ustawy o Narodowym Banku Polskim*, „Glosa”, 1997, nr 11, s. 278.

²⁵ C. Kosikowski, *Publiczne prawo bankowe*, Warszawa 1999, s. 278–279.

²⁶ Ibidem, s. 278–279.

²⁷ Kadencja członka Rady Polityki Pieniężnej jest kluczowym elementem zapewnienia niezależności i stabilności w podejmowaniu decyzji dotyczących polityki monetarnej oraz w zarządzaniu gospodarką kraju.

Zgodnie z ustawą o NBP, możliwość skrócenia kadencji członków RPP jest ściśle limitowana. Członka Rady można odwołać przed upływem sześcioletniego okresu wyłącznie w przypadku zrzeczenia się funkcji, choroby trwale uniemożliwiającej sprawowanie funkcji, skazania prawomocnym wyrokiem sądu za popełnienie przestępstwa, złożenia niezgodnego z prawdą oświadczenia lustracyjnego potwierdzonego prawomocnym orzeczeniem sądu, lub niezawieszenia działalności w partii politycznej lub związku zawodowym na okres kadencji w radzie. W razie potrzeby uzupełnienia składu Rady, organy powołujące mają trzy miesiące na podjęcie decyzji²⁸.

RPP podejmuje decyzje w formie uchwał większością głosów przy obecności co najmniej pięciu członków, w tym przewodniczącego. W razie równości głosów decyduje głos przewodniczącego, co umożliwia RPP działanie jako organ uchwałodawczy²⁹. W teorii RPP powinna być organem samodzielnym, podejmującym decyzje oraz uczestniczącym w procesie realizacji polityki gospodarczej państwa. Jednakże istnieją obawy co do jej niezależności i zdolności do podejmowania decyzji niezależnie od NBP³⁰.

Utworzenie Rady Polityki Pieniężnej jako nowego organu Narodowego Banku Polskiego (NBP) było wynikiem kompromisu politycznego i doktrynalnego w kwestii nadzoru nad działalnością banku centralnego. Choć rozważano również utworzenie Komisji Bankowej poza NBP do spraw nadzoru nad jego działalnością, ostatecznie zdecydowano się na stworzenie Rady Polityki Pieniężnej³¹.

Głównym zadaniem Rady Polityki Pieniężnej jest ustalanie corocznych założeń polityki pieniężnej, które następnie są przedkładane do wiadomości Sejmu równocześnie z projektem ustawy budżetowej. Rada ma także obowiązek składania sprawozdania z wykonania założeń polityki pieniężnej Sejmowi w ciągu pięciu miesięcy od zakończenia roku budżetowego³².

Ponadto, Rada Polityki Pieniężnej, kierując się założeniami polityki pieniężnej, ma konkretne zadania, takie jak ustalanie wysokości stóp procentowych NBP, stóp rezerwy obowiązkowej banków, zatwierdzanie planu finansowego NBP, przyjmowanie rocznego sprawozdania finansowego NBP, oraz określanie zasad rachunkowości NBP. Dodatkowo,

Długość kadencji zapewnia stabilność w podejmowaniu decyzji dotyczących polityki pieniężnej, co jest kluczowe dla efektywności działania RPP.

²⁸ I. Kraś, op. cit., s. 95.

²⁹ C. Kosikowski, *Finanse publiczne...*, op. cit., s. 253.

³⁰ B. Banaszak, *Konstytucja Rzeczypospolitej Polskiej. Komentarz*, Warszawa 2009, s. 963.

³¹ C. Kosikowski, *Publiczne prawo bankowe*, op. cit., s. 283.

³² E. Maślak, op. cit., s. 96.

Rada dokonuje oceny działalności zarządu NBP w zakresie realizacji założeń polityki pieniężnej.

Organizację działania RPP, w tym zasady udziału w posiedzeniach i sposoby podejmowania decyzji, określa ustawa oraz regulamin Rady Polityki Pieniężnej. Posiedzenia Rady są zwoływane przez przewodniczącego co najmniej raz w miesiącu, a także mogą być zwoływane na wniosek co najmniej trzech jej członków. W przypadku braku obecności przewodniczącego, posiedzenie prowadzi najstarszy wiekiem członek rady obecny na spotkaniu.

Należy zauważyć, że chociaż RPP posiada duże kompetencje, brak jest dla niej uregulowanej formalnej odpowiedzialności za działania. Ostatecznie, za decyzje i działania podejmowane w ramach Rady odpowiedzialność ponosi prezes NBP, który może być pociągnięty do odpowiedzialności przed Trybunałem Stanu.

Rada Polityki Pieniężnej (RPP) przewiduje możliwość zgłaszania przez przewodniczącego i członków zdania odrębnego, jeśli nie zgadzają się z treścią podjętej uchwały. Uchwały są podpisywane przez przewodniczącego i wszystkich członków biorących udział w głosowaniu³³.

Z posiedzeń rady sporządza się protokół, który następnie jest przedstawiany radzie do przyjęcia na kolejnym posiedzeniu³⁴. Protokół zawiera informacje takie jak data posiedzenia, lista obecnych osób, porządek obrad, informacje o podjętych ustaleniach, w tym uchwałach, oraz przebieg dyskusji. Do protokołu dołącza się także uchwały, zdania odrębne, wyniki głosowań oraz komunikaty prasowe. Protokół jest podpisywany przez przewodniczącego rady i dostarczany członkom rady oraz członkom zarządu NBP.

Rada Polityki Pieniężnej (RPP) ma istotny wpływ na niezależność funkcjonalną Narodowego Banku Polskiego (NBP) w zakresie tworzenia, realizacji i odpowiedzialności za wykonywanie polityki pieniężnej. NBP prowadzi politykę pieniężną zgodnie z uchwałami RPP, która jest organem banku centralnego. Ustawa o NBP pozwala RPP samodzielnie decydować o rodzaju i stopniu szczegółowości zadań, które planuje realizować i o których informuje Sejm oraz inne organy państwowe.

³³ A. Jończyk, *Rada Polityki Pieniężnej – nowy organ banku centralnego*, „Przegląd Podatkowy” 1998, s. 33.

³⁴ Jest to standardowa praktyka, mająca na celu dokumentowanie przebiegu dyskusji, podejmowanych decyzji oraz głosowań. Protokół zawiera zazwyczaj szczegółowe informacje na temat omawianych kwestii, argumentacji przedstawionej przez członków Rady, a także uzasadnienia podejmowanych decyzji. Przyjęcie protokołu na kolejnym posiedzeniu RPP zapewnia jego formalne zatwierdzenie i stanowi istotny element zapewnienia przejrzystości oraz odpowiedzialności w procesie podejmowania decyzji dotyczących polityki pieniężnej.

Niezależność RPP jest elementem szeroko rozumianej niezależności Narodowego Banku Polskiego i ma charakter ustrojowy oraz funkcjonalny.

Do podstawowych gwarancji niezależności należą:

a) Umocowanie konstytucyjne - RPP jest wymieniona wprost w Konstytucji RP jako organ NBP, co chroni ją przed łatwymi zmianami ustawowymi³⁵.

b) Długa, niepokrywająca się z kadencjami politycznymi kadencja - 6-letnia kadencja członków RPP jest dłuższa niż kadencje Sejmu, Senatu i Prezydenta, co ogranicza bieżący wpływ polityczny.

c) Rozproszony tryb powoływania - Członkowie RPP są powoływani przez różne organy władzy, co zapobiega dominacji jednego ośrodka politycznego³⁶.

d) Zakaz działalności politycznej Prezesa NBP - Prezes NBP (przewodniczący RPP) nie może należeć do partii politycznej ani związku zawodowego ani prowadzić działalności niezgodnej z godnością urzędu³⁷.

Opisane w tym rozdziale elementy, takie jak skład RPP, sposób powoływania, długość kadencji, gwarancje niezależności, podstawowe kompetencje, tryb podejmowania uchwał oraz głosowań mają bezpośrednie znaczenie dla późniejszej analizy możliwego oddziaływania czynników politycznych na proces decyzyjny.

2.3. Zarząd NBP

Zarząd Narodowego Banku Polskiego (NBP) jest organem wykonawczo-zarządzającym, a jego struktura i funkcje są określone przez Konstytucję RP oraz Ustawę o NBP. Składa się on z prezesa NBP jako przewodniczącego oraz 6–8 członków zarządu, w tym dwóch wiceprezesów NBP. Prezydent Rzeczypospolitej Polskiej powołuje i odwołuje członków zarządu na wniosek prezesa NBP³⁸.

Członkowie zarządu są powoływani na okres sześciu lat i nie mogą pełnić tej funkcji dłużej niż przez dwie kolejne kadencje³⁹. Powołanie nowych członków zarządu powinno nastąpić najpóźniej do dnia wygaśnięcia kadencji poprzednich. Możliwe jest odwołanie

³⁵ Konstytucja Rzeczypospolitej Polskiej, art. 227 ust. 2.

³⁶ Konstytucja Rzeczypospolitej Polskiej, art. 227 ust. 3 i 5.

³⁷ Konstytucja Rzeczypospolitej Polskiej, art. 227 ust. 4

³⁸ I. Kraś, op. cit., s. 109.

³⁹ Takie rozwiązanie ma na celu zarówno zapewnienie stabilności instytucjonalnej, jak i umożliwienie wprowadzania nowych osób i świeżych perspektyw w zarządzaniu polityką monetarną kraju.

członka zarządu przed upływem sześcioletniego okresu jedynie w wyznaczonych przypadkach, takich jak zrzeczenie się funkcji, trwale uniemożliwiająca choroba, skazanie prawomocnym wyrokiem sądu za popełnienie przestępstwa, złożenie niezgodnego z prawdą oświadczenia lustracyjnego oraz niezawieszenie działalności w partii politycznej lub związku zawodowym na okres kadencji w zarządzie.

Zarząd NBP jest organem apolitycznym, co oznacza, że jego członkowie nie mogą zajmować żadnych innych stanowisk ani podejmować działalności zarobkowej lub publicznej poza pracą naukową, dydaktyczną lub twórczością autorską. Ponadto, członek zarządu będący członkiem partii politycznej lub związku zawodowego jest obowiązany na okres kadencji w zarządzie zawiesić działalność w tej partii lub w tym związku⁴⁰. Realizuje on uchwały Rady Polityki Pieniężnej, która jest organem banku centralnego odpowiedzialnym za ustalanie polityki pieniężnej⁴¹. Jednocześnie, w niektórych sprawach Zarząd NBP występuje jako organ stanowiący, co oznacza, że ma uprawnienia do podejmowania decyzji w określonych obszarach. Jednakże, zasadnicze funkcje banku centralnego, w tym ustalanie polityki pieniężnej, wykonuje Rada Polityki Pieniężnej⁴².

Zarząd NBP podejmuje uchwały w sprawach niezastrzeżonych w ustawie do wyłącznej kompetencji innych organów NBP, które są niezbędne do zapewnienia realizacji zadań i sprawnego funkcjonowania banku centralnego. Decyzje podejmowane są większością bezwzględną głosów, a w przypadku równej liczby głosów decyduje głos przewodniczącego zarządu.

⁴⁰ Uchwała Zarządu Narodowego Banku Polskiego z dnia 10 kwietnia 1998 r. w sprawie regulaminu Zarządu Narodowego Banku Polskiego nr 12, poz. 203 ze zm., § 11.

⁴¹ Zarząd NBP, na podstawie uchwał RPP, jest odpowiedzialny za codzienne zarządzanie działalnością banku, w tym za implementację decyzji polityki pieniężnej. Oznacza to, że zarząd jest wykonawcą decyzji Rady i odpowiedzialny za ich realizację w praktyce gospodarczej i operacyjnej. Zarząd NBP może również wspierać RPP w formułowaniu rekomendacji i analiz, które mogą wpłynąć na decyzje dotyczące polityki pieniężnej. Rada Polityki Pieniężnej i Zarząd NBP współpracują ze sobą w celu skutecznego zarządzania polityką pieniężną, przy czym RPP pełni rolę decyzyjną, a zarząd jest odpowiedzialny za realizację tych decyzji w praktyce.

⁴² C. Kosikowski, *Finanse publiczne...*, op. cit., s. 251.

Ustawa o NBP nie przewiduje bezpośredniej odpowiedzialności Zarządu NBP za podejmowane decyzje⁴³. Jedynie prezes NBP, będący przewodniczącym zarządu, ponosi odpowiedzialność za działania banku centralnego⁴⁴.

Szczegółowy tryb działania Zarządu NBP określa regulamin. Posiedzenia zarządu odbywają się nie rzadziej niż raz na dwa tygodnie i są zwoływane zgodnie z harmonogramem ustalonym na dany rok. Mogą być zwoływane w trybie zwyczajnym przez przewodniczącego zarządu lub w trybie nadzwyczajnym na wniosek co najmniej trzech członków zarządu.

Powyższe uwagi są potrzebne przede wszystkim po to, by oddzielić wykonawczą rolę Zarządu NBP od właściwych decyzji polityki pieniężnej podejmowanych przez RPP.

Takie rozróżnienie ma znaczenie dla dalszej analizy, ponieważ pozwala precyzyjnie ustalić, który organ odpowiada za poszczególne elementy polityki pieniężnej jako części polityki państwa.

2.4. KNF, KSF, centrala i oddziały okręgowe NBP

NBP współdziała z instytucjami bezpieczeństwa finansowego w szczególności KNF, KSF, co ma znaczenie dla stabilności systemu finansowego, ale pozostaje jedynie kontekstem pomocniczym wobec zasadniczych kompetencji banku centralnego i RPP.

Narodowy Bank Polski (NBP) wykonuje swoje zadania przy pomocy centrali oraz oddziałów okręgowych. Strukturę organizacyjną NBP określa Zarząd NBP, który na drodze uchwały powołuje, przekształca i likwiduje komórki organizacyjne NBP oraz określa zakres ich działania.

⁴³ W ramach struktury NBP, odpowiedzialność za politykę pieniężną spoczywa głównie na Radzie Polityki Pieniężnej (RPP), która jest organem decyzyjnym w tej dziedzinie. Zgodnie z ustawą, Rada Polityki Pieniężnej ma kompetencje do ustalania stóp procentowych, decydowania o operacjach na rynku otwartym oraz formułowania innych instrumentów polityki pieniężnej mających na celu stabilizację cen i kontrolę podaży pieniądza. Rada składa się z członków powoływanych na określonych zasadach, którzy mają głos w podejmowaniu decyzji dotyczących polityki pieniężnej. Zarząd NBP natomiast odpowiada za zarządzanie codziennymi operacjami banku, w tym za implementację decyzji polityki pieniężnej podjętych przez Radę. Zarząd może wspierać RPP w opracowywaniu analiz i rekomendacji, jednak nie ma bezpośredniej kompetencji decyzyjnej w kwestiach polityki pieniężnej. Ustawa o NBP klarownie rozdziela role i odpowiedzialności między Radą Polityki Pieniężnej a Zarządem NBP, co ma na celu zapewnienie niezależności decyzji polityki pieniężnej oraz odpowiednią strukturę zarządzania bankiem centralnym.

⁴⁴ C. Kosikowski, *Publiczne prawo bankowe*, op. cit., s. 288.

3. Funkcje, cele, zadania i rola Narodowego Banku Polskiego

Najważniejsze cele o charakterze długofalowym oraz zadania NBP zawarte są w podstawowych aktach normatywnych, takich jak Konstytucja RP oraz Ustawa o NBP. Szczegółowe zadania, zwłaszcza te krótkoterminowe, mogą być formułowane przez wewnętrzne gremia NBP⁴⁵.

Podrozdział ten porządkuje kompetencje NBP po to, by w dalszej części pracy nie przypisywać RPP wszystkich działań banku centralnego, lecz tylko te, które mieszczą się w jej rzeczywistej sferze decyzyjnej.

3.1. Funkcje Narodowego Banku Polskiego

Zadania NBP, zgodnie z Ustawą o NBP, można podzielić według kryterium funkcji na:

- a. Funkcja emisyjna: obejmująca emisję znaków pieniężnych Rzeczypospolitej Polskiej oraz gospodarkę znakami pieniężnymi.
- b. Funkcja banku banków: obejmująca organizowanie rozliczeń pieniężnych, regulowanie płynności banków, kształtowanie warunków dla rozwoju systemu bankowego, realizowanie polityki walutowej, stosowanie instrumentów polityki pieniężnej oraz prowadzenie rachunków bankowych.
- c. Funkcja banku państwa: obejmująca prowadzenie gospodarki rezerwami dewizowymi, obsługę bankową budżetu państwa, działalność dewizową, opracowywanie statystyki pieniężnej i bankowej oraz członkostwo w międzynarodowych instytucjach finansowych i bankowych.
- d. Funkcja stabilności finansowej: związana z działaniem NBP na rzecz stabilności krajowego systemu finansowego.

⁴⁵ Szczegółowe zadania NBP, zwłaszcza te krótkoterminowe, mogą być formułowane przez wewnętrzne gremia NBP, takie jak Rada Polityki Pieniężnej (RPP) czy też różne komitety i działy specjalistyczne. Te organy wewnętrzne NBP zajmują się analizą aktualnej sytuacji gospodarczej, prognozowaniem inflacji, monitorowaniem rynków finansowych oraz podejmowaniem decyzji dotyczących konkretnych instrumentów polityki pieniężnej.

Realizacja tych funkcji odbywa się poprzez działania organów NBP, zarówno centralnych, jak i oddziałów okręgowych. Poprzez wypełnienie tych zadań NBP dąży do osiągnięcia zamierzonych celów zawartych w Konstytucji RP i Ustawie o NBP⁴⁶.

a. Funkcja emisyjna

NBP ma wyłączne prawo emitowania znaków pieniężnych, czyli banknotów i monet, które są prawnym środkiem płatniczym w Polsce - zgodnie z artykułem 227 Konstytucji RP⁴⁷. Artykuł 4 Ustawy o NBP precyzuje to prawo, stwierdzając, że NBP przysługuje wyłączne prawo emitowania znaków pieniężnych Rzeczypospolitej Polskiej, czyli banknotów i monet⁴⁸.

NBP dokonuje prognoz zapotrzebowania na pieniądź gotówkowy, uwzględniając wielkość i strukturę obrotów oraz płatności w gospodarce. Uwzględnia również konieczność wycofywania z obiegu zużytych banknotów⁴⁹. NBP projektuje i zamawia banknoty w Państwowej Wytwórni Papierów Wartościowych S.A. oraz monety w Mennicy Państwowej S.A. Bank centralny wprowadza pieniądź do obiegu, dbając o jego płynność i odpowiednią strukturę nominalną⁵⁰. Wyłączne prawo do emisji pieniądza pozwala NBP kontrolować podaż pieniądza i wpływać na stabilność walutową. Regulowanie ilości pieniądza w obiegu ma istotne znaczenie dla kontroli inflacji i utrzymania stabilności cen. Organizacja obiegu pieniężnego oraz regulacja emisji pieniądza to kluczowe aspekty funkcji banku emisyjnego.

Podkreślenie wyłączności NBP do emisji znaków pieniężnych w ustawie o NBP jest zgodne z Konstytucją RP, chociaż zapis ustawowy zawęża zakres pojęciowy "emisji pieniądza"⁵¹. Niemniej jednak, regulacje ustawowe wspierają realizację konstytucyjnego

⁴⁶ I. Kraś, op. cit., s. 141.

⁴⁷ Prawo do emisji pieniądza oznacza, że to NBP jest odpowiedzialny za decyzje dotyczące wprowadzenia nowych banknotów i monet do obiegu oraz regulowanie ogólnej ilości pieniądza w obiegu. NBP kontroluje podaż pieniądza w gospodarce poprzez decydowanie o wysokości emisji, co ma wpływ na stabilność cenową i inne aspekty ekonomiczne kraju. NBP posiada konstytucyjną niezależność w podejmowaniu decyzji dotyczących emisji pieniądza, co jest istotne dla utrzymania stabilności finansowej i gospodarczej kraju. Decyzje te podejmowane są na podstawie analiz ekonomicznych oraz długoterminowych celów polityki pieniężnej, niezależnie od krótkoterminowych wpływów politycznych.

⁴⁸ I. Kraś, op. cit., s. 142.

⁴⁹ Z.J. Marski, *Pieniądź gotówkowy. Historia, obieg, perspektywy*, „Materiały i Studia – Narodowy Bank Polski” 1997, nr 1, s. 23–36.

⁵⁰ C. Kosikowski, *Publiczne prawo bankowe*, op. cit., s. 294–296.

⁵¹ Choć ustawowe zawężenie zakresu pojęciowego "emisji pieniądza" może istnieć, to zasadnicze prawo NBP do decydowania o emisji znaków pieniężnych pozostaje niezmiennie chronione i zgodne z przepisami Konstytucji RP. Ostatecznie, zarówno Konstytucja, jak i odpowiednie ustawy zapewniają NBP niezbędne narzędzia i autorytet do zarządzania pieniądzem w kraju, mając na uwadze jego integralność i stabilność.

celu dbałości o wartość polskiego pieniądza poprzez precyzyjne określenie działań związanych z emisją i obiegiem znaków pieniężnych⁵².

b. Funkcja banku banków

Pełnienie funkcji banku banków pozwala NBP na monitorowanie i regulowanie działalności banków komercyjnych w celu zapewnienia stabilności sektora bankowego oraz bezpieczeństwa depozytów klientów. Nadzór nad systemami płatności i uczestnictwo w międzybankowym rynku pieniężnym umożliwiają skuteczną interwencję w przypadku wystąpienia zakłóceń w funkcjonowaniu systemu finansowego.

Można wyróżnić trzy główne płaszczyzny oddziaływania banku centralnego na banki komercyjne. Pierwsza wiąże się z realizacją szeroko pojętej polityki pieniężnej (obejmującej aspekty walutowe); druga dotyczy kształtowania warunków bezpieczeństwa finansowego w sektorze bankowym, a trzecia z zapewnieniem prawidłowego funkcjonowania i płynności systemu rozliczeń pieniężnych i rachunków bankowych⁵³.

Operacje kredytowe stosowane przez NBP w ramach funkcji banku banków ograniczają się do refinansowania banków komercyjnych poprzez udzielanie kredytu lombardowego i kredytu redyskontowego. Kredyt lombardowy udzielany jest przez NBP na pokrycie krótkoterminowych niedoborów płynności banków komercyjnych⁵⁴. Udziela się go pod zastaw skarbowych papierów wartościowych (takich jak bony, obligacje skarbowe). Wartość kredytu lombardowego nie może przekraczać 80% wartości nominalnej zastawionych papierów wartościowych. Kredyt redyskontowy udzielany jest w formie redyskonta weksli. Narodowy Bank Polski skupuje weksle od banków komercyjnych według stopy redyskontowej. Kredyt redyskontowy jest oprocentowany wyższą stopą niż stopa rynkowa, a w przypadku jego wykorzystania banki komercyjne muszą dzielić się zyskami z operacji finansowania podmiotu zobowiązanego do dyskonta z NBP, któremu płaci redyskonto⁵⁵.

W ramach funkcji banku banków, NBP przyjmuje od banków komercyjnych od 2001 r. krótkoterminowe lokaty⁵⁶. Mają one formę jednodniowego depozytu, który zostaje

⁵² W. Baka, Bank centralny i banki komercyjne w dwupoziomym systemie bankowym, „Prawo Bankowe” 1995, nr 4, s. 59-60.

⁵³ Ibidem, s. 61.

⁵⁴ D. Tymoczko, *Instrumenty interwencji banku centralnego na rynku pieniężnym*, „Materiały i Studia – Narodowy Bank Polski” 2000, nr 102, s. 48.

⁵⁵ I. Kraś, op. cit., s. 151.

⁵⁶ Uchwała Rady Polityki Pieniężnej z 28 listopada 2001 r. w sprawie stopy redyskontowej weksli, oprocentowania kredytów refinansowych oraz oprocentowania lokaty terminowej w Narodowym Banku Polskim, Dz. Urz. NBP Nr 20, poz. 39.

zwrócony wraz z należnymi odsetkami w kolejnym dniu roboczym. Jest to opłata, jaką NBP płaci za udostępnienie mu wolnych środków banku komercyjnego. Oprocentowanie jednodniowego depozytu w NBP określa dolną granicę stóp procentowych na rynku międzybankowym⁵⁷.

Prezentowana funkcja banku banków poza zasilaniem banków komercyjnych w płynność realizowana jest przez NBP poprzez prowadzenie rachunków bankowych banków komercyjnych oraz wykonywanie zadań centralnej izby rozliczeniowej pieniądzem gotówkowym. W związku z tym każdy bank komercyjny posiada w NBP swoje rachunki bieżące, na których znajdują się jego zasoby pieniądza gotówkowego. Zarząd NBP określa warunki otwierania i prowadzenia rachunków bankowych banków komercyjnych na drodze uchwały⁵⁸.

W ramach funkcji banku banków, Narodowy Bank Polski do końca 2007 r. sprawował nadzór nad sektorem bankowym. Do 1998 r. zakres tego nadzoru nad bankami komercyjnymi realizowany przez NBP był bardzo szeroki i obejmował zabezpieczenie ich przed ryzykiem upadłości. Od 1 stycznia 2008 r. Komisja Nadzoru Finansowego przejęła kompetencje Komisji Nadzoru Bankowego⁵⁹.

c. Funkcja banku państwa

NBP przekazuje organom państwa założenia polityki pieniężnej oraz informacje dotyczące realizacji tej polityki i sytuacji w systemie bankowym. Ponadto współpracuje z ministrem finansów w opracowywaniu planów finansowych państwa, a także opiniuje projekty aktów normatywnych z zakresu polityki gospodarczej i dotyczących działalności banków.

Ponadto przedstawia Sejmowi i Radzie Ministrów kwartalne informacje o bilansie płatniczym i roczne zestawienie międzynarodowej pozycji inwestycyjnej Polski⁶⁰. Do jego zadań należy sporządzanie bilansu płatniczego i międzynarodowej pozycji inwestycyjnej Polski. Bilans płatniczy to zestawienie transakcji ekonomicznych między rezydentami krajowymi a zagranicznymi podmiotami gospodarczymi. Międzynarodowa pozycja inwestycyjna Polski to stan zagranicznych aktywów i pasywów podmiotów krajowych na

⁵⁷ Uchwała Rady Polityki Pieniężnej z 19 stycznia 2011 r. w sprawie stopy redyskontowej weksli, oprocentowania kredytów refinansowych oraz oprocentowania lokaty terminowej w Narodowym Banku Polskim, Dz. Urz. NBP Nr 1, poz. 1.

⁵⁸ I. Kraś, op. cit., s. 154.

⁵⁹ Ustawa z dnia 21 lipca 2006 r., o nadzorze nad rynkiem finansowym, Dz. U. Nr 157 poz. 1119.

⁶⁰ C. Kosikowski, *Pozycja Narodowego Banku Polskiego...*, op. cit., s. 23.

koniec roku, informująca o pozycji Polski jako wierzyciela lub dłużnika netto w stosunku do zagranicy⁶¹.

NBP reprezentuje ponadto interesy Polski w międzynarodowych instytucjach bankowych i finansowych, poprzez realizację polityki walutowej, ustalonej przez Radę Ministrów w porozumieniu z Radą Polityki Pieniężnej. NBP pełni funkcję agenta finansowego rządu w zakresie zawierania i realizacji umów kredytowych oraz obsługi zadłużenia zagranicznego państwa, a także prowadzi rachunki budżetu państwa i obsługuje pożyczki państwowe zaciągnięte przez emisję papierów wartościowych⁶². Te działania NBP są kluczowe dla stabilności polskiej gospodarki i pozycji kraju na arenie międzynarodowej.

Narodowy Bank Polski (NBP) pełniąc nie tylko funkcję banku centralnego, ale także banku państwa, ma też zadania związane zarówno z zarządzaniem rezerwami dewizowymi, jak i obsługą budżetu państwa. NBP gromadzi rezerwy dewizowe, zarządza nimi oraz podejmuje działania mające na celu zapewnienie bezpieczeństwa obrotu dewizowego i płynności płatniczej kraju. Ta działalność opiera się na przepisach prawa dewizowego⁶³.

NBP prowadzi rachunki bankowe budżetu państwa, monitorując wykonanie ustawy budżetowej i organizując przetargi na sprzedaż bonów skarbowych., a także realizuje zlecenia związane ze sprzedażą obligacji rządowych, służących finansowaniu długotrwałych potrzeb rządu, oraz obligacji nominowanych w dolarach USA. Ponadto do jego obowiązków należy obsługa zadłużenia zagranicznego państwa.

d. Funkcja zapewnienia stabilności finansowej

Misja stabilizacji finansowej NBP nie jest bezpośrednio regulowana zapisami ustawowymi, lecz jest realizowana poprzez różne działania operacyjne i regulacyjne.

Rola Narodowego Banku Polskiego (NBP) w dzisiejszym rynku finansowym staje się coraz bardziej złożona i wymaga podejmowania działań mających na celu zapewnienie stabilności systemu finansowego⁶⁴. NBP pełni rolę "pożyczkodawcy ostatniej instancji", czyli instytucji, która podejmuje działania mające na celu stabilizację sektora bankowego w sytuacjach kryzysowych⁶⁵. Jednak takie działania powinny być stosowane jedynie w

⁶¹ I. Kraś, op. cit., s. 166.

⁶² K. Koperkiewicz-Mordel, L. Góral, *Organizacja i zadania nadzoru bankowego*, „Bank i Kredyt” 1996, nr 12, wkładka „Bankowe ABC”, s. 13–14.

⁶³ I. Kraś, op. cit., s. 167.

⁶⁴ J. Osiński, *Stabilność finansowa w Polsce – aspekty systemowe*, „Bank i Kredyt” 2005, nr 11–12, dodatek „Polski system bankowy – stan i perspektywy”, s. 5.

⁶⁵ I. Kraś, op. cit., s. 157.

ostateczności, gdy inne metody nie są skuteczne i występuje możliwość zarażenia kryzysem⁶⁶.

Coraz częściej podkreśla się, że stabilność finansowa powinna być najogólniejszym celem banków centralnych, przewyższającym nawet stabilność cen⁶⁷. NBP, w ramach funkcji stabilności finansowej, ma za zadanie nie tylko stabilizować sektor bankowy, ale także nadzorować systemy płatnicze oraz podejmować działania w zakresie analizy makroostrożnościowej i polityki informacyjnej⁶⁸. Nowelizacja Ustawy o NBP wprowadziła zapis dotyczący działania NBP na rzecz stabilności systemu finansowego, co potwierdza znaczenie tej funkcji.

Stabilność finansowa, jako efekt realizacji funkcji stabilizacji finansowej przez NBP, ma istotne znaczenie dla wszystkich uczestników rynku finansowego. Zapewnia ona ciągły dostęp do usług finansowych i zwiększa zaufanie do systemu finansowego, co przynosi korzyści wszystkim konsumentom⁶⁹. Z punktu widzenia rozprawy stabilność finansowa jest ważnym kontekstem, ale nie może zastępować podstawowego kryterium oceny decyzji RPP, którym pozostaje stabilność cen i adekwatność reakcji polityki pieniężnej.

To ujęcie funkcjonalne jest potrzebne, aby w dalszej analizie nie przypisywać RPP wszystkich działań NBP, lecz jedynie te, które rzeczywiście należą do sfery decyzji polityki pieniężnej.

3.2. Cele banku centralnego w Polsce

Konstytucja RP wyznacza podstawowy cel Narodowego Banku Polskiego (NBP) jako banku centralnego, a mianowicie odpowiedzialność za wartość polskiego pieniądza. To fundamentalne zadanie NBP w gospodarce wolnorynkowej polega na zapewnieniu stabilności polskiej waluty poprzez:

- Kształtowanie i realizację polityki pieniężnej w celu przeciwdziałania inflacji i utrzymania odpowiedniej relacji między krajową jednostką pieniężną a innymi walutami.
- Kształtowanie emisji pieniądza i regulowanie obiegu pieniężnego.

⁶⁶ A.M. Jurkowska, *Bank centralny a bezpieczeństwo i stabilność systemu finansowego*, „Ekonomia i Prawo” 2005, nr 1 „Ład instytucjonalny w gospodarce”, s. s. 265–266.

⁶⁷ I. Kraś, op. cit., s. 157.

⁶⁸ O. Szczepańska, *Stabilność finansowa jako cel banku centralnego*, Warszawa 2008, s. 134–189.

⁶⁹ I. Kraś, op. cit., s. 165.

- Regulowanie zasad i form rozliczeń pieniężnych.
- Tworzenie warunków instytucjonalno-systemowych dla utrzymania wysokiego poziomu bezpieczeństwa finansowego banków⁷⁰.

Konstytucyjna odpowiedzialność NBP za wartość polskiego pieniądza nie sprowadza się jedynie do dążenia do wzrostu jego wartości lub utrzymania go na stałym poziomie⁷¹. Rozumie się ją raczej jako nakładanie na NBP obowiązku prowadzenia polityki pieniężnej, która sprzyja wszechstronnemu rozwojowi gospodarczemu i poprawie standardu życia obywateli. Dlatego NBP stosuje elastyczną politykę pieniężną, która uwzględnia różnorodne czynniki ekonomiczne.

Konstytucja RP formułuje tylko jeden szeroki cel banku centralnego w Polsce, który jest szerszy niż jedynie stabilizacja cen, jak to zostało zapisane w Ustawie o NBP⁷². Natomiast zapisy ustawowe określają, że NBP ma dwa cele: utrzymanie stabilnego poziomu cen oraz wspieranie polityki gospodarczej rządu, o ile nie ogranicza to podstawowego celu NBP, jakim jest odpowiedzialność za wartość polskiego pieniądza.

Konstytucja RP nakłada na NBP główny cel - odpowiedzialność za wartość polskiego pieniądza - co jest szerszym celem niż utrzymanie stabilnego poziomu cen, jak to zostało sprecyzowane w Ustawie o NBP. Ta różnica w sformułowaniu celów może prowadzić do niejednoznaczności i niejasności w interpretacji roli NBP w gospodarce.

Zgodnie z powyższym, zapis ustawowy sugerujący, że NBP powinien wspierać politykę gospodarczą rządu, może prowadzić do sytuacji, w której bank centralny może być podatny na naciski polityczne, co z kolei może zagrażać jego niezależności i skuteczności w realizacji głównego celu⁷³.

Znaczenie powyższych uwag dla rozprawy polega na wskazaniu, że ocena decyzji RPP wymaga konfrontowania ich zarówno z konstytucyjnym obowiązkiem dbałości o wartość pieniądza, jak i z ustawowym obowiązkiem wspierania polityki gospodarczej rządu w granicach celu podstawowego. Spór o hierarchię celów banku centralnego jest zarazem sporem o to, jak dalece polityka pieniężna powinna pozostawać odseparowana od bieżącej polityki gospodarczej rządu, a jak dalece może być ujmowana jako jej instrument

⁷⁰ W. Baka, *Transformacja bankowości polskiej w latach 1988–1995*, Warszawa 1997, s. 37.

⁷¹ Konstytucja RP oraz ustawa o NBP przypisują NBP zadanie utrzymania stabilności cenowej oraz dbałość o stabilność systemu finansowego.

⁷² P. Szpunar, *Cele pośrednie a skuteczność polityki pieniężnej*, „Bank i Kredyt” 1998, nr 1–2, s. 17.

⁷³ E. Fojcik-Mastalska, *Bank Centralny*, w: *System prawa finansowego*, t. 4: *Prawo walutowe, prawo dewizowe, prawo rynku finansowego*, Warszawa 2010, s. 119–120.

pomocniczy. W tym sensie cele NBP należy interpretować nie tylko jako kategorie ekonomiczne, lecz także jako element ładu instytucjonalnego państwa.

4. Polityka gospodarcza a funkcje Narodowego Banku Polskiego

Narodowy Bank Polski (NBP) pełni istotną rolę we współkształtowaniu i realizacji polityki gospodarczej państwa. Jego funkcje, takie jak emisyjna, banku banków, banku państwa i stabilności finansowej, mają duże znaczenie dla gospodarki⁷⁴. NBP współuczestniczy w kształtowaniu polityki gospodarczej, analizując jej skutki i sygnalizując ewentualne zagrożenia⁷⁵.

Jednym z kluczowych aspektów polityki gospodarczej państwa jest mechanizm transmisji, czyli sposób, w jaki polityka pieniężna wpływa na gospodarkę i inflację. Zrozumienie tych mechanizmów jest niezbędne dla NBP, aby móc odpowiednio dostosowywać stopy procentowe i utrzymywać równowagę w gospodarce. NBP analizuje różne kanały transmisji, takie jak kanał stopy procentowej, kanał kursu walutowego i kanał kredytowy⁷⁶. NBP jest zobowiązany do działania zgodnie z ustawowym mandatem, który nakazuje mu utrzymanie stabilnego poziomu cen jako podstawowego celu. Współdziałanie NBP w polityce gospodarczej państwa powinien być podporządkowane temu celowi, a wszelkie działania podejmowane przez NBP mają na celu zapobieganie inflacji i utrzymanie stabilności cen.

W kontekście polityki gospodarczej istotne jest, czy bank centralny dostosowuje się do kalendarza politycznego czy też działa niezależnie od tego. Niezależny bank centralny może skutecznie przeciwstawić się działaniom polityków, którzy mogą dążyć do poprawy koniunktury kosztem zwiększenia inflacji. W takim przypadku NBP może korygować decyzje polityczne, które są szkodliwe dla gospodarki. Jednakże, pomimo niezależności, istnieje zapis ustawy nakazujący NBP wspierać politykę gospodarczą rządu⁷⁷. To może prowadzić do prób wywierania nacisku w celu wykorzystania polityki pieniężnej do

⁷⁴ B. Winiarski, *Pojęcia podstawowe*, w: *Polityka gospodarcza*, red. B. Winiarski, Warszawa 2006, s. 18.

⁷⁵ Z. Ofiarski, *Prawo bankowe*, Szczecin 2021, s. 441.

⁷⁶ I. Kraś, op. cit., s. 173.

⁷⁷ Literalnie nie ma bezpośredniego prawnego obowiązku nakazującego Narodowemu Bankowi Polskiemu (NBP) wspieranie polityki gospodarczej rządu w sensie finansowania lub bezpośredniego finansowego wsparcia. NBP jest instytucją niezależną, a jego główne cele, określone w ustawie o NBP, koncentrują się na utrzymaniu stabilności cen, wspieraniu ogólnego rozwoju gospodarczego kraju oraz zapewnieniu stabilności systemu finansowego. Jednakże, NBP może wspierać politykę gospodarczą rządu poprzez swoje działania w ramach polityki pieniężnej, np. poprzez regulowanie stóp procentowych.

trwałego obniżenia stopy bezrobocia. Jednakże, wykorzystanie ekspansywnej polityki pieniężnej do ograniczenia bezrobocia może mieć negatywne konsekwencje w długim okresie, takie jak trwałe zwiększenie inflacji.

W długim terminie wpływ polityki pieniężnej na realną sferę gospodarki staje się neutralny, a stopa bezrobocia powraca do swojego naturalnego poziomu. Dlatego też, choć ekspansywna polityka pieniężna może przynieść chwilowe zmniejszenie bezrobocia, jej skutki negatywne w postaci trwałego wzrostu inflacji są niewspółmiernie większe. Z kolei restrykcyjna polityka monetarna, choć może przynieść przejściowy wzrost bezrobocia, prowadzi do niższego poziomu inflacji w długim okresie. W związku z tym, bank centralny, w tym przypadku NBP, musi podejmować decyzje w sposób odpowiedzialny, biorąc pod uwagę zarówno cele krótkoterminowe, jak i długoterminowe stabilności cen i bezrobocia⁷⁸. Odpowiednie wyważenie tych celów może prowadzić do bardziej stabilnej i zrównoważonej gospodarki.

Narodowy Bank Polski (NBP) odgrywa istotną rolę w polityce gospodarczej, a jego funkcje mają na celu tworzenie warunków sprzyjających utrzymaniu równowagi w gospodarce, co przejawia się w niskiej i stabilnej inflacji. NBP może podejmować działania w celu stabilizacji koniunktury gospodarczej poprzez manipulowanie stopami procentowymi w zależności od poziomu bezrobocia w gospodarce. Ekspansja monetarna, czyli zwiększenie podaży pieniądza, może przyczynić się do obniżenia bezrobocia, jednak może też prowadzić do wzrostu inflacji⁷⁹.

Działania NBP w ramach swoich funkcji mają na celu zaspokojenie potrzeb różnych sfer systemu gospodarczego⁸⁰. Pierwszym obszarem jest utrzymanie równowagi wewnętrznej poprzez zwalczanie inflacji⁸¹. Następnie NBP wpływa pośrednio na sferę realnej gospodarki poprzez regulowanie polityki kredytowej banków komercyjnych. Kolejnym obszarem jest równowaga zewnętrzna i polityka kursowa. Wreszcie, NBP działa na rzecz rozwoju całej gospodarki, co przejawia się wzrostem PKB. Jednakże utrzymanie stabilnego poziomu cen jest kluczowym postulatem, bez którego realizacja innych celów polityki gospodarczej staje się trudna, jeśli nie niemożliwa⁸². Odpowiednie wyważenie tych celów może prowadzić do bardziej stabilnej i zrównoważonej gospodarki.

⁷⁸ C. Kosikowski, *System bankowy...*, op. cit., s. 211.

⁷⁹ M. Gradzewicz, *Naturalna stopa bezrobocia*, w: *Polityka pieniężna*, red. A. Sławiński, Warszawa 2011, s. 84.

⁸⁰ M. Lubiński, *Ograniczenia polityki stabilizacyjnej*, w: *Polityka gospodarcza. Teoria i realia*, red. J. Stecewicz, Warszawa 2008, s. 70.

⁸¹ I. Kraś, op. cit., s. 175.

⁸² I. Kraś, op. cit., s. 176.

Analiza przedstawiona w tym podrozdziale ma znaczenie zasadnicze dla całej rozprawy, ponieważ ujmuje politykę pieniężną jako segment polityki gospodarczej państwa, a nie jako samodzielną i całkowicie wyizolowaną sferę technicznego zarządzania gospodarką. To właśnie w tym miejscu najwyraźniej ujawnia się problem granicy między dopuszczalnym współdziałaniem banku centralnego z rządem a ryzykiem osłabienia autonomii decyzji RPP.

5. Cele i wyzwania NBP w świetle członkostwa Polski w Unii Europejskiej

Członkostwo Polski w Unii Europejskiej było strategicznym celem od momentu podpisania Układu Europejskiego w grudniu 1991 r. Proces integracji prowadzony był nieprzerwanie do momentu pełnego członkostwa w 2004 r. Polska zobowiązała się do spełnienia warunków ekonomicznych i politycznych określonych na szczycie Rady Europejskiej w Kopenhadze w czerwcu 1993 r. W rezultacie Polska stała się członkiem Unii Europejskiej 1 maja 2004 r.⁸³

Przystąpienie do UE wiązało się również z zobowiązaniem do przygotowania do wejścia do strefy euro. Zgodnie z kryteriami kopenhaskimi, nowi członkowie UE zobowiązani są do realizacji trzeciego etapu Unii Walutowej. Obecnie Polska ma status kraju z derogacją, co oznacza, że ma obowiązek dążyć do spełnienia kryteriów konwergencji zapisanych w Traktacie z Maastricht⁸⁴.

Europejski Mechanizm Kursów Walutowych II (ERM II) pełni kluczową rolę w stabilizacji kursów walutowych w całej UE, a jego funkcjonowanie oparte jest na aktach prawnych, w tym uchwale Rady Europejskiej i umowie zawartej przez Europejski Bank Centralny z narodowymi bankami państw członkowskich UE⁸⁵.

Uchwała miała zapewnić stabilizację kursów walutowych w kontekście relacji między państwami strefy euro a państwami objętymi derogacją⁸⁶. To ważne, ponieważ państwa z derogacją, takie jak Polska, mają zobowiązania związane z przystąpieniem do strefy euro, ale nadal korzystają z derogacji, która pozwala im zachować swoją własną

⁸³ *Rola Narodowego Banku Polskiego w procesie integracji europejskiej*, Warszawa 2003, https://nbp.pl/wp-content/uploads/2022/11/rola_nbp.pdf, s. 5.

⁸⁴ J. Popowska, *Bilans korzyści i kosztów z przystąpienia Polski do strefy euro*, w: *Polska w Unii Europejskiej. Droga do sukcesu?*, red. A. Nowakowska, P. Szukalski, Łódź 2006, s. 69.

⁸⁵ DZ. Urz. WE z 1998 r., C 236.

⁸⁶ A. Nowak-Far, *Unia Gospodarcza i Pieniężna*, w: *Prawo Unii Europejskiej*, red. J. Barcz, Warszawa 2003, s. 149–151.

walutę na czas, gdy spełniają warunki wejścia do strefy euro. Uchwała miała więc na celu zapewnienie stabilności i koordynacji w tych relacjach między różnymi państwami UE⁸⁷.

Przedstawienie unijnych ram działania NBP ma w tym miejscu charakter pomocniczy: pozwala doprecyzować kontekst instytucjonalny, nie przesuając jednak punktu ciężkości z zasadniczej analizy krajowego procesu decyzyjnego RPP.

6. Teoretyczne i praktyczne aspekty polityki pieniężnej

6.1. Założenia polityki pieniężnej

Zgodnie z art. 227 ust. 1 Konstytucji Rzeczypospolitej Polskiej Narodowemu Bankowi Polskiemu przysługuje wyłączne prawo do ustalania i realizowania polityki pieniężnej, a także odpowiedzialność za wartość polskiego pieniądza. Konstytucja precyzuje jednocześnie podział kompetencji wewnątrz NBP, przyznając Radzie Polityki Pieniężnej kompetencję do corocznego ustalania założeń polityki pieniężnej – artykuł 227 ust. 6⁸⁸. Rada Polityki Pieniężnej jest organem NBP, który jest upoważniony do określania tych założeń, jednakże muszą one być przedłożone Radzie Ministrów, która uwzględnia je w procesie opracowywania projektu ustawy budżetowej⁸⁹. Sejm, z kolei, ma jedynie charakter informacyjny w kwestii założeń polityki pieniężnej, nie mając możliwości ich aktywnego kształtowania czy zatwierdzania. Samodzielne ustalanie przez NBP założeń polityki pieniężnej stanowi zasadniczy element jego niezależności funkcjonalnej⁹⁰. Ta część jest potrzebna jako aparat pojęciowy do oceny, czy decyzje RPP pozostawały zgodne z mechaniką polityki pieniężnej i jej deklarowanymi celami.

Założenia polityki pieniężnej, opracowywane przez Radę Polityki Pieniężnej, stanowią podstawę do współdziałania NBP z innymi organami państwa. Ich celem jest ochrona wartości polskiego pieniądza i utrzymanie stabilności finansowej państwa, co jest niezbędnym warunkiem dla prawidłowego funkcjonowania całego systemu gospodarczego⁹¹. W niektórych sytuacjach założenia te wykraczają poza sektor bankowy,

⁸⁷ Dz. Urz. WE z 1998 r., C 345, s. 6. W akcie tym uchylono umowę dotyczącą Mechanizmu Kursowego Europejskiego Systemu Walutowego.

⁸⁸ Z. Ofiarski, *Założenia polityki pieniężnej Rady Polityki Pieniężnej a ochrona ustroju pieniężnego jako wartości publicznej*, „Białostockie Studia Prawnicze” 2020, t. 25 nr 1, s. 118.

⁸⁹ R. Huterański, *Niezależność banku centralnego*, Toruń 2000, s. 199.

⁹⁰ P. Dziekański, *Niezależność Narodowego Banku Polskiego w świetle polskiego prawa i prawa Unii Europejskiej*, „Przegląd Prawa Publicznego” 2009, nr 7–8, s. 129.

⁹¹ P. Smaga, *Rola banku centralnego w zapewnieniu stabilności finansowej*, Warszawa 2014, s. 45.

mając istotny wpływ na równowagę budżetu państwa, stabilność sektora finansów publicznych oraz ogólną stabilność finansową państwa⁹².

Podrozdział ten ma znaczenie dla dalszej analizy, ponieważ pokazuje, że coroczne założenia polityki pieniężnej są podstawowym punktem odniesienia przy ocenie spójności późniejszych decyzji RPP.

6.2. Stabilność finansowa

Rozwój systemów finansowych w latach 90. ubiegłego wieku przyniósł głębokie zmiany w ich strukturze i funkcjonowaniu, co skutkowało wzrostem wrażliwości systemu finansowego na różnego rodzaju wstrząsy, zarówno wewnętrzne, jak i zewnętrzne. W związku z tym wzrosło również zainteresowanie problemem stabilności finansowej jako kluczowym celem polityki publicznej.

Stabilność finansowa, według często przywoływanych definicji, opiera się na trzech kluczowych elementach. Po pierwsze definicje stabilności finansowej koncentrują się na całym systemie finansowym, a nie tylko na pojedynczych instytucjach czy rynkach. To oznacza, że ocena stabilności uwzględnia powiązania i interakcje pomiędzy różnymi podmiotami i segmentami rynku. Co równie istotne stabilność finansowa nie jest rozpatrywana izolowanie od sfery realnej gospodarki. Zależności między systemem finansowym a realną gospodarką są istotne dla oceny jego stabilności. Definicje stabilności finansowej często odnoszą się do przeciwnego zjawiska, czyli niestabilności finansowej. Stabilność jest postrzegana jako stan, w którym system finansowy jest w stanie zapobiegać niestabilności oraz łagodzić jej skutki.

Stabilność finansowa oznacza zdolność systemu finansowego do trwałego wypełniania swoich podstawowych funkcji, takich jak efektywna alokacja środków od oszczędzających do inwestorów. Ponadto, stabilny system finansowy powinien być w stanie rzetelnie wyceniać i zarządzać ryzykiem finansowym, oraz absorbować szoki, zarówno te realne, jak i finansowe.

Definicje stabilności finansowej są zróżnicowane, ale łączy je zrozumienie, że stabilny system finansowy jest kluczowy dla efektywnego funkcjonowania gospodarki i zapewnienia bezpieczeństwa transakcji finansowych.

⁹² Z. Ofiarski, *Założenia polityki pieniężnej...*, op. cit., s. 126.

Analiza stabilności finansowej często skupia się na systemie bankowym, szczególnie w krajach, gdzie banki odgrywają kluczową rolę w pośrednictwie finansowym. Stabilność finansowa systemu bankowego zależy od jego zdolności do zachowania płynności i pokrywania strat oraz ryzyka. Konstytucyjna pozycja Narodowego Banku Polskiego oraz Rady Polityki Pieniężnej wskazuje, że stabilność cen stanowi podstawowy, ustrojowo określony cel działania banku centralnego, który pośrednio i funkcjonalnie służy również utrzymaniu stabilności finansowej państwa. Zgodnie z art. 227 ust. 1 Konstytucji RP Narodowy Bank Polski nie tylko posiada wyłączne prawo emisji pieniądza oraz ustalania i realizowania polityki pieniężnej, lecz także odpowiada za wartość polskiego pieniądza, co w doktrynie i orzecznictwie interpretowane jest jako konstytucyjny nakaz ochrony stabilności cen⁹³.

Kluczową rolę w zapewnieniu stabilności finansowej odgrywa właściwa ocena kondycji systemu finansowego. Monitorowanie jego poszczególnych elementów pozwala na ocenę, czy system funkcjonuje w sposób stabilny. Skuteczna prewencja polega na wczesnej identyfikacji potencjalnych zagrożeń i odpowiednim reagowaniu na nie. Niestabilność finansowa występuje, gdy zaburzenia na rynku finansowym uniemożliwiają prawidłowy przepływ informacji, co hamuje funkcjonowanie systemu finansowego.⁹⁴

Według Chanta, niestabilność finansowa może wynikać zarówno z samego systemu finansowego, jak i z egzogenicznych szoków. Często ma to związek z nadmiernym przepływem kredytów lub gwałtownymi ruchami cen aktywów. Ferguson Jr. definiuje niestabilność finansową jako sytuację, w której ceny istotnych aktywów znacznie odbiegają od czynników fundamentalnych, funkcjonowanie rynków ulega znacznym zakłóceniom, a popyt zagregowany odchyła się od poziomu produkcji⁹⁵.

6.3. Inflacja

Inflacja to proces spadku siły nabywczej pieniądza, który powszechnie mierzony jest wskaźnikiem cen. Jeśli wskaźnik cen rośnie, mówimy o inflacji, a jeśli spada, o deflacji.

⁹³ J.K. Solarz, *Rozwój systemów bankowych*, Warszawa 1996, s. 123, cyt. za: A. Ostalecka, *Kryzysy bankowe i metody ich przewycięzania*, Warszawa 2009, s. 21.

⁹⁴ C. Borio, M. Drehmann, *Towards an Operational Framework for Financial Stability: „Fuzzy” Measurement and Its Consequences*, BIS Working Papers No 284, Monetary and Economic Department, czerwiec 2009, s. 5.

⁹⁵ B. Bernanke, M. Gertler, *Monetary Policy and Asset Price Volatility*, Economic Review, Fourth Quarter 1999, Federal Reserve Bank of Kansas City, s. 19.

Terminy te odnoszą się do wewnętrznych cen w danym państwie. W przypadku zewnętrznej siły nabywczej, odpowiadające im terminy to dewaluacja i rewaloryzacja⁹⁶. Dewaluacja zachodzi, gdy waluta traci siłę nabywczą w dewizach w wyniku inflacji w kraju lub deflacji za granicą. Rewaloryzacja ma miejsce, gdy siła nabywczą waluty rośnie w wyniku deflacji w kraju lub inflacji za granicą.⁹⁷

Inflacja jest zarówno postrzegana jako konieczna dla wzrostu gospodarczego, jak i krytykowana za jej potencjalne negatywne skutki, takie jak ograniczenie wzrostu gospodarczego poprzez zmniejszenie efektywności inwestycji⁹⁸. Istnieją różne rodzaje inflacji, takie jak pełzająca, krocząca, galopująca i hiperinflacja, które są określane na podstawie tempa wzrostu wskaźnika cen. Inflacja pełzająca występuje, gdy wskaźnik cen rośnie mniej niż 1% kwartalnie (około 4% rocznie), podczas gdy hiperinflacja to sytuacja, w której wzrost wskaźnika cen przekracza 50% miesięcznie⁹⁹.

Inflacja (deflacja) oznacza wzrost (spadek) cen, której towarzyszy brak wzrostu realnego produktu globalnego i zatrudnienia.

Według Turveya inflacja jest procesem wynikającym z konkurencji, która zmierza do utrzymania realnego dochodu narodowego, realnego produktu globalnego i realnych wydatków globalnych na poziomie, który stał się fizycznie niemożliwy, albo chce powiększyć choć jedną z tych wielkości do poziomu fizycznie niemożliwego. Istotnym jest, że systematyczny proces obniżania inflacji oraz jej stabilizacja na niskim poziomie spowodowały, że wzajemne relacje pomiędzy inflacją a instrumentami polityki pieniężnej oraz wszelkimi wskaźnikami monetarnymi i makroekonomicznymi są podstawowym przedmiotem zainteresowania władz monetarnych¹⁰⁰.

⁹⁶ W. Rutkowski, *Bank Centralny i polityka pieniężna*, Warszawa 2016, s. 99.

⁹⁷ Svensson L.E.O, *Inflation Forecast Targeting: Implementing and Monitoring Inflation Targets*, Eur. Econ., Rev. 1997, 41: 1111-1146.

⁹⁸ P. Misztal, *Oddziaływanie inflacji na wzrost gospodarczy w Polsce w okresie od 1991–2009*, „Ekonomia i Zarządzanie” 2010, t. 2, nr 3, s. 47.

⁹⁹ P. Cagan, *The Monetary Dynamics of Hyperinflation*, w: *Studies in the Quantity Theory of Money*, red. M. Friedman, Chicago 1956, s. 100.

¹⁰⁰ Artus, P., Barroux Y., *Monetary Policy. A Theoretical and Econometric Approach*. Springer, Dordrecht, 1990, s. 24.

6.4. Inflacja bazowa w polityce pieniężnej

Przy ustalaniu celu działania banku centralnego istotne są decyzje dotyczące m.in. wysokości pożądanego poziomu inflacji, dopuszczalnych odchyień od tego poziomu oraz horyzontu czasowego osiągnięcia określonego celu. Jednym z kluczowych zagadnień wymagających precyzji jest to, które ceny są brane pod uwagę przez bank centralny w podejmowaniu decyzji¹⁰¹.

Najczęściej stosowaną miarą zmiany ogólnego poziomu cen w gospodarce jest wskaźnik cen towarów i usług konsumpcyjnych (CPI). Obejmuje on niemal wszystkie dobra konsumowane przez gospodarstwa domowe i jest najbardziej rozpoznawalnym miernikiem inflacji dzięki swojej długiej tradycji obliczania i szybkiej publikacji. NBP uzasadnił wykorzystanie CPI jako celu inflacyjnego, argumentując, że jest to wskaźnik "powszechnie stosowany w polskiej gospodarce od początku okresu transformacji i jest najsilniej zakorzeniony w świadomości społeczeństwa".

NBP uznał, że wskaźnik inflacji bazowej (obliczony z pominięciem wybranych, wyżej wymienionych cen) lepiej niż CPI odzwierciedla trwałe zmiany poziomu cen w gospodarce. Z tego powodu NBP deklaruje, że struktura zmian cen, uwzględniająca inflację bazową, będzie dokładnie analizowana i szeroko komentowana w procesie prowadzenia polityki pieniężnej.

Wyłączenie niektórych cen ze wskaźnika, na który reaguje bank centralny, nie oznacza rezygnacji z strategii bezpośredniego celu inflacyjnego, który wyrażony jest w CPI. Istnieje możliwość, że reakcja na niektóre ceny jest niepożądana z powodu ich przejściowego lub egzogenicznego charakteru. W takiej sytuacji inflacja bazowa może pełnić rolę celu pośredniego, a jej stabilizacja często przyczynia się do osiągnięcia celu inflacyjnego w dłuższej perspektywie czasowej¹⁰².

Znaczenie inflacji bazowej polega w tej pracy na tym, że pozwala odróżnić trwałe procesy cenowe od przejściowych szoków, a więc lepiej ocenić trafność decyzji RPP.

Warto zaznaczyć, że choć wskaźniki inflacji bazowej są użytecznym narzędziem w polityce pieniężnej, to żadna z nich nie jest pozbawiona wad. Ich przydatność może zmieniać się w zależności od warunków ekonomicznych i charakteru szoków, jakim podlegają ceny

¹⁰¹ B. Bernanke, T. Laubach, F.S. Mishkin, *Inflation Targeting. Lessons from the International Experience*, Princeton N.J. 2018, s. 27.

¹⁰² R.W. Rich, C. Steindel, *A Comparison of Measures of Core Inflation*, „FRBNY Economic Policy Review” 2007, <https://www.newyorkfed.org/medialibrary/media/research/epr/07v13n3/0712rich.pdf>, s. 19–38.

towarów i usług wyłączonych z poszczególnych miar inflacji bazowej. Wszystkie te wskaźniki są obliczane zgodnie z metodologią używaną do obliczania wskaźnika CPI. Są one publikowane z różną częstotliwością: miesięczną, kwartalną i roczną, co pozwala na analizę trendów inflacyjnych na różnych poziomach agregacji danych. Dzięki nim Narodowy Bank Polski może monitorować i analizować procesy inflacyjne w gospodarce oraz podejmować odpowiednie decyzje polityki pieniężnej¹⁰³.

6.5. Ilościowa teoria pieniądza

Teoria ilościowa pieniądza historycznie wpłynęła na myślenie o zależności między podażą pieniądza a poziomem cen. W rozprawie ma ona jedynie znaczenie pomocnicze.

Teoria ilościowa pieniądza wskazuje na ścisłą proporcjonalność między ilością pieniądza a poziomem cen. Oznacza to, że gdy ilość pieniądza wzrasta, to cena dóbr i usług również wzrasta proporcjonalnie. W teorii ilościowej pieniądza rozróżnia się między nominalną ilością pieniądza (wyrażoną w jednostkach pieniężnych) a realną ilością pieniądza (wyrażoną w wolumenie dóbr i usług).

Ilościowa teoria pieniądza sugeruje, że zmiany w pożądaney realnej ilości pieniądza (czyli popycie na pieniądz) zachodzą stopniowo lub są wynikiem zdarzeń zachodzących w określonym porządku, zazwyczaj spowodowanych wcześniejszymi zmianami w podaży pieniądza¹⁰⁴. Wnioskiem z tego jest, że znaczne zmiany cen lub dochodów nominalnych są prawie zawsze skutkiem zmian w nominalnej podaży pieniądza¹⁰⁵.

W tej rozprawie teoria ilościowa pieniądza ma znaczenie jedynie pomocnicze i służy tylko uporządkowaniu ogólnego związku między zmianami podaży pieniądza a dynamiką cen.

¹⁰³ Z. Polański, *Polityka pieniężna*, [w:] *System finansowy w Polsce*, red. B. Pietrzak, Z. Polański, B. Woźniak, Warszawa 2008, t. I, s. 159.

¹⁰⁴ D. Begg, S. Fischer, R. Dornbusch, *Makroekonomia*, Warszawa 2003, s. 112.

¹⁰⁵ Wynika z tego, że zmiany cen i dochodów nominalnych są albo skutkiem zmian realnej ilości pieniądza, którą ludzie są skłonni trzymać, albo skutkiem zmiany nominalnych zasobów pieniądza dostępnych dla nich.

6.6. Mechanizm transmisji stopy procentowej

W gospodarce regulowanej przez rynek każda decyzja dotycząca wielkości charakterystycznych dla rynku, takich jak ceny, popyt, podaż, elastyczności cenowe i dochodowe, wpływa na zmiany innych wielkości gospodarczych. Cena pieniądza, wyrażona przez stopę procentową, jest istotnym elementem tego mechanizmu. W warunkach rynkowych prawidłowa cena pieniądza kształtuje się pod wpływem działania sił rynkowych, popytu na pieniądź i podaży pieniądza. Jednakże, stosowanie zaporowych stóp procentowych jako narzędzia przeciwdziałania inflacji może być skuteczne tylko wtedy, gdy rynek ma wpływ na kształtowanie się tych stóp. Bank centralny może mieć wpływ na krótkoterminowe stopy procentowe poprzez operacje na rynkach pieniężnych, jednak decyzje dotyczące oficjalnej stopy procentowej mogą wpływać na działalność gospodarczą i poziom inflacji poprzez różne kanały transmisji polityki pieniężnej¹⁰⁶.

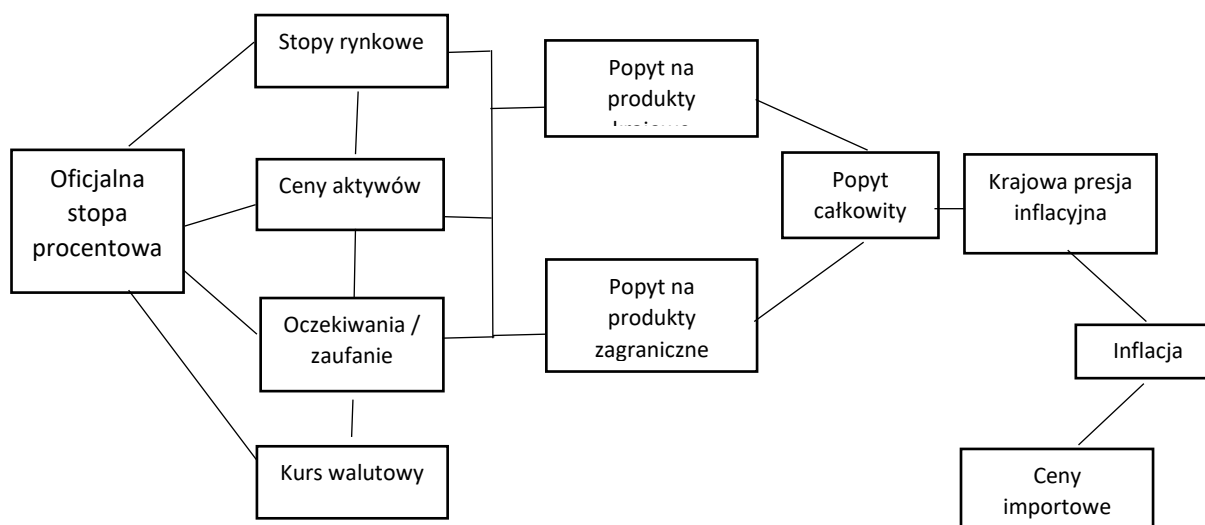
Po pierwsze, decyzje dotyczące oficjalnej stopy procentowej mogą wpływać na rynkowe stopy procentowe, takie jak stopy od kredytów hipotecznych czy stawki depozytowe. Dodatkowo, wypowiedzi przedstawicieli banku centralnego na temat przyszłych kroków w polityce pieniężnej mogą wpływać na oczekiwania dotyczące przyszłych wydarzeń gospodarczych oraz na zaufanie do tych oczekiwań. Te działania mogą również wpływać na ceny aktywów i kursy walutowe. Zmiany stóp procentowych mają znaczący wpływ na decyzje podejmowane przez podmioty gospodarcze i osoby fizyczne dotyczące wydatków, oszczędności oraz inwestycji¹⁰⁷. Wyższe stopy procentowe skłaniają raczej do oszczędzania niż wydawania pieniędzy, co może zwiększyć wartość krajowej waluty na rynkach międzynarodowych poprzez zwiększenie popytu na nią. W rezultacie towary importowane stają się tańsze w porównaniu do krajowych, co ma wpływ na popyt na towary i usługi produkowane wewnątrz kraju¹⁰⁸.

¹⁰⁶ W. Rutkowski, op. cit. s. 137.

¹⁰⁷ Stopa procentowa rozumiana jest jako koszt kapitału, czyli cena, jaką otrzymuje właściciel kapitału za udostępnienie go innym na określony okres. Ten koszt jest zazwyczaj wyrażany jako procent od pożyczonej kwoty i mierzony w skali rocznej.

¹⁰⁸ W. Rutkowski, op. cit., s. 139.

Rysunek 2.1. Funkcjonowanie mechanizmu transmisji stopy procentowej



Źródło: Bank of England, *The Transmission Mechanism of Monetary Policy*, „Bank of England Quarterly Bulletin” 1999, maj, <https://www.bankofengland.co.uk/-/media/boe/files/quarterly-bulletin/1999/the-transmission-mechanism-of-monetary-policy> [25.04.2016].

Krótkoterminowe stopy procentowe są niemal natychmiast transmitowane na stopy kredytowe i depozytowe międzybankowe. Banki komercyjne również dostosowują swoje stopy kredytowe i depozytowe w odpowiedzi na zmiany oficjalnej stopy procentowej, choć nie zawsze w takim samym wymiarze i z takim samym opóźnieniem. Wprowadzane są również szybkie korekty w oprocentowaniu wkładów pieniężnych, aby zachować odpowiednią marżę banku¹⁰⁹.

Długoterminowe stopy procentowe reagują na zmiany krótkoterminowych stóp procentowych, ale ich reakcja nie zawsze musi być zgodna z kierunkiem zmian oficjalnej stopy procentowej. Długoterminowe stopy procentowe bardziej zależą od przeciętnych krótkoterminowych stóp procentowych oraz od oczekiwanego trendu. Zatem nawet niewielkie zmiany w oficjalnej stopie procentowej mogą wpływać na oczekiwania inflacyjne w przyszłości i tym samym kształtować długoterminowe stopy procentowe¹¹⁰.

Zmiany oficjalnej stopy procentowej mają znaczący wpływ na ceny rynkowe papierów wartościowych, takich jak akcje i obligacje. Istnieje odwrotna zależność pomiędzy kierunkiem zmian oficjalnej stopy procentowej a cenami obligacji. Obniżka oficjalnej stopy

¹⁰⁹ W. Rutkowski, op. cit., s. 140.

¹¹⁰ Długoterminowe stopy procentowe obliczane są na podstawie długoterminowych obligacji rządowych lub porównywalnych papierów wartościowych. Kształtują się one na rynku kapitałowym. Warunek długoterminowych stóp procentowych jest monetarnym kryterium, należącym do kryteriów konwergencji.

procentowej powoduje wzrost cen obligacji, podczas gdy jej podwyżka prowadzi do spadku cen obligacji¹¹¹.

Zmiany stóp procentowych również wpływają na kurs walutowy. Podwyżka oficjalnej stopy procentowej powoduje aprecjację (wzrost wartości) waluty krajowej na rynkach międzynarodowych, gdyż wyższe krajowe stopy procentowe czynią krajowe aktywa bardziej atrakcyjnymi dla zagranicznych inwestorów. Zmiany kursu walutowego mają wpływ na relatywne ceny krajowych i zagranicznych towarów i usług, co wpływa na strukturę wydatków w gospodarce. Różnice te mogą być krótkotrwałe lub trwałe, wpływając na cały system gospodarczy¹¹². A jakakolwiek interwencja w płynność kursu walutowego może generować sprzężenia zwrotne i skomplikować transmisję polityki pieniężnej¹¹³.

Decyzje dotyczące wydatków osób fizycznych i przedsiębiorstw są w znacznym stopniu odzwierciedleniem zmian stóp procentowych, cen aktywów i kursu walutowego. Polityka pieniężna wpływa na te decyzje poprzez różne kanały.

Po pierwsze, osoby fizyczne i przedsiębiorstwa mają do czynienia z nowymi stopami procentowymi w stosunku do swoich oszczędności i zadłużenia. Podwyżka stopy procentowej może zachęcać do oszczędzania, podczas gdy obniżka może zachęcać do zaciągania kredytów i konsumpcji.

Po drugie, zmiana cen aktywów, takich jak akcje i obligacje, wpływa na wartość osobistego majątku i może mieć wpływ na decyzje inwestycyjne osób fizycznych oraz na zdolność przedsiębiorstw do pozyskiwania kapitału.

Po trzecie, korekta kursu walutowego zmienia relacje cen towarów i usług w stosunku do walut obcych, co może wpłynąć na wybór konsumencki osób fizycznych i na konkurencyjność przedsiębiorstw na rynku międzynarodowym.

Najbardziej zauważalnym efektem zmiany stóp procentowych jest wpływ na stopy procentowe kredytów indywidualnych, zwłaszcza hipotecznych, oraz odsetek otrzymywanych od oszczędności¹¹⁴. Osoby znacznie zadłużone mogą odczuć negatywne

¹¹¹ W. Rutkowski, op. cit., s. 141.

¹¹² Zgodnie z ustawą o NBP, bezpośrednią decyzję o poziomie stóp procentowych podejmuje Rada Polityki Pieniężnej, bazując na analizie wielu wskaźników makroekonomicznych i czynników gospodarczych. Jednym z najważniejszych dokumentów, który wskazuje, jakie elementy są istotne dla RPP w polityce monetarnej, są założenia polityki pieniężnej na nadchodzący rok. Dokument ten określa zarówno uwarunkowania, jak i cele oraz narzędzia polityki pieniężnej banku centralnego. Założenia te są zazwyczaj przyjmowane we wrześniu i przedstawiane Sejmowi razem z projektem ustawy budżetowej na kolejny rok.

¹¹³ T. Chmielewski, A. Kocięcki, T. Łyziak, J. Przystupa, E. Stanisławska, M. Walerych, E. Wróbel, *Mechanizm transmisji polityki pieniężnej w Polsce. Stan wiedzy w 2019 roku*, Warszawa 2019, s. 11.

¹¹⁴ Wzrost stóp procentowych może prowadzić do wyższych odsetek, jakie banki oferują za oszczędności swoim klientom. Oznacza to potencjalnie większe zyski z lokat bankowych i innych produktów oszczędnościowych.

skutki podwyżek stóp procentowych poprzez zwiększenie kosztów obsługi kredytów, co może prowadzić do ograniczenia wydatków konsumpcyjnych. Z kolei posiadacze oszczędności mogą odczuć korzyści z podwyżek stóp procentowych poprzez zwiększenie dochodów z odsetek. Dodatkowo, zmiany stóp procentowych mogą wpływać na wartość aktywów, takich jak nieruchomości, co może mieć dalsze konsekwencje dla wydatków osób fizycznych i inwestycji przedsiębiorstw¹¹⁵.

Zmiany stóp procentowych mogą wpływać na zaufanie konsumentów i ich oczekiwania dotyczące poziomu zatrudnienia i dochodów. Gdy oczekuje się, że zmiany w polityce pieniężnej pobudzą gospodarkę, wzrasta zaufanie i oczekiwania co do wzrostu dochodów i zatrudnienia, co może skłaniać do większych wydatków konsumpcyjnych.

W rezultacie, wyższe stopy procentowe mogą przyczyniać się do przesuwania konsumpcji w czasie i zwiększania jej wolumenu w przyszłości, ponieważ osoby mogą odkładać wydatki na później, licząc na większe korzyści z oszczędności w przyszłości¹¹⁶.

Działalność przedsiębiorstw jest również znacząco podatna na zmiany stóp procentowych, cen aktywów i kursów walutowych, wynikających z polityki pieniężnej.

Wzrost oficjalnej stopy procentowej wpływa bezpośrednio na przedsiębiorstwa korzystające z różnych rodzajów kredytów o zmiennej stopie procentowej. Wyższe koszty kredytu mogą prowadzić do obniżenia zysków, zwiększenia wymaganych stóp rentowności dla nowych projektów inwestycyjnych i ograniczenia możliwości rozwoju. Koszty odsetek mogą również wpływać na zatrudnienie poprzez konieczność redukcji kosztów lub zmniejszenia liczby pracowników.

Natomiast przedsiębiorstwa z nadmiarem środków finansowych mogą odnieść korzyść ze wzrostu stóp procentowych poprzez większe dochody z lokowanych środków. Te dodatkowe zasoby kasowe mogą ułatwić finansowanie inwestycji i zwiększenie zatrudnienia¹¹⁷.

Spadek stóp procentowych z kolei może obniżyć koszty finansowania inwestycji, co sprzyja zwiększeniu zatrudnienia¹¹⁸.

¹¹⁵ Dane empiryczne świadczą często o tym, że w gospodarkach uprzemysłowionych czas reakcji na zmianę w polityce pieniężnej osiąga maksymalny wymiar jednego roku wpływu na popyt i wielkość produkcji, a następnie kolejny rok zanim procesy te w pełni zwrótnie wpłyną na stopę inflacji.

¹¹⁶ W dłuższym okresie rzeczywista wielkość PKB wzrasta na skutek czynników podażowych, takich jak postęp techniczny, akumulacja kapitału oraz wielkość i jakość siły roboczej.

¹¹⁷ Zmiany stóp procentowych mają znaczący wpływ na funkcjonowanie bogatych przedsiębiorstw, wpływając na ich koszty finansowania, decyzje inwestycyjne, zarządzanie płynnością i strategię rynkowe. Przedsiębiorstwa mogą taniej finansować swoje inwestycje i operacje, co sprzyja ich rozwojowi i ekspansji.

¹¹⁸ W. Rutkowski, op. cit., s. 145.

Koszt kapitału jest kluczowym czynnikiem wpływającym na procesy inwestycyjne w przedsiębiorstwach. Pomimo że zmiany w polityce pieniężnej mają tylko pośredni wpływ na stopy procentowe obligacji długoterminowych oraz na koszt kapitału akcyjnego, ich skutki mogą być trudne do przewidzenia.

Zmiany cen aktywów również mogą wpływać na zachowanie się przedsiębiorstw poprzez kredyty bankowe zabezpieczone przez ich aktywa. Spadek cen aktywów może prowadzić do trudności w uzyskaniu kredytów, ponieważ obniża wartość netto firm. To zjawisko, znane jako efekt akceleratora finansowego, może ograniczać zdolność przedsiębiorstw do finansowania swojej działalności.

Zmiany kursów walutowych również mogą mieć istotny wpływ na przedsiębiorstwa, szczególnie na te zależne od konkurencji zagranicznej. Aprecjacja waluty krajowej może prowadzić do niższych marż zysku lub obniżenia wpływów ze sprzedaży, co negatywnie wpływa na konkurencyjność firm¹¹⁹.

Zmiany w polityce pieniężnej mają efekty długoterminowe na całą gospodarkę poprzez różne kanały transmisji. Wpływają one nie tylko na wydatki konsumpcyjne i inwestycyjne osób fizycznych i przedsiębiorstw, ale również generują zmiany w globalnym agregacie wydatków¹²⁰.

Oczekiwania inflacyjne również wpływają na proces ustalania płac i cen. Gdy uczestnicy rynku spodziewają się wzrostu cen w przyszłości, mogą domagać się wyższych płac, co może przyczynić się do wzrostu kosztów produkcji i dalszego wzrostu cen. Z drugiej strony, oczekiwania inflacyjne mogą również wpływać na decyzje firm dotyczące ustalania cen swoich produktów, co może prowadzić do spiralnego wzrostu inflacji. W związku z tym banki centralne często starają się zarządzać oczekiwaniami inflacyjnymi poprzez komunikację i jasno definiowane cele inflacyjne. Poprawa wiarygodności banku centralnego w realizacji tych celów może przyczynić się do stabilizacji oczekiwań inflacyjnych, co z kolei może ułatwić utrzymanie stabilnej gospodarki i kontrolowanie inflacji¹²¹.

Należy podkreślić, że podwyżki płac, które przewyższają wzrost wydajności pracy, mogą być skutkiem oczekiwań inflacyjnych lub presji popytu na rynku pracy. Jeśli takie podwyżki płac nie są zrównoważone przez wzrost wydajności pracy, mogą prowadzić do wzrostu

¹¹⁹ Aprecjacja waluty krajowej to zjawisko, w którym wartość waluty danego kraju wzrasta w stosunku do innych walut. Oznacza to, że za jednostkę waluty krajowej można nabyć więcej jednostek obcej waluty niż wcześniej. Aprecjacja może być wynikiem różnych czynników, zarówno wewnętrznych, jak i zewnętrznych.

¹²⁰ Zmiany w polityce pieniężnej mogą zniechęcać do dużych inwestycji ze względu na wyższe koszty kapitału, co może prowadzić do zmniejszenia tempa wzrostu i rozwoju.

¹²¹ W. Rutkowski, op. cit., s. 150.

kosztów jednostkowych pracy dla przedsiębiorstw. W takiej sytuacji przedsiębiorstwa mogą próbować przerzucić te koszty na ceny swoich produktów, co może skutkować wzrostem inflacji.

Nawet jeśli nie ma nadmiernego popytu na siłę roboczą, wzrost kosztów jednostkowych pracy może być wynikiem oczekiwań inflacyjnych¹²². Jeśli gospodarka osiąga swoją potencjalną produkcję, a stopa inflacji osiąga poziom oczekiwany, to koszty jednostkowe mogą rosnać zgodnie z tą oczekiwaną stopą inflacji. Przedsiębiorstwa mogą wtedy próbować przerzucić te koszty na ceny swoich produktów, co może prowadzić do dalszego wzrostu inflacji¹²³.

Znaczenie mechanizmu transmisji stopy procentowej polega na tym, że pozwala on przełożyć decyzje RPP z poziomu instytucjonalnego i normatywnego na poziom realnych skutków polityki państwa w sferze inflacji, kredytu, inwestycji i aktywności gospodarczej. Dzięki temu możliwe staje się późniejsze badanie decyzji RPP jako decyzji publicznych o uchwytynych konsekwencjach społeczno-gospodarczych.

Podsumowanie.

Rozdział ten jest poświęcony Narodowemu Bankowi Polskiemu (NBP), jego podstawom działania, organizacji, trybowi powoływania organów NBP. Ustala ramy ustrojowe, prawne i funkcjonalne NBP nadając mu status niezależnej instytucji odpowiedzialnej za stabilność pieniądza i systemu finansowego, centralny bank państwa wyposażony w wyłączne prawo emisji pieniądza oraz prowadzenia polityki pieniężnej. Opisuje dokładnie cele i funkcje banku centralnego w Polsce i zestawia to z polityką gospodarczą rządu.

W rozdziale zostały także przybliżone cele i wyzwania NBP w świetle członkostwa Polski w Unii Europejskiej. Druga część rozdziału pokazuje teoretyczne i praktyczne aspekty polityki pieniężnej. Przedstawiono założenia polityki pieniężnej, zagadnienia

¹²² Wzrost kosztów jednostkowych pracy jako wynik oczekiwań inflacyjnych jest jednym z mechanizmów, które mogą wpływać na dynamikę płac i koszty w gospodarce. Jest to element, który banki centralne i decydenci polityczni monitorują, ponieważ może mieć istotny wpływ na ogólny poziom inflacji i stabilność gospodarczą kraju.

¹²³ W. Rutkowski, op. cit., s. 151.

stabilności finansowej, ilościową teorię pieniądza, a także omówiono inflację, inflację bazową oraz mechanizm transmisji stopy procentowej.

Opis statusu NBP, konstrukcji RPP, relacji NBP–państwo, celów polityki pieniężnej i mechanizmu transmisji stopy procentowej jest szczególnie istotny dla dalszej części dysertacji. W konsekwencji rozdział II nie ma być pełnym kompendium o NBP i polityce pieniężnej, lecz ma dostarczyć tych ram ustrojowych i ekonomicznych, które pozwolą ocenić decyzje RPP oraz możliwość oddziaływania na nie czynnika politycznego.

Rozdział III

Polityka pieniężna w Polsce

1. Problemy polityki pieniężnej w Polsce

Podjęta tu analiza funkcjonowania Narodowego Banku Polskiego (NBP) i polskiej polityki pieniężnej wymaga uwzględnienia różnych czynników, w tym zarówno prawnego ramienia działania banku centralnego, jak i jego rzeczywistego funkcjonowania na rynku.

W ujęciu przyjętym w niniejszej rozprawie polityka pieniężna jest analizowana nie tylko jako zbiór technik oddziaływania na gospodarkę, lecz jako szczególny segment polityki gospodarczej państwa, prowadzony przez instytucję formalnie autonomiczną, lecz funkcjonującą w określonym otoczeniu politycznym i instytucjonalnym. Oznacza to, że strategie i instrumenty polityki pieniężnej będą dalej oceniane również jako narzędzia działania publicznego.

NBP jest instytucją publiczną działającą w konstytucyjnych i ustawowych ramach, w których łączy formalną niezależność z obowiązkiem realizacji polityki pieniężnej.

W praktyce, niezależność NBP może być podważana przez różne czynniki, takie jak wpływ polityczny, naciski ze strony rządu lub innych interesariuszy, a także kwestie zarządzania i transparentności¹. Istotne jest również, czy NBP działa zgodnie z najlepszymi praktykami międzynarodowymi i czy jego decyzje są podejmowane w sposób obiektywny i zgodny z ekonomicznymi podstawami².

Jednym z dyskutowanych problemów dotyczącym polskiej polityki pieniężnej była wiarygodność rynkowych stóp referencyjnych. To oznacza, że NBP może mieć trudności z efektywnym kształtowaniem stóp procentowych na rynku, co może wpływać na stabilność finansową i efektywność polityki pieniężnej. Istnieje wiele czynników, które mogą wpływać na ten stan rzeczy, w tym zawirowania polityczne, niedostateczna transparentność decyzji banku centralnego, czy też ograniczona zdolność do realizacji celów polityki pieniężnej ze względu na ograniczenia prawne lub operacyjne.

Ocena polskiej polityki pieniężnej wymaga łącznego uwzględnienia ram prawnych, warunków makroekonomicznych oraz instytucjonalnego miejsca NBP. Dla dalszych analiz

¹ Aby Narodowy Bank Polski mógł efektywnie pełnić swoje funkcje, takie jak kontrola inflacji, stabilność finansowa i wspieranie polityki gospodarczej, istotne jest utrzymywanie rzeczywistej niezależności instytucji od wpływów zewnętrznych, w tym politycznych i interesariuszy rynkowych. Dobre zarządzanie, przejrzystość procesów decyzyjnych oraz silne instytucjonalne mechanizmy ochrony niezależności są kluczowe dla skutecznego funkcjonowania banku centralnego.

² E. Maślak, *Narodowy Bank Polski w systemie ustrojowym Rzeczypospolitej Polskiej*, Kraków 2013, s. 148.

kluczowe są trzy płaszczyzny: stopień autonomii banku centralnego, jakość rynkowego mechanizmu transmisji oraz adekwatność reakcji RPP do zmieniających się warunków gospodarczych.

1.1. Niezależność Narodowego Banku Polskiego

Niezależność Narodowego Banku Polskiego (NBP) jest istotnym zagadnieniem, które wymaga kompleksowej analizy. Funkcjonowanie NBP wymaga, by brać pod uwagę zarówno teoretyczne założenia, jak i praktyczne implikacje jego działań. Właściwe funkcjonowanie banku centralnego wymaga nie tylko niezależności, ale także kompetencji, przejrzystości, odpowiedzialności i skuteczności w podejmowaniu decyzji³.

Oczekiwania wobec banku centralnego są wysokie, a jego rola w gospodarce jest kluczowa. Dlatego ważne jest, aby jego działania były ukierunkowane na osiągnięcie stabilności monetarnej, wzrostu gospodarczego i dobrobytu społecznego⁴.

Istotne jest, aby bank centralny był poddawany demokratycznym procedurom w zakresie ustalania statutu i monitorowania jego działalności. Jednak jego niezależność może być postrzegana jako wyraz demokratycznego wyboru społeczeństwa, gdyż stabilność monetarna służy interesom społecznym.⁵

Ważne jest, aby bank centralny działał zgodnie z interesem publicznym i był odpowiedzialny przed organami demokratycznymi, nawet jeśli jest chroniony przez konstytucję. Kluczowym punktem jest zachowanie równowagi między niezależnością banku centralnego a odpowiedzialnością przed organami demokratycznymi⁶.

Niezależność banku centralnego nie stanowi wartości absolutnej, lecz instrument służący realizacji stabilności cen i wiarygodności polityki pieniężnej. W ocenie NBP należy zatem uwzględniać zarówno ochronę przed bieżącą presją polityczną, jak i wymóg odpowiedzialności, przejrzystości oraz współdziałania z władzami publicznymi w granicach wyznaczonych Konstytucją i ustawą o NBP.

W polskim prawodawstwie jasno określono cel działalności banku centralnego. Zgodnie z art. 3 ust. 1 Ustawy o Narodowym Banku Polskim z 29 sierpnia 1997 r.,

³ W. Rutkowski, *Bank Centralny i polityka pieniężna*, Warszawa 2016, s. 156.

⁴ W. Baka, *Niezależność i odpowiedzialność banku centralnego*, „Prawo Bankowe” 2002, nr 5.

⁵ W. Baka, *Niezależność i odpowiedzialność banku centralnego*, „Prawo Bankowe” op. cit.

⁶ E. Maślak, op. cit., s. 153.

„podstawowym celem działalności NBP jest utrzymanie stabilnego poziomu cen, przy jednoczesnym wspieraniu polityki gospodarczej Rządu, o ile nie ogranicza to podstawowego celu NBP”. W odróżnieniu od przepisów dotyczących innych renomowanych banków centralnych, tylko NBP ma prawo zdecydować, że wspieranie polityki gospodarczej rządu może zagrozić osiągnięciu stabilności cen, w takim przypadku bank centralny nie jest zobowiązany do wspierania tej polityki. Takiej elastyczności nie przewidują ani odpowiednie akty prawne dotyczące innych banków centralnych, ani traktaty europejskie, które definiują cele i zadania Europejskiego Systemu Banków Centralnych.

Warto podkreślić, że niezależność banku centralnego nie oznacza całkowitego braku nadzoru. Współpraca i dialog między bankiem centralnym a organami państwowymi są istotne dla efektywnego funkcjonowania systemu gospodarczego. Ważne jest również, aby bank centralny działał zgodnie z interesem publicznym i był odpowiedzialny przed społeczeństwem. Zatem, kluczowym zadaniem jest znalezienie odpowiedniej równowagi pomiędzy niezależnością banku centralnego a demokratyczną kontrolą, co wymaga uwzględnienia specyfiki danego kraju oraz potrzeb jego gospodarki⁷.

Powyższe rozważania opisują złożoność zagadnienia niezależności banku centralnego oraz konieczność uwzględnienia różnych czynników przy podejmowaniu decyzji związanych z polityką pieniężną. Zgodność działań banku centralnego i rządu oraz ich wzajemne wsparcie są istotne dla wiarygodności polityki gospodarczej. Konflikty i niezgodności mogą osłabić zaufanie do działań podejmowanych przez oba podmioty⁸. Polityka pieniężna, kursy walutowe i polityka budżetowa powinny być skoordynowane i harmonijne, aby efektywnie wspierać cele gospodarcze kraju.

Stabilność cen zależy nie tylko od polityki pieniężnej⁹, ale także od innych czynników, takich jak polityka fiskalna czy zmiany w strukturze gospodarki. Bank centralny musi uwzględniać szeroki zakres determinantów inflacji przy podejmowaniu decyzji. Współpraca między rządem a bankiem centralnym jest kluczowa dla skuteczności polityki gospodarczej. Oba podmioty powinny działać wspólnie, aby osiągnąć stabilność gospodarczą i finansową. Chociaż bank centralny może być odpowiedzialny za

⁷ R. Huterski, *Niezależność banku centralnego*, Toruń 2000, s. 105–106.

⁸ E. Maślak, op. cit., s. 154.

⁹ Polityka pieniężna to główne narzędzie banku centralnego w zarządzaniu inflacją poprzez kontrolowanie podaży pieniądza, stóp procentowych i innych instrumentów. Poprzez obniżanie lub podnoszenie stóp procentowych bank centralny wpływa na koszty kredytu i pobudza lub hamuje aktywność gospodarczą, co może wpływać na poziom inflacji.

wprowadzanie w życie polityki stóp procentowych, to proces ustalania tej polityki powinien być transparentny i uwzględniać interesy społeczeństwa.

Ostatecznie, niezależność banku centralnego jest wartościowa, gdy służy ona efektywnej polityce pieniężnej i stabilności gospodarczej. Jednakże, istnieje potrzeba uwzględnienia różnorodnych czynników oraz współpracy między instytucjami w celu osiągnięcia tych celów.

W tej pracy niezależność NBP stanowi punkt odniesienia dla oceny, czy decyzje RPP były podejmowane w granicach autonomii instytucjonalnej, czy też mogły pozostawać pod wpływem czynnika politycznego. Z perspektywy politologicznej niezależność banku centralnego nie oznacza wyłączenia polityki pieniężnej z polityki państwa, lecz ustanowienie takiego modelu jej prowadzenia, który ogranicza wpływ krótkookresowej logiki rywalizacji politycznej na decyzje o długookresowym znaczeniu gospodarczym. W tym sensie niezależność NBP stanowi nie tylko kategorię prawną i ekonomiczną, ale również kategorię analizy instytucjonalnej.

1.2. Pozycja prawna Narodowego Banku Polskiego w wybranych projektach ustawy o NBP głównych partii politycznych – próby ograniczenia autonomii banku.

Przed uchwaleniem obecnie obowiązującej ustawy o Narodowym Banku Polskim, rządząca koalicja Sojuszu Lewicy Demokratycznej i Polskiego Stronnictwa Ludowego (w sierpniu 1995 r.) oraz opozycyjna Unia Wolności (w czerwcu 1996 r.) przedstawiły dwa różne projekty tego aktu prawnego.

Projekt SLD-PSL nawiązywał do wcześniejszych przepisów, definiując dwa główne cele NBP: umacnianie waluty krajowej oraz współpracę w realizacji polityki gospodarczej państwa. Obowiązek współpracy z innymi instytucjami państwowymi był ponownie zapisany w rozdziale dotyczącym NBP i władz państwowych. Propozycja Unii Wolności określała umacnianie polskiej waluty jako jedyny cel NBP, ale również uwzględniała konieczność współpracy banku centralnego z rządowymi agendami w realizacji polityki gospodarczej.

Oba projekty zawierały zapis, że NBP byłby zobligowany do finansowania deficytu budżetowego w określonym zakresie. Kluczowa różnica dotycząca niezależności banku centralnego dotyczyła struktury organów zarządzających NBP i sposobu powoływania ich

członków¹⁰. Projekt Unii Wolności zachowywał główną rolę prezesa NBP, wprowadzając nowy organ odpowiedzialny za decyzje monetarne – Radę Polityki Pieniężnej. Natomiast projekt SLD-PSL przenosił kompetencje zarządcze do nowo tworzonej Rady NBP, która miała koordynować politykę pieniężną, pozostawiając prezesowi NBP jedynie ograniczoną władzę wykonawczą.

Projekt ustawy o NBP, przedstawiony przez Unię Wolności, został w dużej mierze wykorzystany w obecnie obowiązującej ustawie: wprowadzono Radę Polityki Pieniężnej jako organ odpowiedzialny wyłącznie za decyzje monetarne, przy zachowaniu znaczącej roli prezesa, zarówno w kwestiach polityki, jak i bieżącego zarządzania NBP¹¹.

Ugrupowania polityczne przeciwne niezależności banku centralnego aktywnie dążyły do zmiany statusu Narodowego Banku Polskiego. Polskie Stronnictwo Ludowe już w grudniu 2000 roku przedłożyło projekt nowelizacji ustawy o NBP. W propozycji tej zakładano, że bank centralny i Rada Polityki Pieniężnej miałyby obowiązek wspierania działań gospodarczych rządu, a Sejm uzyskałby formalne prawo do rozliczania członków rady oraz ich odwoływania¹².

Kolejną próbą osłabienia banku centralnego w Polsce była nowelizacja ustawy o NBP wniesiona przez Samoobronę pod koniec 2005 roku. Ugrupowanie Andrzeja Leppera chciało zmusić bank centralny do wspierania polityki gospodarczej rządu oraz nałożyć na NBP współodpowiedzialność za poziom bezrobocia.

Alternatywnym wnioskiem Samoobrony było zredukowanie liczby członków Rady Polityki Pieniężnej z 9 do 6 osób (w zaprezentowanym przed wyborami projekcie zmiany konstytucji partia ta sugerowała całkowite zniesienie Rady Polityki Pieniężnej)¹³.

Przytoczone projekty potwierdzają, że autonomia NBP pozostaje przedmiotem okresowych sporów politycznych. Z punktu widzenia rozprawy istotne jest jednak nie samo istnienie tych inicjatyw, lecz to, że napięcie między autonomią banku centralnego a oczekiwaniem współpracy z rządem stanowi trwały element polskiego ładu instytucjonalnego.

¹⁰ Kluczowa różnica dotycząca niezależności banku centralnego obejmuje strukturę organów zarządzających oraz sposób powoływania ich członków. Odpowiednia struktura i proces powoływania mogą wpływać na stopień niezależności banku centralnego oraz jego zdolność do skutecznego prowadzenia polityki monetarnej niezależnie od krótkoterminowych interesów politycznych.

¹¹ R. Hutowski, *Niezależność banku centralnego*, Toruń 2000, s. 189–194.

¹² P. Tarnowski, *Bank Narodowy czy Ludowy*, „Polityka”, 2.12.2000, nr 49 oraz J. Paradowska, *Sejm się śmieje*, „Polityka”, 16.06.2006, nr 24.

¹³ E. Maślak, op. cit., s. 157.

1.3. Współpraca NBP z organami państwa.

Konstytucja RP oraz Ustawa o NBP z 29 sierpnia 1997 roku wyposażyły polski bank centralny w uprawnienia, które plasują go w gronie najbardziej niezależnych banków centralnych na świecie. Obecna pozycja instytucjonalna NBP odpowiada najwyższym standardom. Niezależność banku centralnego należy rozważać pod kątem trzech aspektów: niezależności personalnej, niezależności finansowej oraz niezależności funkcjonalnej¹⁴.

W Ustawie o NBP został dedykowany osobny rozdział (rozdz. 3, art. 21–24) sprawom związanym ze stosunkiem banku centralnego do organów państwowych. Przede wszystkim ustalono zasadę współpracy NBP i organów państwowych oraz określono zakres tej współpracy oraz niektóre formy jej przejawiania się. NBP ma współpracować z właściwymi organami państwa w kształtowaniu i realizacji polityki gospodarczej państwa, dążąc jednocześnie do zapewnienia skutecznej realizacji założeń polityki pieniężnej (art. 21). Prezes NBP przedstawia Sejmowi i Radzie Ministrów kwartalne informacje na temat bilansu płatniczego oraz roczne zestawienie międzynarodowej pozycji inwestycyjnej. Natomiast Radzie Ministrów i ministrowi finansów przekazuje projekty założeń polityki pieniężnej, opinie na temat projektu ustawy budżetowej, prognozy bilansu płatniczego oraz ustalenia Rady Polityki Pieniężnej, a także informacje na temat wpłat (wypłat) z zysku do budżetu państwa (art. 23 Ustawy o NBP)¹⁵. Prezes NBP w porozumieniu z Radą Ministrów NBP realizuje politykę walutową, którą ustala Rada Ministrów, a NBP ogłasza bieżące kursy walut obcych oraz kursy innych wartości dewizowych. Jednocześnie jako członek Komitetu Stabilności Finansowej wraz z ministrem finansów oraz przewodniczącym Komisji Nadzoru Finansowego działa na rzecz wspierania i utrzymania stabilności krajowego systemu finansowego poprzez wymianę informacji, opinii i ocen sytuacji w systemie finansowym w kraju i za granicą oraz koordynację zadań w tym zakresie¹⁶.

Współpraca innych podmiotów z NBP polega na tym, że organy państwowe, organy administracji rządowej i samorządu terytorialnego, banki oraz inne podmioty prawne, jednostki organizacyjne niebędące osobami prawnymi oraz inni przedsiębiorcy mają obowiązek przekazywać na żądanie NBP dane niezbędne do ustalania polityki pieniężnej i okresowych ocen sytuacji pieniężnej państwa. Natomiast podmioty uczestniczące w obrotach z zagranicą przekazują NBP dane niezbędne do sporządzenia bilansu płatniczego

¹⁴ L. Góral, M. Karlikowska, K. Koperkiewicz-Mordel, *Polskie prawo bankowe*, Warszawa 2003, s. 40–41.

¹⁵ E. Maślak, op. cit., s. 161.

¹⁶ Ustawa z dn. 7 listopada 2008 r. o Komitecie Stabilności Finansowej, Dz. U. Nr 209, poz. 1317.

oraz międzynarodowej pozycji inwestycyjnej. Banki z kolei przekazują na żądanie NBP dane niezbędne do oceny ich sytuacji finansowej oraz stabilności i ryzyka sektora bankowego (art. 23 Ustawy o NBP).

Zgodnie z art. 227 ust. 1 Konstytucji, NBP ma wyłączne prawo emisji pieniądza oraz ustalania i realizowania polityki pieniężnej. Jednakże niektóre rozwiązania zawarte w Ustawie o NBP mogą wzbudzać pewne zastrzeżenia. Na przykład, art. 24 ust. 1 i 2 Ustawy o NBP określa, że politykę walutową oraz zasady ustalania kursu złotego wobec walut obcych ustala Rada Ministrów w porozumieniu z RPP, a NBP wykonuje te ustalenia. To może ograniczać niezależność NBP w kwestiach dotyczących kursów walutowych, które należą do kompetencji rządu¹⁷.

Nieodłącznym elementem systemów przewidujących niezależność banku centralnego jest obowiązek współpracy z rządem w realizacji jednolitej polityki gospodarczej. Przepisy Traktatu z Maastricht i Statutu Europejskiego Systemu Banków Centralnych (ESBC) nakładają na banki centralne obowiązek współdziałania z organami rządowymi oraz wspierania ogólnej polityki gospodarczej kraju, o ile nie koliduje to z podstawowym celem banku centralnego, jakim jest utrzymanie stabilnego poziomu cen. Ostatecznie, choć NBP ma swoją autonomię, współpraca z rządem jest nieunikniona dla skutecznej realizacji celów gospodarczych państwa¹⁸.

Powyższe uwagi pokazują granicę między ustawowym współdziałaniem NBP z organami państwa a taką ingerencją, która mogłaby osłabiać autonomię decyzji RPP.

Analiza tej współpracy pozwala uchwycić, że polityka pieniężna pozostaje częścią szerszego ładu instytucjonalnego państwa, a problem badawczy nie dotyczy samego istnienia relacji NBP z władzami publicznymi, lecz granic tej relacji. Dopiero ich przekroczenie mogłoby prowadzić do osłabienia autonomii polityki pieniężnej.

1.4. Bankowa komisja śledcza a wyrok Trybunału Konstytucyjnego

Dnia 24 marca 2006 r. Sejm Rzeczypospolitej Polskiej podjął decyzję o powołaniu komisji śledczej mającej zająć się analizą decyzji dotyczących przekształceń kapitałowych i własnościowych w sektorze bankowym oraz nadzoru bankowego w okresie od 4 czerwca

¹⁷ R. Hutowski, op. cit., s. 198.

¹⁸ R. Tupin, *Niezależność NBP a obowiązek dbałości o stan gospodarki narodowej (uwagi krytyczne i wnioski de lege ferenda)*, „Przegląd Ustawodawstwa Gospodarczego” 2002, nr 6, s. 14–15.

1989 roku do 19 marca 2006 roku¹⁹. Głównym celem komisji było zbadanie działalności Narodowego Banku Polskiego, organów nadzoru bankowego oraz prywatyzacji sektora finansowego po 1990 r.

Analizie podlegała struktura systemu bankowego w Polsce w porównaniu z innymi krajami oraz działania Zarządu Narodowego Banku Polskiego w zakresie dokonywanych przez niego ocen funkcjonowania systemu bankowego w Polsce, a także ewentualny konflikt interesów związanych z rolą prezesa Narodowego Banku Polskiego jako przewodniczącego Rady Polityki Pieniężnej i Komisji Nadzoru Bankowego. Utworzenie komisji było również próbą wywarcia wpływu na Narodowy Bank Polski, szczególnie na ówczesnego prezesa Leszka Balcerowicza. Jednakże, już na etapie projektu uchwały pojawiły się kontrowersje²⁰.

Spór wokół komisji śledczej ujawnił kolizję między dążeniem Sejmu do rozszerzenia kontroli parlamentarnej a konstytucyjnie chronioną autonomią NBP. Dla dalszych rozważań najważniejsze jest to, że orzeczenie Trybunału Konstytucyjnego wyznaczyło granice dopuszczalnej ingerencji organów politycznych w sferę właściwą bankowi centralnemu.

Większość specjalistów w prawie konstytucyjnym uznała, że uchwała Sejmu naruszała postanowienia Konstytucji RP. Krytyka skupiała się głównie na braku precyzji co do przedmiotu badania komisji oraz na ryzyku naruszenia niezależności NBP. Zdaniem krytyków, komisja śledcza miała badać wiele spraw, które wykraczały poza zakres jej funkcji kontrolnej, określonej w Konstytucji²¹.

Inauguracyjne posiedzenie komisji śledczej odbyło się w maju 2006 r., a już podczas piątego posiedzenia pojawiła się propozycja wezwania Leszka Balcerowicza do stawienia się przed komisją. Jednak Balcerowicz odmówił przybycia, argumentując, że konieczne jest wcześniejsze rozstrzygnięcie przez Trybunał Konstytucyjny kwestii legalności komisji²². Grupa posłów z Platformy Obywatelskiej zaskarżyła uchwałę do Trybunału Konstytucyjnego, argumentując nieprecyzyjność przepisów i zagrożenie niezależności NBP. Ich zdaniem, kompleks zdarzeń w sektorze bankowym nie był konkretną sprawą, którą miałyby badać komisja śledcza²³.

¹⁹ A. Szmyt, K. Skotnicki, P. Czarny, M. Granat, P. Sarnecki, *Opinia dotycząca zgodności z Konstytucją RP uchwały Sejmu z dnia 24 marca 2006 roku w sprawie powołania Komisji Śledczej do zbadania rozstrzygnięć dotyczących przekształceń kapitałowych i własnościowych w sektorze bankowym oraz działań organów nadzoru bankowego w okresie od 4 czerwca 1989 r. do 19 marca 2006 r.*, „Przegląd Sejmowy” 2006, nr 5(76), s. 113–145.

²⁰ K. Burnetko, *Gest Balcerowicza*, „Polityka”, 23.09.2006, nr 38.

²¹ E. Maślak, op. cit., s. 164.

²² Ibidem, s. 166.

²³ Prace bankowej komisji śledczej zostały wznowione 17 kwietnia 2007 r. i trwały do 9 października 2007 r., kiedy to na swoim ostatnim posiedzeniu komisja śledcza zakończyła pracę z powodu samorozwiązania Sejmu.

Wyrok Trybunału Konstytucyjnego z września 2006 r. miał istotne znaczenie dla zapewnienia przestrzegania zasad państwa prawnego w Polsce. Trybunał stwierdził, że uchwała Sejmu o powołaniu komisji śledczej była niezgodna z Konstytucją, szczególnie w zakresie jej zadań i kompetencji. Sędziowie podkreślili, że organy takie jak Narodowy Bank Polski muszą mieć zapewnioną niezależność od innych organów państwa, co stanowi fundamentalną zasadę funkcjonowania państwa prawa²⁴.

Uchwała Sejmu, chociaż formalnie nadal mogła funkcjonować, została znacznie ograniczona przez orzeczenie Trybunału. Po nowelizacji uchwały, bankowa komisja śledcza miała skupić się na badaniu nieprawidłowości w działaniach organów państwa w procesie przekształceń banków. Jej prace miały obejmować również badanie działań rządu i ministra finansów w tym kontekście.

Wyrok Trybunału podkreślił nie tylko konieczność przestrzegania zasad konstytucyjnych przez organy ustawodawcze, ale także potwierdził niezależność Narodowego Banku Polskiego w prowadzeniu polityki pieniężnej²⁵. Ostatecznie, wyrok ten przypominał o zasadach państwa prawa i o konieczności zapewnienia równowagi między niezależnością instytucji a demokratyczną kontrolą nad nimi.

Wyzwania związane z nadzorem nad działalnością Narodowego Banku Polskiego (NBP) w kontekście jego autonomii instytucjonalnej są fundamentalne. Faktycznie, mimo że NBP jest organem publicznym, realizującym działania w imieniu i na rzecz państwa, istnieje trudność w odpowiednim nadzorze nad jego działalnością, który nie naruszałby jego autonomii²⁶.

W Polsce głównym organem nadzoru nad NBP wydają się być Rada Polityki Pieniężnej oraz Rada Ministrów, choć ich możliwości wpływu na działania banku są ograniczone. Sprawozdania z działalności NBP nie podlegają zatwierdzeniu przez Sejm, a jedynie mogą być przedmiotem obrad. Również roczne sprawozdanie finansowe NBP, które prezentowane jest Radzie Ministrów, podlega jedynie formalnemu zatwierdzeniu, a badaniem tego dokumentu zajmuje się biegły rewident wybrany przez Radę Polityki Pieniężnej²⁷. Dodatkowo, Nadzór nad działalnością NBP sprawuje Najwyższa Izba

²⁴ G. Paluszak, *Pojęcie niezależności banku centralnego i jej typy*, w: *Bankowość w okresie przemian systemowych. Wybrane zagadnienia*, red. W. Przybylska-Kapuścińska, Poznań 1998, s. 19–20.

²⁵ Kolejnym organem, który uczestniczy w nadzorze nad NBP, jest Rada Ministrów. To jej, zgodnie z art. 69 pkt 3 Ustawy o NBP, prezes NBP przedstawia roczne sprawozdanie finansowe do zatwierdzenia. Zaznaczyć jednak należy, iż badanie rocznego sprawozdania finansowego NBP jest dokonywane przez biegłego rewidenta wybranego przez RPP (art. 69 pkt 1 Ustawy o NBP), a więc rola Rady Ministrów ogranicza się jedynie do zatwierdzenia tego dokumentu

²⁶ A. Wojtyna, *Szkice o polityce pieniężnej*, Warszawa 2004, s. 219.

²⁷ E. Maślak, *op. cit.*, s. 172.

Kontroli²⁸, jednak kontrola ta skupia się głównie na legalności, gospodarności, celowości i rzetelności działalności banku centralnego, a nie na nadzorze nad jego strategią czy polityką.

W świetle tych rozwiązań prawnych, nadzór Sejmu i rządu nad działalnością NBP wydaje się być ograniczony, a bank centralny dysponuje szeroką autonomią instytucjonalną.

1.5. Polityka kursowa

Polityka kursowa pozostaje obszarem styku polityki pieniężnej i polityki gospodarczej państwa. W realiach płynnego kursu złotego zasadnicze znaczenie ma nie tyle bieżące sterowanie kursem, ile ograniczanie nadmiernych wahań oraz takie korzystanie z interwencji dewizowych, które nie podważa wiarygodności podstawowego celu polityki pieniężnej.

W latach 90. XX wieku NBP stosował formułę kursową, która prowadziła do stopniowego spadku kursu złotego w stosunku do walut rezerwowych. Po wprowadzeniu kursu płynnego w kwietniu 2000 r. kurs złotego również był niestabilny, nierównomiernie malejąc i rosnąc w stosunku do euro. Interwencje dewizowe, gdy były przeprowadzane, miały ograniczony wpływ na stabilizację kursu²⁹.

Wprowadzenie systemu kursów płynnych w Polsce w 2000 roku było wynikiem wielu czynników, w tym zmian na arenie międzynarodowej oraz dyskusji dotyczących polityki kursowej między NBP a rządem³⁰.

Praktyką powszechnie stosowaną na świecie jest, że politykę kursową prowadzi rząd, a politykę pieniężną bank centralny. W Polsce istnieją jednak specyficzne warunki, które skutkowały tym, że to NBP podejmuje decyzje dotyczące polityki kursowej. Standardem jest możliwość zmiany zasad ustalania kursu przez rząd, co byłoby rozwiązaniem wskazanym na okres przed wstąpieniem Polski do mechanizmu kursowego ERM II³¹.

W kontekście interwencji dewizowych, ich brak w przeszłości i wysoka zmienność kursu walutowego prowadziły do poważnych problemów, takich jak polski kryzys opcji walutowych w 2008 roku. Ponadto, konieczność utrzymania rezerwy na pokrycie ryzyka

²⁸ Ustawa z dnia 23 grudnia 1994 r. o Najwyższej Izbie Kontroli, Dz. U. z 1995 r. Nr 13, poz. 59.

²⁹ <https://www.bankier.pl/waluty/kursy-walut/forex/EURPLN> (Data dostępu 26.01.2026r.).

³⁰ W. Rutkowski, op. cit., s. 161.

³¹ Kurs płynny został wprowadzony w Polsce 11 kwietnia 2000 r. przy średnim kursie NBP wynoszącym 3,9937 zł za euro. Analiza danych dotyczących kształtowania się kursu złotego wobec euro wskazuje, że był to kurs nie tylko daleki od stabilizacji, która jest niezbędna dla gospodarki, ale także charakteryzujący się znaczną zmiennością zarówno w krótkim, jak i długim okresie.

zmian kursu złotego do walut obcych, określona w ustawie o NBP, była przedmiotem kontrowersji i konfliktów z rządem³².

Dlatego też istotne jest wprowadzenie odpowiednich mechanizmów kontrolnych i stabilizacyjnych, aby zarządzać ryzykiem związanym z kursami walutowymi. Interwencje dewizowe, przy odpowiednio wysokim poziomie umiejętności i rozwoju rynku dewizowego, mogą stanowić skuteczny sposób na utrzymanie stabilności kursu walutowego i zapewnienie odpowiednich warunków dla rozwoju gospodarczego. Decyzje dotyczące interwencji dewizowych oraz zarządzania kursami walutowymi powinny być podejmowane w sposób rozważny i z uwzględnieniem szerokiego kontekstu ekonomicznego, politycznego i społecznego. W ten sposób można zminimalizować ryzyko wystąpienia nieprawidłowości i zapewnić stabilność oraz zrównoważony rozwój gospodarczy³³.

Powyższe uwagi ukazują, że kurs walutowy i interwencje dewizowe tworzą jeden z kanałów, przez które decyzje RPP mogą oddziaływać na inflację, eksport i stabilność makroekonomiczną. Polityka kursowa stanowi zatem obszar, w którym szczególnie wyraźnie spotykają się względy makroekonomiczne, interesy państwa w sferze zewnętrznej oraz ograniczenia wynikające z autonomii banku centralnego. Z punktu widzenia niniejszej rozprawy ma to znaczenie dla oceny, czy decyzje RPP były podejmowane przede wszystkim według logiki stabilności monetarnej, czy także w odpowiedzi na szersze oczekiwania polityki państwa.

1.6. Współczesne wyzwania stojące przed radą polityki pieniężnej

Wysoka inflacja i niestabilne kursy walut stanowią obecnie poważne wyzwania dla Rady Polityki Pieniężnej. Podnoszenie lub obniżanie celu inflacyjnego może mieć istotne konsekwencje dla gospodarki i nastrojów przedsiębiorców³⁴.

Obniżenie celu inflacyjnego może zwiększyć niepewność wśród przedsiębiorców i ograniczyć ich chęć do inwestowania, obawiając się podwyżek stóp procentowych. Spadek perspektyw zbytu towarów za granicą również może skłonić przedsiębiorstwa do

³² Polska definicja dewiz została wprowadzona po 1945 r. i odbiega nieco od ich definicji w krajach zachodnioeuropejskich. Dewizy definiuje w naszym kraju Ustawa z dnia 27 lipca 2002 r. Prawo dewizowe, Dz. U. Nr 141, poz. 1178.

³³ W. Rutkowski, op. cit., s. 162–163.

³⁴ E. Łon, Polska ma prawo do nieco wyższej inflacji, Bankier, 11.08.2020, <https://www.bankier.pl/wiadomosc/Lon-Polska-ma-prawo-do-nieco-wyzszej-inflacji-7941705.html>. (Data dostępu 26.01.2026 r.).

ograniczenia inwestycji. Realna koncepcja obniżki celu inflacyjnego mogłaby dodatkowo zwiększyć obawy przed podwyżkami stóp procentowych, co negatywnie wpłynęłoby na stan gospodarki³⁵.

Inflacja i deflacja są istotnymi wskaźnikami kondycji gospodarczej. Deflacja może stanowić zagrożenie dla wzrostu gospodarczego, gdyż może skłonić konsumentów do odkładania decyzji konsumenckich. Dlatego cel inflacyjny, przyjmowany przez banki centralne, ma wartość dodatnią, sugerując, że deflacja jest bardziej niebezpieczna dla gospodarki. Umiarkowane zwiększenie inflacji może być korzystne dla sytuacji społeczno-gospodarczej kraju. Optymalny poziom inflacji nie jest zerowy, a różne źródła wskazują na wartości od 0 do 4%, przy czym inflacja w przedziale od 0 do 2,5% może mieć pozytywny wpływ na wzrost gospodarczy³⁶.

Wprowadzenie projekcji inflacji jako ważnego elementu dyskusji na posiedzeniach Rady Polityki Pieniężnej świadczy o trosce o wzrost gospodarczy. Oznacza to, że bank centralny podejmuje decyzje z uwzględnieniem różnorodnych czynników mających wpływ na gospodarkę, w tym zarówno inflację, jak i wzrost gospodarczy³⁷.

Współczesna polityka pieniężna musi równoważyć stabilność cen, zakotwiczenie oczekiwań inflacyjnych oraz warunki wzrostu gospodarczego. W przypadku Polski kluczowe znaczenie ma utrzymanie wiarygodności celu inflacyjnego 2,5% z pasmem odchyłeń ± 1 pkt proc., przy jednoczesnym uwzględnieniu specyfiki gospodarki doganiającej i zmienności szoków podaźowych.

2. Strategie polityki pieniężnej

W niniejszej pracy strategia polityki pieniężnej jest rozumiana jako spójny układ celów, instrumentów i zasad komunikacji banku centralnego.

Strategię polityki pieniężnej można definiować jako sposób ustalenia i realizacji polityki pieniężnej, który obejmuje cele, instrumenty, warunki instytucjonalne, proces decyzyjny oraz ostateczny efekt w postaci stabilności monetarnej³⁸.

³⁵ E. Łon, *Sztuka prowadzenia polskiego polityki pieniężnej w realiach XXI wieku*, Poznań 2021, s. 135.

³⁶ Ibidem, s. 155–156.

³⁷ Ibidem, s. 163.

³⁸ W. Przybylska-Kapuścińska, M. Szyszko, *Współczesna polityka pieniężna. Perspektywa XXI wieku*, Warszawa 2017, s. 94.

Cele polityki pieniężnej mogą być pośrednie i finalne, obejmując zarówno krótko-, jak i długookresowe cele gospodarcze, takie jak stabilna inflacja, wysoki poziom zatrudnienia czy stabilność cen.

Instrumenty polityki pieniężnej mogą być standardowe (takie jak zmiana stóp procentowych czy operacje otwartego rynku) lub nadzwyczajne (jak interwencje na rynku walutowym czy programy ilościowego luzowania pieniężnego).

Warunki instytucjonalne obejmują niezależność banku centralnego, jego odpowiedzialność, przejrzystość i wiarygodność, co ma istotne znaczenie dla skuteczności polityki pieniężnej³⁹.

W warunkach swobodnego przepływu kapitału bank centralny może wybrać stały kurs walutowy i zrezygnować z możliwości sterowania krajową stopą procentową lub wybrać płynny kurs walutowy i zachować autonomię w ustalaniu stopy procentowej na rynku krajowym⁴⁰.

W literaturze przedmiotu wyróżnia się dwie główne grupy strategii monetarnych. Pierwszą z nich są strategie oparte na celach pośrednich, w których mamy do czynienia z kontrolą stóp procentowych, agregatów pieniężnych oraz kursu walutowego. Odmienna strategia wieloparametryczna zakłada bezpośrednią strategię inflacyjną, celowanie w poziom cen, stabilizowanie celowego PKB oraz podejście eklektyczne⁴¹.

Wybór konkretnej strategii zależy od celów banku centralnego oraz warunków makroekonomicznych danego kraju.

Strategia polityki pieniężnej uwzględnia również stosunek banku centralnego do reguł, według których będzie się kierować w prowadzeniu polityki monetarnej. Reguła polityki pieniężnej to każdy ustalony i publicznie ogłoszony przez bank centralny sposób reakcji na określone wydarzenia obserwowane powszechnie. Bank centralny może wybrać stałą zasadę i konsekwentnie jej przestrzegać lub prowadzić elastyczną, dostosowawczą politykę pieniężną⁴².

³⁹ R. Kokoszyński, *Współczesna polityka pieniężna w Polsce*, PWE, Warszawa 2004., s. 12.

⁴⁰ W. Przybylska-Kapuścińska, M. Szyszko, op. cit., s. 96.

⁴¹ P. Szpunar, *Skuteczna strategia polityki pieniężnej w małej gospodarce otwartej – wybór dla Polski*, „Bank i Kredyt”, nr 7–8, s. 114–126.

⁴² W. Przybylska-Kapuścińska, M. Szyszko, op. cit., s. 98.

2.1. Strategie polityki pieniężnej oparte na celach pośrednich

Strategie oparte na celach pośrednich, często nazywane tradycyjnymi, zakładają, że bank centralny realizując swój główny cel - stabilizację poziomu cen - powinien mieć określone cele pośrednie, których osiągnięcie przyczynia się do realizacji celu końcowego. Kontrola nad parametrem przyjętym jako cel pośredni umożliwia ustalanie celów na poziomie operacyjnym. Krótkoterminowe cele operacyjne są oparte na codziennych operacjach banku centralnego. Ich rola polega na transmisji efektów operacji rynkowych i wpływie na osiągnięcie przyjętych jako cele pośrednie, co powinno zapewnić realizację celu końcowego. Ten typ strategii monetarnej nazywa się triadą celów⁴³.

W strategiach opartych na celach pośrednich konieczność korzystania z celu pośredniego tłumaczy się faktem, że bank centralny ma jedynie pośredni wpływ na poziom cen i produkcji, które głównie zależą od ogólnej podaży i popytu w gospodarce, oraz opóźnieniem w działaniu narzędzi polityki pieniężnej. Brakuje pewności co do perspektywicznego stanu gospodarki, a informacje o jej obecnym stanie są dostępne ze zwłoką.

Bank centralny stosuje strategię, polegającą najpierw na określeniu celu pośredniego ściśle związanego z inflacją, następnie wybiera cel operacyjny powiązany z celem pośrednim i poddający się precyzyjnej kontroli, nawet w układzie dziennym, aby skutecznie kontrolować inflację, która jest głównym celem polityki pieniężnej. Cel pośredni, który jest ściśle związany z inflacją, służy jako wskaźnik, który bank centralny może kontrolować poprzez manipulację celami operacyjnymi, które są bardziej bezpośrednio pod kontrolą banku centralnego⁴⁴. Dążenie do utrzymania celu operacyjnego na odpowiednim poziomie pozwala na osiągnięcie celu inflacyjnego poprzez efektywną kontrolę zmiennych kluczowych dla inflacji. Ta strategia pozwala bankowi centralnemu na elastyczne dostosowanie się do zmieniających się warunków gospodarczych w celu zapewnienia stabilności cen⁴⁵.

Cel pośredni powinien pozostawać pod względnie skuteczną kontrolą banku centralnego, być mierzalny oraz wykazywać możliwie stabilny związek z celem końcowym.

⁴³ Ibidem, s. 100.

⁴⁴ R. Kokoszyński, J. Stopyra, *Dylematy wyboru celów pośrednich i operacyjnych w polityce Narodowego Banku Polskiego*, „Bank i Kredyt” 1996, nr 6.

⁴⁵ W. Przybylska-Kapuścińska, M. Szyszko, op. cit., s. 102.

Ostatecznym efektem strategii polityki pieniężnej jest osiągnięcie stabilności monetarnej, czyli utrzymanie stabilnego poziomu cen, zapobieganie inflacji lub deflacji oraz tworzenie warunków dla zrównoważonego wzrostu gospodarczego⁴⁶.

Ustalenia poczynione w tym podrozdziale porządkują aparat pojęciowy analizy, umożliwiając w rozdziale IV wyraźne odróżnienie sporów dotyczących doboru instrumentów od sporów odnoszących się do zasadniczej strategii polityki pieniężnej.

Wybór strategii polityki pieniężnej ma znaczenie nie tylko ekonomiczne, lecz także instytucjonalne i polityczne, ponieważ określa stopień przewidywalności działań banku centralnego, zakres jego uznaniowości oraz sposób komunikowania decyzji wobec uczestników życia gospodarczego i opinii publicznej. W tym sensie strategia polityki pieniężnej współokreśla relację między autonomią banku centralnego a odpowiedzialnością publiczną.

2.2. Strategia bezpośredniego celu inflacyjnego

Rozwój strategii bezpośredniego celu inflacyjnego był konsekwencją odejścia od wcześniejszych reżimów monetarnych i kursowych, ograniczeń kontroli agregatów pieniężnych oraz potrzeby silniejszego zakotwiczenia oczekiwań inflacyjnych w warunkach rosnącej otwartości gospodarek.

Strategia celu inflacyjnego, pojawiła się w odpowiedzi na trudności związane z kontrolą inflacji poprzez kontrole agregatów monetarnych. Jej głównym celem było zakotwiczenie oczekiwań inflacyjnych bezpośrednio w ogłoszonym publicznie celu inflacyjnym, co miało zastąpić inne kotwice nominalne. Pojawienie się tej strategii było wynikiem ewolucji teorii ekonomicznej oraz doświadczeń związanych z kryzysami walutowymi i zmianami w otoczeniu gospodarczym.

Strategia bezpośredniego celu inflacyjnego (BCI) to strategia polityki pieniężnej banku centralnego polegająca na publicznym określeniu konkretnego, liczbowego celu inflacyjnego oraz podporządkowaniu prowadzonej polityki pieniężnej dążeniu do jego osiągnięcia i utrzymania w średnim okresie, przy jednoczesnym wykorzystaniu instrumentów polityki pieniężnej – w szczególności stóp procentowych – oraz prowadzeniu przejrzystej polityki informacyjnej w celu kształtowania oczekiwań inflacyjnych⁴⁷.

⁴⁶ W. Przybylska-Kapuścińska, M. Szyszko, op. cit., s. 95.

⁴⁷ Narodowy Bank Polski – opis strategii celu inflacyjnego w ramach polityki pieniężnej NBP

Strategia celu inflacyjnego została przyjęta przez blisko trzydzieści banków centralnych na całym świecie, z czego większość stanowią banki centralne gospodarek wschodzących. Ten model polityki pieniężnej zyskał na popularności głównie na przełomie XX i XXI wieku, gdy gospodarki Azji Południowo-Wschodniej, Ameryki Łacińskiej i Europy Środkowo-Wschodniej dołączały do tej grupy⁴⁸.

Mimo że strategia celu inflacyjnego zdobyła popularność i stabilność, wybuch globalnego kryzysu finansowego w 2007 roku wywołał krytykę wobec niej. Zarzucono jej nieskuteczność w przeciwdziałaniu narastaniu nierównowagi makroekonomicznej. Jednakże, do tej pory żaden kraj nie zdecydował się na odejście od tej strategii, co świadczy o jej ugruntowanej pozycji w polityce pieniężnej wielu krajów⁴⁹.

Uznanie stabilności cen za główny cel polityki pieniężnej jest zgodne z tezą monetarystów, że polityka pieniężna nie może trwale podnieść tempa wzrostu PKB⁵⁰. Banki centralne koncentrują się więc na tworzeniu warunków sprzyjających utrzymaniu zrównoważonego wzrostu gospodarczego, który jest determinowany przez inne czynniki. Publiczne ogłoszenie numerycznego celu inflacyjnego stanowi klarowną kotwicę nominalną, ponieważ odnosi się do powszechnie znanego i zrozumiałego wskaźnika. Podanie konkretnej wartości pożądanego poziomu inflacji bezpośrednio wpływa na kształtowanie się oczekiwań inflacyjnych i w efekcie, inflacji w dłuższym okresie. Dzięki temu otoczenie ma jasne wytyczne co do oczekiwań inflacyjnych, co pomaga w osiągnięciu celu stabilności cen przez bank centralny⁵¹.

W podejściu restrykcyjnym istnieje ryzyko, że spadek produkcji i zatrudnienia pogłębi się w warunkach negatywnych wstrząsów podaźowych, gdyż dynamika produkcji i inflacja mogą zmieniać się w przeciwnych kierunkach. Istnieje ponadto ryzyko wystąpienia tzw. problemu niestabilności instrumentów, polegającego na konieczności częstych i niejednokrotnie różnokierunkowych dostosowań stopy procentowej, co może destabilizować inflację. Ponadto, częste i radykalne zmiany w polityce pieniężnej mogą prowadzić do utraty zrozumienia przez społeczeństwo polityki banku centralnego, co

⁴⁸ Przyjęcie strategii BCI często poprzedzały kryzysy walutowe. W Europie przykładem był kryzys Europejskiego Mechanizmu Kursowego z 1992 r., który skłonił Szwecję, Wielką Brytanię i Finlandię do porzucenia nominalnej kotwicy polityki pieniężnej na rzecz alternatywnych strategii kursowych. Kryzys walutowy lat 1997-1998 w Azji Południowo-Wschodniej był katalizatorem zmian, które skłoniły część najbardziej dotkniętych państw, takich jak Korea Południowa, Tajlandia, Filipiny i Indonezja, do przyjęcia strategii celu inflacyjnego. Kraje Ameryki Południowej dołączyły do tego trendu po kryzysie finansowym w 1998 r.

⁴⁹ W. Grostal, M. Ciżkowicz-Pękała, J. Niedźwiedzińska, E. Skrzyszewska-Paczek, E. Stawasz, G. Wesołowski, P. Żuk, *Ewolucja strategii celu inflacyjnego w wybranych krajach*, NBP, Warszawa 2015, s. 14.

⁵⁰ Ibidem, s. 16.

⁵¹ W. Grostal, M. Ciżkowicz-Pękała, et al., op. cit., s. 17.

negatywnie wpływa na jego wiarygodność⁵². Dlatego większość banków centralnych preferuje elastyczne podejście, które uwzględnia zarówno cele inflacyjne, jak i cele aktywności gospodarczej⁵³.

W sytuacji znacznej nierównowagi fiskalnej, wysokie poziomy deficytów i długu publicznego mogą istotnie ograniczać zdolność banku centralnego do swobodnego stosowania instrumentów polityki pieniężnej. Na przykład, znaczne podwyższenie stóp procentowych może grozić niewypłacalnością kraju, co z kolei zagraża stabilności makroekonomicznej. W takich sytuacjach bank centralny może mieć ograniczone możliwości osiągnięcia założonego celu inflacyjnego⁵⁴.

W obu strategiach, zarówno celu inflacyjnego, jak i innych, istotną rolę odgrywa mechanizm transmisji polityki pieniężnej. Decyzje banku centralnego wpływają na działania innych podmiotów gospodarczych i w konsekwencji na osiągnięcie celów banku centralnego. W strategii celu inflacyjnego, gdzie krótkoterminowa stopa procentowa jest często głównym instrumentem banku centralnego, istotne jest odpowiednie funkcjonowanie mechanizmu transmisji, co z kolei wymaga odpowiedniego rozwoju rynków finansowych oraz minimalnej skali dolaryzacji/euroizacji gospodarki⁵⁵.

Większość banków centralnych stosujących strategię celu inflacyjnego działa w ramach reżimu płynnego kursu walutowego. Jednakże w przeszłości niektóre z tych banków, szczególnie w krajach wschodzących, mogły przyjąć strategię celu inflacyjnego nawet przed pełnym upłynnieniem kursu walutowego lub próbowały pogodzić stabilność cen z realizacją celu kursowego. W przypadku krajów wschodzących, większe przywiązanie do sztywniejszych systemów kursowych wynikało z ich silniejszego uzależnienia od przepływów kapitału. Jednakże w miarę unikania konfliktu celów, systemy kursowe stopniowo były rozluźniane⁵⁶.

Upowszechnienie tej strategii wynikało z jej przejrzystości i lepszej komunikacji z rynkiem, choć po kryzysie finansowym zaczęto mocniej akcentować potrzebę uzupełniania celu inflacyjnego analizą stabilności finansowej, kursu walutowego i ryzyk fiskalnych.

Narodowy Bank Polski (NBP) przyjął strategię celu inflacyjnego w 1998 roku, a od 2004 roku kontynuuje realizację ciągłego celu na poziomie 2,5% z możliwością odchylenia

⁵² B.S. Bernanke, F.S. Mishkin, *Inflation Targeting: A New Framework for Monetary Policy?*, "Journal of Economic Perspectives" 1997, t. 11, nr 2, s. 97-116.

⁵³ W. Grostal, M. Ciżkowicz-Pękała et al., op. cit., s. 18.

⁵⁴ B.S. Bernanke, F.S. Mishkin, op. cit., s. 97-116.

⁵⁵ W. Grostal, M. Ciżkowicz-Pękała et al., op. cit., s. 20.

⁵⁶ Meulendyke A., *U.S. Monetary Policy and Financial Markets. Federal Reserve Bank of New York*, 1998, s. 46.

o ± 1 punkt procentowy. Mimo że podstawowe cele pozostały niezmienione, Rada Polityki Pieniężnej dokonywała pewnych modyfikacji w sposobie komunikacji polityki pieniężnej oraz w podejściu do interwencji walutowych⁵⁷.

Strategia bezpośredniego celu inflacyjnego może być zatem postrzegana nie tylko jako rozwiązanie ekonomiczne, lecz także jako mechanizm instytucjonalny ograniczający uznaniowość decyzji i wzmacniający przewidywalność działania państwa w sferze gospodarczej. Dzięki temu stanowi ona ważny punkt odniesienia dla oceny, czy decyzje RPP pozostawały zgodne z deklarowaną logiką prowadzenia polityki pieniężnej.

3. Uwarunkowania wprowadzenia strategii celu inflacyjnego w Polsce w 1998 roku.

Decyzja Rady Polityki Pieniężnej I kadencji o przyjęciu strategii celu inflacyjnego zastępującej dotychczasową strategię eklektyczną⁵⁸ była konsekwencją dążenia do zwiększenia efektywności prowadzonej polityki pieniężnej. Dotychczasowa strategia, uwzględniająca cele pośrednie dla agregatów monetarnych i kursu walutowego obok celu dla inflacji, stawała się coraz mniej skuteczna w warunkach rosnącej integracji polskiego rynku finansowego z rynkiem światowym. Wynikało to z coraz silniejszych niespójności między tymi celami pośrednimi a celem inflacyjnym.

Przejście na strategię celu inflacyjnego miało głównie na celu przełamanie oczekiwań inflacyjnych, które były jedną z głównych barier w procesie dalszego obniżania inflacji⁵⁹. Średniookresowym celem stawianym przez Radę w ramach strategii polityki pieniężnej na lata 1999–2003 było obniżenie inflacji poniżej poziomu 4% do 2003 roku. W tym czasie kontynuowano również proces upłynniania kursu złotego, który oficjalnie został zakończony w kwietniu 2000 roku, ale interwencje walutowe zostały przerwane już w 1999 roku, w momencie rozpoczęcia realizacji strategii celu inflacyjnego⁶⁰.

⁵⁷ W. Grostal, M. Ciżkowicz-Pękała et al., op. cit., s. 28.

⁵⁸ Nowa strategia skoncentrowała się na stabilizacji inflacji poprzez określenie konkretnego celu inflacyjnego, który bank centralny stara się osiągnąć poprzez odpowiednie narzędzia polityki pieniężnej, takie jak stopy procentowe czy operacje na rynku pieniężnym.

⁵⁹ Poprzednia strategia, która była bardziej eklektyczna lub nieformalna, nie kształtowała wystarczająco skutecznie oczekiwań rynkowych co do stabilności cen. Przejście na strategię celu inflacyjnego miało na celu jasne określenie celu inflacyjnego przez bank centralny oraz zwiększenie transparentności i przewidywalności jego działań, co mogło pomóc w zmianie oczekiwań inflacyjnych rynku i firm oraz wspierać długoterminową stabilność cen.

⁶⁰ Rada Polityki Pieniężnej, Średniookresowa strategia polityki pieniężnej na lata 1999–2003, Warszawa 1998, https://nbp.pl/wp-content/uploads/2022/07/strategia_RPP_1999_2003.pdf (Data dostępu 26.01.2026 r.).

W 2003 r. inflacja kształtowała się na bardzo niskim poziomie. W Strategii polityki pieniężnej po 2003 r. rada mogła już zatem ogłosić, że jej głównym zadaniem będzie polegało na stabilizacji inflacji na niskim poziomie i przyjęcie ciągłego celu inflacyjnego wynoszącego $2,5\% \pm 1$ p.p.⁶¹.

Polska była jednym z pierwszych państw w trakcie transformacji ustrojowej, który zdecydował się na przyjęcie strategii celu inflacyjnego. Niektórzy ekonomiści twierdzili, że Polska nie była przygotowana na wdrożenie tej strategii, podkreślając, że mechanizm transmisji zmian stóp procentowych na inflację nie był jeszcze wystarczająco stabilny. Zwracano również uwagę, że bank centralny nie posiadał wówczas odpowiednich modeli prognostycznych⁶².

Znaczenie tego fragmentu polega na pokazaniu, że przyjęcie strategii celu inflacyjnego było odpowiedzią na konkretne uwarunkowania gospodarcze i instytucjonalne, co ma znaczenie przy późniejszej ocenie trafności decyzji RPP.

3.1. Główne modyfikacje strategii celu inflacyjnego NBP

W okresie początkowym wdrażania strategii celu inflacyjnego, zmiany w ramach prowadzenia polityki pieniężnej miały na celu przede wszystkim zapewnienie, że NBP spełnia wszystkie wymogi stawiane przez strategię bezpośredniego celu inflacyjnego. Jednocześnie, ogłaszając przyjęcie strategii w 1998 roku, Rada Polityki Pieniężnej podkreśliła, że strategia nie jest zamknięta i że pewne elementy mogą ulec modyfikacji wraz z okresową oceną jej aktualności.

Podczas wdrażania strategii celu inflacyjnego głównymi środkami komunikacji Rady Polityki Pieniężnej były informacje po posiedzeniu oraz wymagane przez Konstytucję RP Założenia polityki pieniężnej i sprawozdanie z wykonania założeń polityki pieniężnej. Niniejsze narzędzia przez kolejne lata ulegały pewnej ewolucji, ale ich istota, cel i ogólna struktura pozostały niezmiennione⁶³. Natomiast istotne zmiany dotyczyły Raportu o inflacji. Do roku 2000 nie zawierał on wyników głosowań członków RPP, a do 2004 projekcji NBP. Wyniki głosowania członków rady zaczęto publikować w czerwcu 2001. Było to istotne,

⁶¹ Rada Polityki Pieniężnej, Strategia polityki pieniężnej po 2003 roku, Warszawa 2003, https://static.nbp.pl/dokumenty/polityka-pieniezna/strategia-polityki-pienieznej/strategia_RPP_2003.pdf (Data dostępu 26.01.2026 r.).

⁶² W. Grostal, M. Ciżkowicz-Pękała et al., op. cit., s. 131.

⁶³ Ibidem, s. 129.

ponieważ raport prezentował także wyniki głosowania członków rady nad wnioskami, które nie uzyskały większości głosów. Z kolei wyniki projekcji inflacji i PKB zaczęto publikować w sierpniu 2004.

Od wprowadzenia strategii celu inflacyjnego do roku 2010 NBP unikał interwencji na rynku walutowym. Jednakże w ramach Strategii na lata 1999–2003 RPP zaznaczyła, że NBP może przeprowadzać interwencje, jeśli uzna to za niezbędne ze względów polityki pieniężnej. Później, w Założeniach polityki pieniężnej na lata 2003–2009, precyzowano, że interwencje są możliwe, jeśli są konieczne do osiągnięcia celu inflacyjnego. Po wystąpieniu silnych turbulencji na rynkach finansowych w wyniku upadku Lehman Brothers, Rada uznała, że to określenie może być zbyt ograniczające. W 2009 roku, w Założeniach na 2010 rok, podkreślono większą skłonność NBP do interwencji walutowych, stwierdzając, że mogą być podejmowane w celu zapewnienia stabilności makroekonomicznej i finansowej kraju. Ten zapis został utrzymany w kolejnych latach.

Ewolucja strategii NBP po 1998 r. polegała przede wszystkim na zwiększeniu przejrzystości komunikacji, rozwijaniu projekcji inflacyjnych, publikacji materiałów po posiedzeniach RPP oraz dopuszczeniu ograniczonej elastyczności w reagowaniu na wstrząsy i zaburzenia stabilności finansowej.

3.2. Alternatywne strategie nowoczesne

Do momentu wybuchu globalnego kryzysu gospodarczego w 2007 r. dominującą strategią w polityce pieniężnej była strategia celu inflacyjnego. Jednakże kryzys ten poddał tę strategię w wątpliwość, otwierając dyskusję na temat alternatywnych podejść do prowadzenia polityki pieniężnej, szczególnie w kontekście rosnącej roli polityki makroostrożnościowej oraz sytuacji, w której bank centralny musi operować w warunkach zerowych stóp procentowych i deflacji⁶⁴.

Powszechnie znanych jest kilka propozycji alternatywnych strategii. Pierwszą z nich jest strategia eklektyczna w zakresie polityki pieniężnej, znana również jako podejście wieloparametryczne, daje władzom monetarnym szeroką swobodę działania, co zapewnia elastyczność w dostosowywaniu się do zmieniających się warunków. Ta strategia nie narzuca bankowi centralnemu ściśle określonych ram działania. Nie wymaga publikacji

⁶⁴ W. Przybylska-Kapuścińska, M. Szyszko, op. cit., s. 115.

informacji o priorytetach czy poziomach celów, co prowadzi do braku przejrzystości i może budzić wątpliwości związane z zasadami demokracji oraz ryzykiem politycznego wpływu.

Strategia PLT (Price Level Targeting) to strategia polityki pieniężnej, w której bank centralny dąży do stabilizacji ogólnego poziomu cen (np. mierzonego wskaźnikiem CPI) wokół z góry określonej ścieżki lub poziomu, a w przypadku odchyień zobowiązuje się do ich skorygowania w przyszłości, tak aby poziom cen powrócił do założonej trajektorii⁶⁵.

W strategii nominalnego PKB priorytetem staje się manipulacja nominalnym PKB, odnosząc się albo do tempa wzrostu nominalnego PKB, albo do określonej trajektorii rozwoju nominalnego PKB, co z kolei umożliwia poszerzenie zakresu działań monetarnych. Wdrożenie tego podejścia wymaga ustalenia tempa wzrostu, zgodnie z którym nominalny produkt powinien wzrastać w długim okresie⁶⁶.

Po kryzysie finansowym w literaturze pojawiły się propozycje modyfikacji celu inflacyjnego, w tym targetowanie poziomu cen i nominalnego PKB. W praktyce mają one znaczenie przede wszystkim jako punkt odniesienia dla oceny ograniczeń klasycznej strategii, a nie jako rozwiązania zastosowane w Polsce.

4. Standardowe narzędzia – instrumenty polityki pieniężnej wykorzystywane w Polsce po 1989 r.

Od 1989 roku w Polsce zachodziły zmiany w zakresie polityki monetarnej. Dotyczyło to zarówno jej celów, strategii, jak i narzędzi. Zmiany te były wynikiem wielu czynników, w tym transformacji ustrojowej, dynamicznego rozwoju sektora bankowego, konieczności dostosowania do wymogów Eurosystemu oraz walki z konsekwencjami kryzysu finansowego, który rozpoczął się w 2007 roku.

W literaturze przedmiotu można znaleźć różnorodne klasyfikacje instrumentów polityki pieniężnej⁶⁷. Politykę pieniężną można podzielić z uwagi na charakter, termin i sposób jej oddziaływania na politykę ustrojową, regulującą stosunki między walutą krajową a walutami obcymi w ramach danego ustroju walutowego oraz sposób zaopatrywania gospodarki w pieniądź i kontrolę systemu bankowego w ramach ustroju pieniężnego lub

⁶⁵ A. Wojtyła, *Banki centralne po kryzysie: czy konieczne są zmiany instytucjonalne w strategii bezpośredniego celu inflacyjnego?*, „Gospodarka Narodowa” 2012, nr 7–8.

⁶⁶ J. Niedźwiedzińska, G. Wesółowski, *Strategia celu dla nominalnego PKB jako alternatywa dla strategii celu inflacyjnego*, Warszawa 2012.

⁶⁷ M. Skopowski, M. Wiśniewski, *Instrumenty współczesnej polityki pieniężnej*, Poznań 2014, s. 8.

politykę procesową, będącą kombinacją celów i środków wykorzystywanych do sterowania procesem gospodarowania pieniądzem⁶⁸.

Instrumenty polityki pieniężnej nie są w niniejszej pracy analizowane wyłącznie jako narzędzia ekonomiczne, lecz jako środki realizacji określonych celów publicznych, których dobór i zastosowanie podlegają ocenie zarówno pod względem skuteczności, jak i zgodności z rolą banku centralnego w systemie państwa. Pozwala to później badać nie tylko sam kierunek decyzji RPP, lecz także adekwatność zastosowanych narzędzi.

4.1. Istota i klasyfikacje instrumentów polityki pieniężnej

W zależności od typu polityki pieniężnej można wyodrębnić różne rodzaje używanych narzędzi. Jednymi z nich są narzędzia polityki ustrojowej, które stanowią zbiór przepisów prawnych regulujących systematycznie i długoterminowo podstawowe warunki prowadzenia polityki monetarnej proceduralnej, finansowe aspekty relacji gospodarczych z zagranicą oraz działalność banków. Mamy do dyspozycji również narzędzia polityki procesowej, którymi jest zestaw instrumentów sterujących procesem zarządzania pieniędzmi (kształtowanie relacji między popytem na pieniądź a jego podażą), używany w ramach systemów stworzonych przez politykę ustrojową⁶⁹.

Wyberzemy te kryteria, które pomagają zrozumieć działanie narzędzi NBP.

Kierując się kryterium rodzaju instrumentu, można wyróżnić instrumenty ilościowe – narzędzia skierowane na zmiany wielkości obiegu pieniężnego, płynności bankowej lub rozmiar kredytu oraz instrumenty jakościowe – narzędzia wpływające na oprocentowanie, poziom stopy procentowej, strukturę oprocentowania oraz warunki udzielania kredytów⁷⁰.

Innym podziałem jest klasyfikacja dokonana za pomocą kryterium stosowalności instrumentów we współczesnej polityce pieniężnej otwartych gospodarek rynkowych. Według tego kryterium można podzielić instrumenty na:

- standardowe instrumenty polityki pieniężnej, które są kluczowymi narzędziami stosowanymi powszechnie we współczesnych gospodarkach rynkowych. Ich celem jest regulowanie ilości pieniądza w obiegu oraz kształtowanie warunków płynnościowych na rynku pieniężnym bez naruszania funkcjonowania mechanizmu rynkowego.

⁶⁸ W. Przybylska-Kapuścińska, *Polityka pieniężna. Cele, strategie i instrumenty*, Warszawa 2002, s. 6–7.

⁶⁹ M. Skopowski, M. Wiśniewski, op. cit., s. 10.

⁷⁰ Ibidem, s. 10.

- przedstawiane instrumenty - są głównie rynkowe i pozwalają na elastyczne dostosowywanie podaży pieniądza do potrzeb gospodarki. Operacje otwartego rynku polegają na kupnie lub sprzedaży przez bank centralny papierów wartościowych na rynku otwartym w celu regulacji ilości pieniądza w obiegu oraz kształtowania stóp procentowych. Te operacje są również narzędziem rynkowym, które umożliwia bankowi centralnemu precyzyjne zarządzanie płynnością oraz stabilizowanie stóp procentowych na rynku międzybankowym.

Podstawowym narzędziem polityki pieniężnej są stopy procentowe, z których główną rolę pełni stopa referencyjna, kontrolująca koszt pożyczania pieniądza w gospodarce⁷¹. Standardowe instrumenty polityki pieniężnej są zaprojektowane tak, aby nie zakłócać funkcjonowania mechanizmu rynkowego, co jest kluczowe dla efektywnego działania gospodarki rynkowej. Do kluczowych instrumentów należą też rezerwa obowiązkowa, operacje depozytowo-kredytowe oraz operacje otwartego rynku.⁷²

4.2. Instrumenty polityki kursowej

Interwencje walutowe NBP są jednym z instrumentów polityki kursowej, których stosowanie zależy od obowiązującego w danym okresie reżimu kursowego. Ich istota polega na bezpośrednim oddziaływaniu banku centralnego na kurs waluty krajowej poprzez operacje na rynku walutowym, w szczególności kupno lub sprzedaż walut obcych.

Bank centralny interweniuje wtedy, gdy kurs waluty krajowej zbliża się do granic dopuszczalnego pasma wahań albo odbiega od kursu centralnego. W takich sytuacjach NBP może sprzedawać waluty obce w celu aprecjacji złotego (wzmocnienia jego kursu), lub kupować waluty obce w celu deprecjacji złotego (osłabienia jego kursu).

Interwencje te mają na celu utrzymanie kursu walutowego na poziomie zgodnym z przyjętymi założeniami systemu kursowego, a w szerszym sensie – stabilizowanie sytuacji na rynku walutowym oraz wspieranie realizacji polityki gospodarczej i pieniężnej⁷³.

⁷¹ Bank centralny wykorzystuje stopy procentowe jako narzędzie do regulowania poziomu pieniądza w gospodarce i kontrolowania inflacji. Stopy procentowe wpływają na koszty kredytów oraz na oprocentowanie depozytów, co z kolei oddziałuje na zachowania konsumpcyjne i inwestycyjne w gospodarce.

⁷² Z. Ofiarski, *Założenia polityki pieniężnej Rady Polityki Pieniężnej a ochrona ustroju pieniężnego jako wartości publicznej*, „Białostockie Studia Prawnicze” 2020, t. 25 nr 1, s. 123.

⁷³ R. Nawrat, *Doświadczenia z systemem currency board*, „Bank i Kredyt” 2002, nr 9, s. 62–63.

Interwencje walutowe są tym bardziej istotne i mogą pośrednio stanowić kluczowe narzędzie utrzymania kursu na wyznaczonym poziomie lub w pasmie wahań.

Kurs walutowy, czyli cena jednej waluty wyrażona w drugiej walucie, odgrywa kluczową rolę w ekonomii⁷⁴. Istnieje wiele determinantów oraz funkcji, które są istotne w analizie gospodarczej i polityce pieniężnej. Determinanty kursu walutowego obejmują czynniki fundamentalne (ekonomiczne) i niefundamentalne⁷⁵. Do czynników ekonomicznych zalicza się popyt i podaż na waluty obce, bilans płatniczy i handlowy, różnice w stopach procentowych i inflacji, poziom cen w kraju i za granicą, przepływy kapitałów oraz politykę pieniężną. Kurs walutowy poza funkcją informacyjną, cenotwórczą, "ceny strategicznej" oraz instrumentu polityki gospodarczej, wpływa na relatywne ceny towarów między krajami, na handel międzynarodowy oraz na politykę gospodarczą⁷⁶.

Kurs walutowy nie jest jedynym czynnikiem determinującym sytuację gospodarczą. Jest on również wynikiem zmian w inflacji, koniunkturze międzynarodowej oraz przepływach kapitału⁷⁷. Sposób prowadzenia polityki kursowej zależy od wybranego systemu kursowego i celów polityki gospodarczej kraju⁷⁸. Z całą pewnością kurs walutowy jest jednym z kanałów, przez które decyzje RPP wpływają na inflację, bilans zewnętrzny i ocenę skutków polityki pieniężnej.

W okresie kryzysu finansowego po 2007 r. NBP zastosował swapy walutowe, które – choć nie są klasycznymi interwencjami kursowymi – miały na celu stabilizację rynku finansowego i zapewnienie płynności w walutach obcych, co pośrednio wpływało na sytuację na rynku walutowym⁷⁹.

Przykłady niestandardowych instrumentów obejmują pułapy kredytowe, kontrolę emisji, regulacje dewizowe czy regulacje jakościowe warunków udzielania kredytów.

Przykładem nowych instrumentów po kryzysie 2007–2008 są quantitative easing i qualitative easing, czyli luzowanie ilościowe i jakościowe, stosowane przez banki centralne w celu zwiększenia płynności sektora bankowego⁸⁰.

Uporządkowanie instrumentów jest potrzebne, ponieważ pozwala później oddzielić decyzję o celu polityki pieniężnej od decyzji o narzędziu i ocenić, czy RPP korzystała z właściwych instrumentów.

⁷⁴ K. Zabielski, *Finanse międzynarodowe*, Warszawa 1999, s. 11.

⁷⁵ E. Chrabonszczewska, K. Kalicki, *Teoria i polityka kursu walutowego*, Warszawa 1996, s. 81–82.

⁷⁶ K. Zabielski, op. cit., s. 12.

⁷⁷ B. Winiarski, *Polityka gospodarcza*, Warszawa 2002, s. 430.

⁷⁸ E. Chrabonszczewska, K. Kalicki, op. cit., s. 109.

⁷⁹ M. Skopowski, M. Wiśniewski, op. cit., s. 125.

⁸⁰ M. Rozkrut, *Polityka informacyjna banków centralnych*, Warszawa 2011, s. 142–152.

4.3. Rezerwa obowiązkowa

Rezerwa obowiązkowa, zwana czasem rezerwą minimalną, jest jednym z szerzej stosowanych instrumentów administracyjnych⁸¹.

System rezerw obowiązkowych i stopy procentowej banku centralnego współdziałają jako narzędzia służące minimalizacji inflacji. Stopa lombardowa i depozytowa ustalają przedział zmienności dla krótkookresowych stóp procentowych, natomiast system rezerw obowiązkowych przyczynia się do ograniczenia tych wahań poprzez zasadę uśrednienia⁸².

W definicji rezerwy obowiązkowej rozumie się jako określoną część pasywów banków komercyjnych, takich jak przyjęte depozyty i wyemitowane dłużne papiery wartościowe, które banki muszą utrzymywać w ściśle określonej formie, najczęściej w postaci środków na rachunku w banku centralnym, gotówki w kasie lub innych aktywów określonych przez bank centralny.

Rezerwa obowiązkowa pełni kilka różnych funkcji, z których każda jest istotna dla stabilności systemu finansowego i skuteczności polityki pieniężnej. Jest instrumentem zabezpieczającym wkłady deponentów, co oznacza, że w przypadku upadłości banku komercyjnego środki zgromadzone na rachunkach z tytułu rezerwy obowiązkowej mogą być wypłacone jego klientom⁸³. Spełnia też funkcję fiskalną, przynosząc dochody bankowi centralnemu poprzez środki, które są deponowane na rachunkach rezerwowych. Ostatecznie te środki mogą być inwestowane przez bank centralny w sposób przynoszący dochód, co przekłada się na korzyści finansowe dla państwa.

Rezerwa obowiązkowa wpływa na mnożnik kreacji pieniądza, regulując ilość środków pieniężnych, które mogą być tworzone przez system bankowy poprzez udzielanie kredytów. Tworzy popyt na pieniądź rezerwowy banku centralnego, zwłaszcza w sytuacji nadpłynności sektora bankowego, co pomaga w zarządzaniu nadmierną płynnością. Ponadto stabilizuje rynkowe stopy procentowe, szczególnie gdy rezerwa jest opóźniona i uśredniona, co redukuje wahania stóp procentowych na rynku międzybankowym.

Banki komercyjne zazwyczaj otrzymują oprocentowanie od środków zgromadzonych na rachunkach rezerwowych, jednakże stopa ta jest zwykle niższa od stóp

⁸¹ P. Schaal, *Pieniądz i polityka pieniężna*, Warszawa 1996, s. 383.

⁸² L. Próchnicki, *Polityka monetarna Polski w świetle bezpośredniego celu inflacyjnego*, „Studia i Prace Wydziału Nauk Ekonomicznych i Zarządzania” 2011, nr 22, s. 95.

⁸³ D. Duwendag, K.H. Ketterer, W. Koster, R. Pohl, D.B. Simmert, *Teoria pieniądza i polityka pieniężna*, Warszawa 1995, s. 307.

rynkowych. Koszty związane z rezerwą obowiązkową są często przerzucane na klientów banków, co sprawia, że jest to dla banków rodzaj paropodatku⁸⁴.

Skuteczność systemu rezerwy obowiązkowej zależy od jego konstrukcji, w tym od tego, czy jest uśredniony i opóźniony, co pozwala na lepsze zarządzanie stawkami procentowymi na rynku pieniężnym.

Rezerw obowiązkowych nie należy postrzegać jedynie w kontekście pojedynczych gospodarek, ale również w kontekście międzynarodowej konkurencyjności banków. Wyższa stopa rezerwy w jednym kraju ogranicza zdolność jego banków do konkurencyjności z bankami z innych krajów, ponieważ wymusza ona utrzymywanie większej części aktywów w nisko dochodowych lub niedochodowych formach. Zmiana stopy rezerwy w jednym kraju może więc wywołać reakcje dostosowawcze w pozostałych.

Wprowadzenie rezerwy obowiązkowej nastąpiło w 1989 roku, kiedy to Polska miała dwustopniowy system bankowy. Początkowo rezerwę obowiązywały okresy kwartalne, dotyczyły tylko depozytów, a stawki mogły się różnić w zależności od rodzaju wkładu. Z powodu niedorozwiniętej wówczas infrastruktury teletransmisji i rozliczeń bezgotówkowych NBP pozwalał bankom utrzymywać 50% rezerwy w gotówce. W tym okresie każdy bank miał dwa rachunki w NBP: bieżący do rozliczeń międzybankowych i rezerwowy do spełniania obowiązku rezerwowego, co ograniczało ich elastyczność.

Dopiero w 1992 roku wprowadzono miesięczne naliczanie rezerwy, obliczaną na podstawie końcowego salda depozytów i utrzymywaną do 20. dnia kolejnego miesiąca. Wtedy też część rezerwy zaczęto oprocentowywać, chociaż środki trafiały do innych instytucji, a nie do banków komercyjnych⁸⁵.

Radykalne zmiany w systemie rezerwy obowiązkowej nastąpiły w 1994 roku. Wprowadzono obowiązek rezerwy dla depozytów w walutach obcych i zezwolono na wykorzystywanie nieoprocentowanych środków rezerwowych do bieżących rozliczeń, przy zachowaniu równowagi średniej miesięcznej. Dodatkowo zmieniono termin naliczania rezerwy na średni stan z dni 10., 20. i ostatniego dnia miesiąca, co miało na celu ograniczenie praktyk unikania rezerwy przez banki⁸⁶.

Od 1 stycznia kolejnego roku wprowadzono szereg zmian w zakresie rezerwy obowiązkowej banków. Ograniczono udział gotówki w utrzymywanej rezerwie do 10%, chociaż faktycznie banki utrzymywały większe kwoty gotówki, aby móc obsłużyć potrzeby

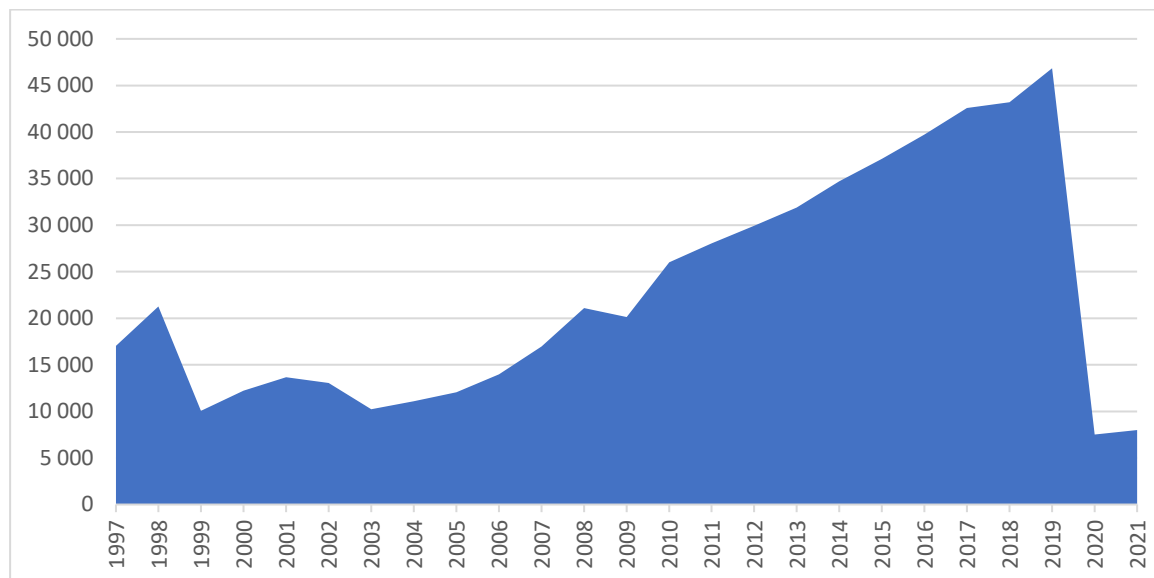
⁸⁴ P. Szpunar, *Polityka pieniężna. Cele i warunki skuteczności*, Warszawa 2000, s. 89.

⁸⁵ W.L. Jaworski, Z. Krzyżkiewicz, B. Kosiński, *Banki. Rynek, operacje, polityka*, Warszawa 1998, s. 81.

⁸⁶ M. Skopowski, M. Wiśniewski, op. cit., s. 29.

wypłat gotówkowych swoich klientów. Zlikwidowano również rachunek rezerwy oprocentowanej oraz poszerzono podstawę naliczania rezerwy.

Wykres 3.1. Wielkość rezerwy obowiązkowej ogółem w Polsce w latach 1997–2021 na koniec grudnia każdego roku w milionach PLN.



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych NBP.

Obecnie z podstawy naliczania rezerwy wyłączone są nie tylko środki przyjęte od innych banków krajowych, ale także pozyskane z zagranicy na okres co najmniej dwóch lat oraz środki gromadzone na rachunkach oszczędnościowo-kredytowych w kasach mieszkaniowych i indywidualnych kontach emerytalnych⁸⁷.

Przystąpienie Polski do Unii Europejskiej w maju 2004 roku przyniosło ułatwienia dla banków komercyjnych, gdyż od tego czasu środki utrzymywane na rachunku z tytułu rezerwy obowiązkowej są oprocentowane stopą równą 0,9 redyskonta weksli.

W 2014 roku obowiązek utrzymywania rezerwy obowiązkowej, dotychczas obowiązujący banki, oddziały instytucji kredytowych i oddziały banków zagranicznych w Polsce, został rozszerzony na spółdzielcze kasy oszczędnościowo-kredytowe oraz Krajową Spółdzielczą Kasę Oszczędnościowo-Kredytową⁸⁸.

Od 30 kwietnia 2020 roku stopa rezerwy obowiązkowej wynosi 0,5% dla wszystkich rodzajów depozytów, z wyjątkiem środków uzyskanych z tytułu transakcji repo i sell-buy-

⁸⁷ NBP, Raport roczny 2008, https://nbp.pl/wp-content/uploads/2022/11/raport_2008.pdf, s. 25–26.

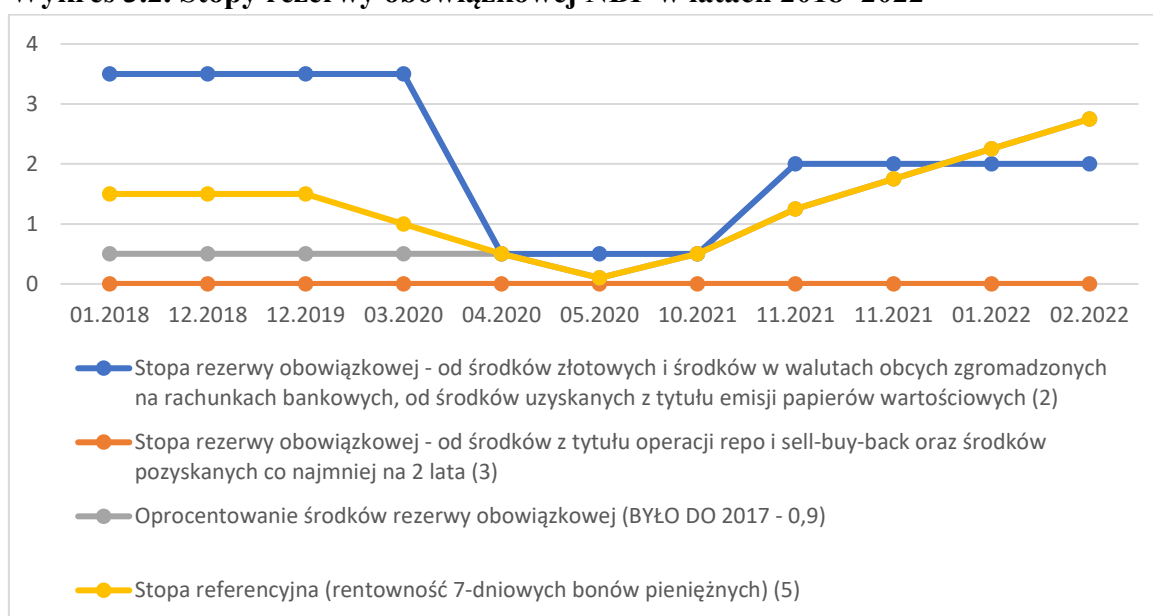
⁸⁸ Krajowa Spółdzielcza Kasa Oszczędnościowo-Kredytowa (KSKOK) nadzoruje, wspiera i koordynuje działalność spółdzielczych kas oszczędnościowo-kredytowych w Polsce. Odpowiada za kontrolę zgodności z prawem, oferuje wsparcie finansowe i techniczne, zarządza systemem gwarantowania depozytów, reprezentuje interesy kas na różnych szczeblach oraz promuje ideę spółdzielczości i rozwój kas. Dzięki temu KSKOK zapewnia stabilność, bezpieczeństwo finansowe i wsparcie dla zrzeszonych kas oraz ich członków.

back oraz środków pozyskanych na co najmniej dwa lata, dla których stopa rezerwy obowiązkowej wynosi 0%. Podmioty naliczające rezerwę obowiązkową pomniejszają jej kwotę o równowartość 500 tys. euro. Środki te są oprocentowane na poziomie stopy referencyjnej⁸⁹.

Z tej perspektywy zmiany rezerwy obowiązkowej stanowią ważny punkt odniesienia dla oceny, czy działania RPP i NBP odpowiadały zmianom płynności sektora bankowego oraz skali presji inflacyjnej.

Wykresy 3.1 i 3.2 obrazują wielkość rezerwy obowiązkowej w milionach złotych na koniec każdego roku badanego okresu oraz stopy poszczególnych rezerw obowiązkowych NBP.

Wykres 3.2. Stopy rezerwy obowiązkowej NBP w latach 2018–2022



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych NBP.

4.4. Operacje kredytowo-depozytowe

Operacje kredytowo-depozytowe to instrument polityki pieniężnej banku centralnego, w ramach którego bank centralny udziela bankom komercyjnym krótkoterminowych kredytów – zwanych refinansowymi, oraz przyjmuje od nich krótkoterminowe depozyty zwykle overnight (na jeden dzień), w celu regulowania płynności

⁸⁹ M. Skopowski, M. Wiśniewski, op. cit., s. 33.

sektora bankowego i stabilizowania krótkoterminowych stóp procentowych na rynku międzybankowym.

Kredyt refinansowy jest narzędziem, które umożliwia bankom komercyjnym refinansowanie swoich operacji aktywnych poprzez uzyskanie płynności od banku centralnego. Jest to sposób na zapewnienie płynności bankom w przypadku nagłego jej braku lub potrzeby finansowania działalności⁹⁰.

Do głównych funkcji kredytu refinansowego należy m.in. refinansowanie operacji aktywnych, pozwalając bankom na finansowanie swoich operacji, gdy brakuje im wystarczającej ilości depozytów. Istotna jest także pomoc w odzyskaniu płynności dostępna dla banków w sytuacjach kryzysowych lub gdy banki napotyka trudności z płynnością.

Bank centralny poprzez kredyt refinansowy może wpływać na poziom stóp procentowych na rynku, sygnalizując swoją politykę pieniężną, ponadto działa stabilizująco, pomagając utrzymać stałość lub ograniczyć zmienność rynkowych stóp procentowych. Ma także wpływ na rozwój rynków papierów wartościowych, ponieważ ma możliwość wspierania rozwoju rynków finansowych poprzez zapewnienie płynności. Jego działalność pomaga jednocześnie w stabilizacji systemów płatniczych poprzez zapewnienie płynności i stabilności.

Stopa procentowa kredytu refinansowego pełni funkcję "sufitu" dla stóp procentowych na rynku. Oznacza to, że stopy procentowe na rynku nie powinny przekroczyć stopy kredytu refinansowego, chyba że wystąpią szczególne warunki, takie jak brak zabezpieczeń dla kredytu refinansowego lub przekroczenie limitu kredytowego w banku centralnym przez dany bank komercyjny. W sytuacji, gdy bank komercyjny nie może uzyskać finansowania na rynku międzybankowym lub gdy koszt pozyskania tego finansowania jest wysoki, może on zdecydować się na skorzystanie z kredytu refinansowego od banku centralnego⁹¹.

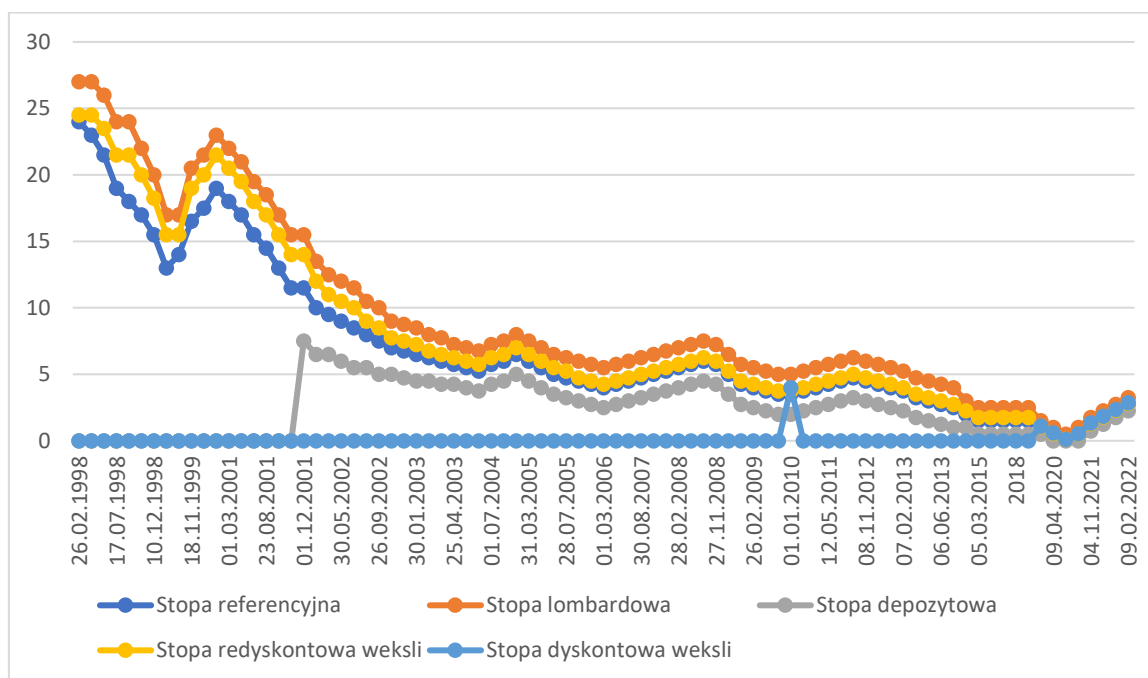
Aby mówić o operacjach kredytowo-depozytowych w danym kraju, bankom komercyjnym musi być umożliwione zarówno korzystanie z kredytu refinansowego, jak i składanie oprocentowanych depozytów terminowych w banku centralnym. Ważne jest również, aby w systemie uśrednionego utrzymywania rezerwy obowiązkowej środki na rachunku bieżącym były odpowiednio klasyfikowane jako depozyt, co zapobiega nadmiarowi rezerwy. Transakcje depozytowe umożliwiają bankom komercyjnym lokowanie środków z określonym zyskiem i minimalnym ryzykiem. Oprocentowanie

⁹⁰ M. Skopowski, M. Wiśniewski, op. cit., s. 46.

⁹¹ M. Skopowski, M. Wiśniewski, op. cit., s. 27.

depozytów stanowi zazwyczaj "podłogę" dla rynkowych stóp procentowych, co oznacza, że banki korzystają z tego instrumentu jako ostatniej opcji, gdy inne możliwości inwestycyjne są mniej atrakcyjne⁹².

Wykres 3.3. Stopy procentowe operacji depozytowo-kredytowych w Polsce w latach 1998–2022



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych NBP.

W celu stymulowania obrotu wekslowego i eliminowania zatorów płatniczych, NBP wprowadził w grudniu 1989 roku nową formę kredytu refinansowego, znany jako kredyt redyskontowy. Ten rodzaj kredytu był również narzędziem dyscyplinującym dla kredytobiorców, udzielany w formie redyskonta weksli, z oprocentowaniem naliczanym pierwotnie kwartalnie⁹³. Chociaż kredyt ten był dostępny do 2001 roku, możliwości jego wykorzystania istnieją nadal.

Kredyt lombardowy wprowadzony do instrumentarium Narodowego Banku Polskiego w lipcu 1992 roku jest jednym z kluczowych instrumentów polityki pieniężnej, zwłaszcza z uwagi na jego rolę jako „sufitu” zmienności stóp procentowych na rynku międzybankowym w Polsce. Obecnie kredyt ten standardowo musi być spłacony następnego dnia po jego przyznaniu, chociaż NBP może podjąć decyzję o zmianie tego terminu. Każde

⁹² W. Przybylska-Kapuścińska, *Polityka pieniężna...*, op. cit., s. 83.

⁹³ D. Tymoczko, *Instrumenty interwencji banku centralnego na rynku pieniężnym*, „Materiały i Studia – Narodowy Bank Polski” 2000, nr 102, s. 55.

kolejne zaciągnięcie kredytu lombardowego wiąże się z koniecznością spłaty wcześniejszego kredytu, co jest istotnym ograniczeniem dla banków⁹⁴.

Omówienie tego zagadnienia pozwala uchwycić mechanizm, za pośrednictwem którego decyzje RPP przekładały się na krótkoterminowe stopy rynku pieniężnego oraz warunki płynności sektora bankowego.

4.5. Operacje otwartego rynku

Operacje otwartego rynku są kluczowym instrumentem polityki pieniężnej banku centralnego, służącym do kontrolowania płynności sektora bankowego i wpływania na poziom stóp procentowych. Operacje otwartego rynku to transakcje papierami wartościowymi (lub dewizami) zawierane pomiędzy bankiem centralnym a bankami komercyjnymi. Mogą one mieć charakter kasowy lub terminowy, w zależności od potrzeb i celów polityki pieniężnej⁹⁵.

Inicjatorem tych transakcji jest zawsze bank centralny, który kupuje lub sprzedaje papiery wartościowe, aby regulować ilość pieniądza w obiegu⁹⁶.

Od 2000 roku NBP dokonał podziału operacji na podstawowe, strukturalne i dostrajające, co miało na celu dostosowanie polskiego instrumentarium polityki pieniężnej do praktyk stosowanych przez Europejski Bank Centralny⁹⁷.

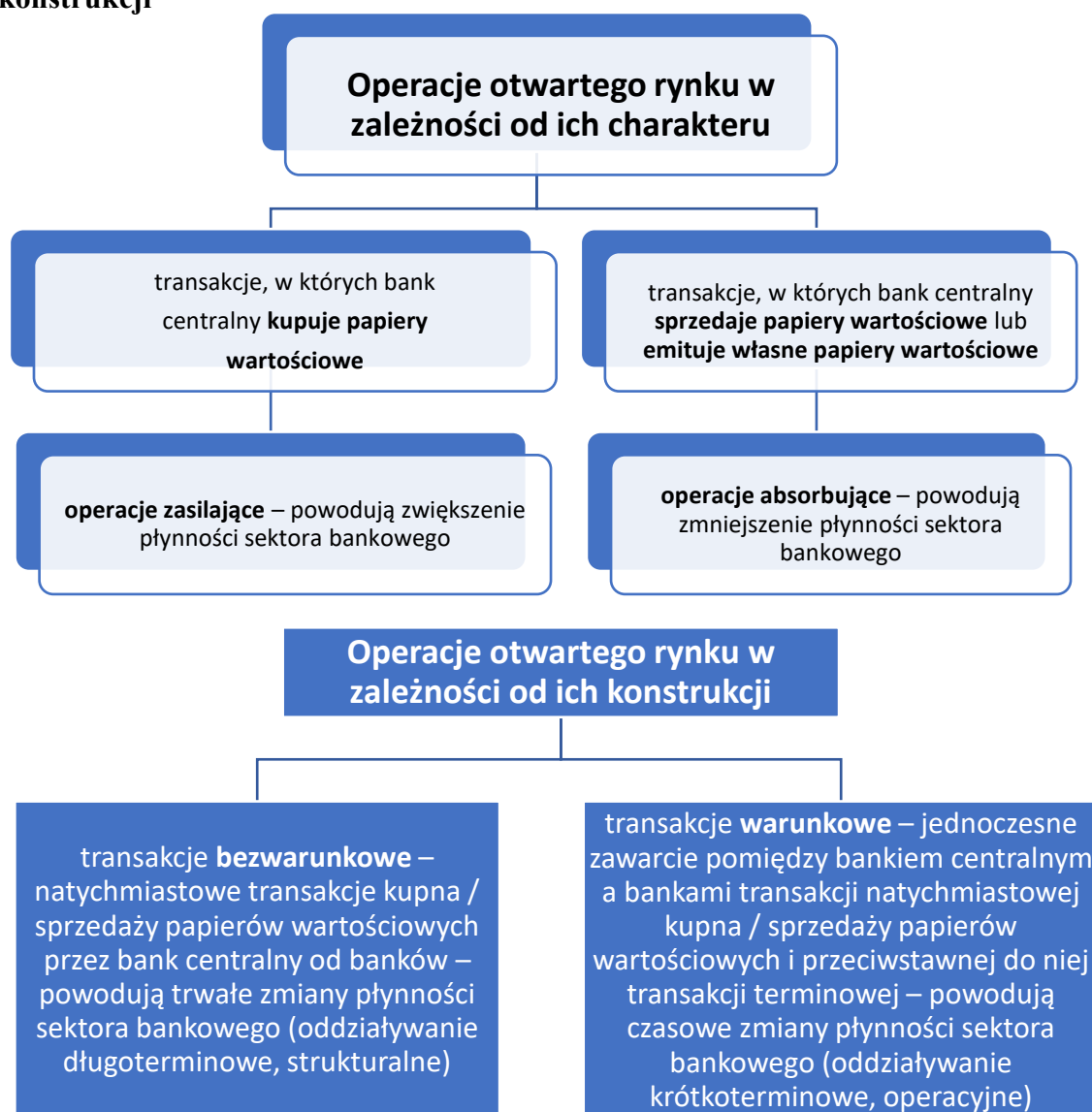
⁹⁴ W. Przybylska-Kapuścińska, *Polityka pieniężna...*, op. cit., s. 78.

⁹⁵ P. Szpunar, op. cit., s. 92.

⁹⁶ E. Denek, J. Sobiech, J. Wierzbicki, J. Wolniak, *Finanse publiczne*, Warszawa 1995, s. 188–189.

⁹⁷ M. Skopowski, M. Wiśniewski, op. cit., s. 90–91.

Schemat 3.1. Klasyfikacje operacji otwartego rynku w zależności od ich charakteru i konstrukcji



Operacje te są instrumentami rynkowymi, co oznacza, że bank centralny nie może wymusić ich przeprowadzenia przez banki komercyjne.

Operacje otwartego rynku mają znaczący wpływ na stopy procentowe na rynku międzybankowym. Banki centralne, ustalając stopę lombardową i depozytową, określają przedział zmienności krótkoterminowych stóp procentowych. Stopa referencyjna jest średnią arytmetyczną tych dwóch stóp i stanowi punkt odniesienia dla rynkowych stóp procentowych, takich jak WIBOR⁹⁸.

Narodowy Bank Polski również korzysta z operacji otwartego rynku, głównie poprzez emisje 7-dniowych bonów pieniężnych w ramach operacji podstawowych.

⁹⁸ L. Próchnicki, op. cit., s. 98.

Dodatkowo, operacje dostrajające (OD) są stosowane doraźnie i nieregularnie, aby zarządzać płynnością banków w trakcie okresu utrzymywania rezerwy obowiązkowej. Działania NBP, takie jak operacje dostrajające, mają na celu stabilizowanie warunków płynnościowych na rynku, co ogranicza potrzebę stosowania przez banki operacji depozytowo-kredytowych. To z kolei wpływa na zmniejszenie odchylenia stopy POLONIA (oprocentowanie depozytów typu O/N) od stopy referencyjnej NBP⁹⁹.

Operacje otwartego rynku są wszechstronnym narzędziem polityki pieniężnej, które pozwalają bankom centralnym na precyzyjne zarządzanie płynnością rynku i stóp procentowych. Ich elastyczność i zdolność do szybkiego reagowania sprawiają, że są niezastąpionym elementem w zapewnianiu stabilności finansowej i monetarnej gospodarek na całym świecie¹⁰⁰.

Analiza operacji otwartego rynku pozwala ukazać podstawowy mechanizm technicznej realizacji decyzji RPP dotyczących poziomu stóp procentowych oraz ich przełożenia na warunki rynku pieniężnego.

4.6. Niestandardowe instrumenty polityki pieniężnej

Kryzys gospodarczy z roku 2007 wywołał dyskusję nad rolą banku centralnego we współczesnej gospodarce i wskazał potrzebę zmiany jego strategii, wymógł wręcz na bankach centralnych konieczność ingerowania w sposób niekonwencjonalny.

Wcześniej głównym celem banków centralnych było zapewnienie stabilności cen w długim okresie. Nowa sytuacja wymusiła na nich bezpośrednie dbanie o stabilność finansową, co doprowadziło do modyfikacji strategii polityki pieniężnej i większego nacisku na kontrolę cen aktywów finansowych. Banki centralne zaczęły interweniować bezpośrednio w ceny aktywów, dostarczając płynność w celu uniknięcia kryzysu¹⁰¹.

Pojawienie się koncepcji elastycznej strategii celu inflacyjnego było odpowiedzią na wyzwanie, jakim stał się globalny kryzys finansowy, który zakłócił tradycyjną rolę banków centralnych jako regulatorów stabilności cenowej¹⁰². W ramach tej nowej koncepcji, bank

⁹⁹ D. Tymoczko, *Operacje otwartego rynku*, w: *Polityka pieniężna*, red. A. Sławiński, Warszawa 2011, s. 130.

¹⁰⁰ S. Owsiak, *Finanse*, Warszawa 2015, s. 260.

¹⁰¹ W. Przybylska-Kapuścińska, M. Szyszko, op. cit., s. 26–31.

¹⁰² Koncepcja elastycznej strategii celu inflacyjnego odnosi się do podejścia, w którym bank centralny nie trzyma się ściśle określonego, jednorodnego poziomu inflacji jako jedyne go celu, ale dopuszcza pewną elastyczność w jego interpretacji i realizacji. Bank centralny może na przykład tolerować chwilowe przekroczenia lub odchylenia od celu inflacyjnego, jeśli uzna, że są one spowodowane czynnikami

centralny zaczyna aktywnie reagować na narastanie bańki na rynku aktywów poprzez regulowanie podaży pieniądza, głównie przez kontrolę nad wielkością udzielanych kredytów¹⁰³.

Niestandardowe instrumenty polityki pieniężnej, wprowadzone w odpowiedzi na kryzys, miały na celu zwiększenie ilości pieniądza w obiegu, aby zrekompensować niedobór płynności na rynku międzybankowym. Metody takie jak quantitative easing, credit easing oraz qualitative easing miały zwiększać płynność sektora bankowego i obniżać koszty finansowania w warunkach kryzysowych. Luzowanie ilościowe polega na zakupie dodatkowych aktywów finansowych, co zwiększa bilans banku centralnego a jednocześnie ilość pieniądza w obiegu, natomiast luzowanie jakościowe koncentruje się na zwiększeniu udziału papierów wartościowych o niższej jakości w portfelu banku centralnego, aby dodatkowo zwiększyć podaż pieniądza¹⁰⁴.

Bezpośrednim następstwem skupu aktywów finansowych przez bank centralny jest wzrost cen aktywów (wywołany wzrostem popytu), który przekłada się na spadek stóp procentowych, a przez to na obniżenie kosztów kredytowania. Jednocześnie środki pieniężne zapłacone przez bank centralny w zamian za papiery wartościowe zwiększają podaż pieniądza i w konsekwencji potęgują efekt obniżki stóp procentowych, co w konsekwencji przekłada się na niższe koszty kredytów i większą ich dostępność. Na skutek tych zdarzeń wzrasta zagregowany popyt i wydatki, co powoduje wzrost dochodów i ułatwia osiągnięcie celu inflacyjnego.

Obie metody mają na celu zwiększenie podaży pieniądza i obniżenie kosztów kredytów, skutkują wzrostem cen aktywów na rynku, co jest korzystne dla stabilności finansowej i wzrostu gospodarczego oraz mogą być stosowane jako odpowiedź na kryzysowe sytuacje na rynkach finansowych¹⁰⁵.

przejściowymi lub zewnętrznymi, które nie zagrażają długoterminowej stabilności cen. Taka elastyczność może obejmować również różne formy komunikacji z rynkami i opinii publicznej w celu lepszego zrozumienia polityki inflacyjnej banku centralnego.

¹⁰³ M. Brzoza-Brzezina, *Polska polityka pieniężna. Badania teoretyczne i empiryczne*, Warszawa 2001, s. 37.

¹⁰⁴ H. Żywiecka, *Quantitative easing jako reakcja banków centralnych na niedobór płynności sektora bankowego na przykładzie Systemu Rezerwy Federalnej*, w: *Wyzwania współczesnej polityki pieniężnej*, red. W. Przybylska-Kapuścińska, M. Szyszko, Warszawa 2012, s. 72–73.

¹⁰⁵ Pośrednie luzowanie ilościowe odnosi się do strategii stosowanej przez banki centralne, aby wspierać gospodarkę poprzez wpływ na warunki finansowania kredytów dla przedsiębiorstw i gospodarstw domowych. Pośrednie luzowanie ilościowe to narzędzie stosowane przez banki centralne do wpływania na gospodarkę poprzez manipulację płynnością i stawkami procentowymi na rynku, co ma na celu wspieranie wzrostu gospodarczego i stabilności finansowej.

Bezpośrednie luzowanie ilościowe i luzowanie jakościowe mogą wiązać się z większym ryzykiem kredytowym dla banku centralnego niż operacje kredytu refinansowego, gdzie zastaw ma zazwyczaj wyższą jakość¹⁰⁶.

Omówienie tego zagadnienia pozwala stworzyć właściwy kontekst dla oceny działań podejmowanych w sytuacjach kryzysowych, w których standardowe instrumenty polityki pieniężnej okazywały się niewystarczające.

4.7. System instrumentów polityki pieniężnej w Polsce

System instrumentów polityki pieniężnej w Polsce obejmuje przede wszystkim stopy procentowe NBP, operacje otwartego rynku, instrumenty depozytowo-kredytowe oraz rezerwę obowiązkową, a ich wykorzystanie zmieniało się wraz z warunkami płynnościowymi i kryzysowymi¹⁰⁷.

W okresie kryzysu finansowego 2007-2011, NBP skupił się na stosowaniu bardziej standardowych instrumentów polityki pieniężnej, takich jak operacje repo i swap walutowy, które miały na celu dostarczanie płynności na rynku. Dodatkowo, NBP wykorzystywał depozyty na koniec dnia jako narzędzie absorpcji nadwyżek płynności. Te działania pomogły w stabilizacji polskiego sektora finansowego w trudnym czasie globalnego kryzysu finansowego¹⁰⁸.

W kontekście oceny wykorzystania instrumentów polityki pieniężnej, szczególnie nietypowych, istotną rolę odgrywa nadpłynność sektora bankowego w Polsce. Nadpłynność ta definiowana jest jako zadłużenie netto Narodowego Banku Polskiego w bankach komercyjnych i jest kluczowym czynnikiem wpływającym na efektywność prowadzenia polityki pieniężnej.¹⁰⁹ Narodowy Bank Polski musi elastycznie dostosowywać swoje działania i instrumenty polityki pieniężnej, aby efektywnie wspierać stabilność systemu finansowego i osiągać swoje cele polityki pieniężnej¹¹⁰.

¹⁰⁶ Bank centralny oferuje kredyty bankom komercyjnym pod określonymi warunkami i stopami procentowymi. Banki komercyjne, które korzystają z takich operacji, mogą uzyskać dodatkową płynność, co zazwyczaj prowadzi do obniżenia stóp procentowych na rynku międzybankowym. To z kolei może wpłynąć na ogólne warunki kredytowe dla przedsiębiorstw i konsumentów.

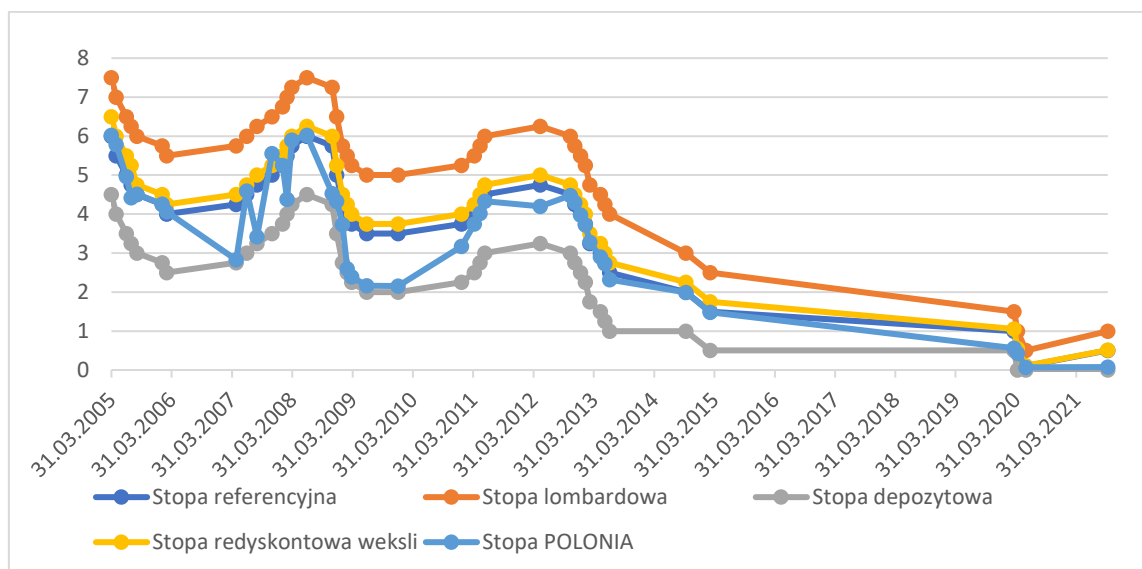
¹⁰⁷ M. Skopowski, M. Wiśniewski, op. cit., s. 154.

¹⁰⁸ W. Przybylska-Kapuścińska, op. cit., s. 113.

¹⁰⁹ Zarządzanie nadpłynnością sektora bankowego polega na kontrolowaniu dostępności środków pieniężnych w bankach w celu zapewnienia stabilności finansowej i ekonomicznej. Wymaga to precyzyjnej koordynacji działań oraz pełnego zrozumienia różnorodnych czynników, takich jak polityka monetarna, działania banków centralnych oraz zmiany warunków rynkowych i ekonomiczne.

¹¹⁰ M. Skopowski, M. Wiśniewski, op. cit., s. 159.

Wykres 3.4. Stopa POLONIA na tle podstawowych stóp procentowych NBP w latach 2005–2021



Źródło: na podstawie danych NBP.

Stopa depozytowa pełni funkcję określenia dolnego pułapu rynkowych stóp overnight na rynku międzybankowym. Jest to oprocentowanie, które banki otrzymują za składanie depozytów w Narodowym Banku Polskim (NBP) na koniec dnia. Stopa depozytowa wraz ze stopą lombardową tworzą symetryczny korytarz zmienności stóp overnight względem stopy referencyjnej, której rolą jest stabilizacja krótkoterminowych stóp procentowych na rynku międzybankowym¹¹¹.

Stopa POLONIA to referencyjna jednodniowa stopa procentowa rynku międzybankowego w Polsce. Jej porównanie z innymi stopami przedstawia Wykres 3.4.

Uporządkowanie zależności między instrumentami polityki pieniężnej tworzy podstawę dla późniejszej oceny, czy reakcje RPP były spójne, proporcjonalne i adekwatne do sytuacji makroekonomicznej.

4.8. Nowe trendy w polityce pieniężnej

Polityka pieniężna, chociaż zasadniczo stabilna, podlega zmianom w odpowiedzi na zmieniające się warunki gospodarcze i międzynarodowe uwarunkowania. Po upadku systemu Bretton Woods oraz po wprowadzeniu euro jako nowej waluty wpływowej,

¹¹¹ T. Chmielewski, A. Kocięcki, T. Łyziak, J. Przystupa, E. Stanisławska, M. Walerych, E. Wróbel, *Mechanizm transmisji polityki pieniężnej w Polsce. Stan wiedzy w 2019 roku*, Warszawa 2019, s. 12.

tradycyjne metody polityki pieniężnej nie zawsze dają oczekiwane rezultaty. W odpowiedzi na te zmiany, wiodące banki centralne, takie jak amerykańska Rezerwa Federalna (Fed) czy Bank Anglii, poszukują nowych rozwiązań, które niekiedy określa się jako niekonwencjonalne metody polityki pieniężnej. Wzrasta znaczenie komunikacji, elastycznego celu inflacyjnego, stabilności finansowej i nowych wyzwań technologicznych.

Jedną z takich metod jest polityka zerowej stopy procentowej, która polega na ustanowieniu stopy procentowej bliskiej zeru. Jest to próba stymulowania gospodarki poprzez obniżenie kosztu pożyczek dla banków oraz dla konsumentów i firm. Polityka ta może pomóc w pobudzeniu aktywności gospodarczej poprzez zachęcanie do pożyczania i inwestowania.

Kolejną niekonwencjonalną metodą, która zyskuje na popularności, jest opisane w poprzednich rozdziałach luzowanie ilościowe (ang. quantitative easing).

Obie te metody są odpowiedzią na wyzwania, jakie stawiają współczesne warunki gospodarcze, takie jak niski poziom inflacji, słaba aktywność gospodarcza oraz trudności w osiągnięciu tradycyjnych celów polityki pieniężnej¹¹².

Bank centralny może stosować odpowiednią politykę informacyjną w celu kształtowania oczekiwań publicznych co do przyszłego poziomu stóp procentowych. Jest to szczególnie istotne w kontekście pułapki płynności, gdy nominalna stopa procentowa nie jest już efektywnym narzędziem. Bank centralny może wydawać komunikaty, zapewniać prognozy dotyczące przyszłej polityki pieniężnej lub wskazywać na inne narzędzia, które mogą być używane do osiągnięcia celów gospodarczych¹¹³.

Bank centralny może zmieniać strukturę swojego portfela aktywów poprzez koncentrację na długoterminowych obligacjach lub innych aktywach, które mają potencjał obniżenia długoterminowych stóp procentowych. Poprzez zakup takich aktywów bank centralny może wpływać na ich cenę na rynku, co z kolei może wpłynąć na ich rentowność i popyt na nie. Każda z tych metod ma na celu stymulowanie gospodarki poprzez różne mechanizmy działania, takie jak kształtowanie oczekiwań, manipulowanie bazą monetarną oraz zmianę struktury portfela banku centralnego¹¹⁴.

¹¹² W. Rutkowski, op. cit., s. 63.

¹¹³ Gdy nominalna stopa procentowa zbliża się do zera, bank centralny może zastosować trzy alternatywne warianty polityki pieniężnej. Narzędzia omówione w dysertacji często stosowane są jako alternatywne warianty w sytuacji, gdy tradycyjne narzędzia polityki pieniężnej, takie jak obniżanie stóp procentowych, stają się mniej skuteczne ze względu na bliskość zera nominalnych stóp procentowych.

¹¹⁴ W. Rutkowski, op. cit., s. 64.

W przypadku, gdy inflacja utrzymuje się poniżej celu inflacyjnego (ok. 2%), banki centralne zwiększają swoje zaangażowanie, czyli prowadzą QE. Operacje te polegają na zakupie obligacji rządowych lub innych aktywów finansowych na rynku wtórnym, co zwiększa podaż pieniądza i stymuluje gospodarkę.

Natomiast gdy inflacja przekracza cel inflacyjny, banki centralne mogą zmniejszać swoje zaangażowanie poprzez stopniowe sprzedawanie posiadanych aktywów lub nie dokonywanie nowych zakupów po wygaśnięciu posiadanych instrumentów¹¹⁵.

Omówienie tego zagadnienia ma charakter pomocniczy: pozwala uchwycić ewolucję sposobu myślenia o polityce pieniężnej, która stanowi istotny kontekst dla oceny najnowszych decyzji RPP.

Podsumowanie

Rozdział III jest wstępem teoretycznym do analiz rozdziału IV. Poświęcony został on polityce pieniężnej w Polsce jako zasadniczemu kontekstowi instytucjonalnemu i ekonomicznemu dla dalszej analizy decyzji Rady Polityki Pieniężnej. Przedstawione w nim rozważania pokazują, że ocena działań RPP nie może ograniczać się do prostego opisu zmian stóp procentowych, lecz wymaga uwzględnienia szerszych zagadnień, takich jak zakres niezależności banku centralnego, przyjęta strategia polityki pieniężnej, dobór instrumentów oddziaływania oraz warunki transmisji impulsów monetarnych do gospodarki realnej.

Szczególne znaczenie dla niniejszej rozprawy ma omówienie niezależności Narodowego Banku Polskiego oraz napięcia pomiędzy autonomią banku centralnego a oczekiwaniami formułowanymi przez organy władzy publicznej. W tym świetle polityka pieniężna jawi się nie tylko jako techniczny obszar zarządzania podażą pieniądza i poziomem stóp procentowych, lecz również jako sfera, w której mogą ujawniać się konflikty pomiędzy celem stabilności cen, dążeniem do wspierania wzrostu gospodarczego oraz presją wynikającą z bieżącego otoczenia politycznego. Z tego względu analiza niezależności NBP, sporów wokół jej granic oraz prób wpływania na bank centralny stanowi ważny punkt odniesienia dla dalszej oceny możliwego oddziaływania czynnika politycznego na proces decyzyjny RPP.

¹¹⁵ W. Rutkowski, op. cit., s. 67.

Istotnym elementem rozdziału było także przedstawienie strategii bezpośredniego celu inflacyjnego, standardowych i niestandardowych instrumentów polityki pieniężnej oraz mechanizmu transmisji stopy procentowej. Pozwala to przyjąć bardziej precyzyjne kryteria oceny późniejszych decyzji RPP, w szczególności ich zgodności z deklarowaną strategią, terminowości reakcji oraz adekwatności do zmieniających się warunków makroekonomicznych. W konsekwencji rozdział III nie ma charakteru wyłącznie podręcznikowego ani porządkującego. Jego funkcją jest dostarczenie aparatu pojęciowego, instytucjonalnego i analitycznego niezbędnego do badania decyzji Rady Polityki Pieniężnej w latach 1998–2022. To właśnie na podstawie ustaleń tego rozdziału możliwe będzie w rozdziale IV porównanie kolejnych kadencji RPP, ocena skutków podejmowanych decyzji dla gospodarki Polski oraz rozważenie, czy i w jakim zakresie w procesie decyzyjnym mogły ujawniać się przesłanki możliwego oddziaływania czynnika politycznego i instrumentarium oceny, które w rozdziale IV pozwolą badać adekwatność decyzji RPP oraz możliwość ich oddziaływania politycznego.

Rozdział IV

Decyzje Rady Polityki Pieniężnej a gospodarka Polski w latach 1998–2022. Analiza wpływu oraz możliwego oddziaływania czynnika politycznego na proces decyzyjny

Wstęp

Głównym przedmiotem badawczym dysertacji jest kwestia upolitycznienia decyzji Rady Polityki Pieniężnej i jak to wpływało na gospodarkę Polski. Na potrzeby niniejszego rozdziału, zgodnie z definicją przyjętą we wstępie pracy, przez możliwe upolitycznienie nie rozumie się samego faktu powoływania członków RPP przez organy o politycznej legitymacji ani zwykłej rozbieżności poglądów ekonomicznych wewnątrz Rady. Pojęcie to odnosi się do sytuacji, w której na proces podejmowania decyzji dotyczących polityki pieniężnej w sposób istotny i powtarzalny oddziałują czynniki związane z bieżącym interesem politycznym, układem nominacyjnym lub kalendarzem politycznym, wykraczające poza konstytucyjnie dopuszczalne współdziałanie NBP z organami państwa.

W niniejszym rozdziale decyzje Rady Polityki Pieniężnej oceniane są według czterech podstawowych kryteriów: zgodności z deklarowaną strategią polityki pieniężnej i celem inflacyjnym, terminowości reakcji na zmiany warunków makroekonomicznych, adekwatności doboru instrumentów oraz relacji między układem głosowań w Radzie a otoczeniem politycznym. Decyzje RPP analizowane są nie tylko jako reakcje na zmiany wskaźników makroekonomicznych, lecz jako decyzje publiczne podejmowane w obrębie polityki gospodarczej państwa. Oznacza to konieczność jednoczesnego badania ich adekwatności ekonomicznej, uwarunkowań instytucjonalnych oraz relacji pomiędzy autonomią banku centralnego a logiką systemu politycznego. Z kolei za przesłanki możliwego oddziaływania czynnika politycznego przyjmuje się tu nie sam fakt istnienia sporów między RPP a rządem, lecz trwałe wzorce głosowań, rozbieżności między decyzjami a danymi makroekonomicznymi, powtarzalność określonych bloków decyzyjnych oraz związek decyzji z oczekiwaniami formułowanymi przez władzę wykonawczą.

Przedmiotem rozważań jest sposób oddziaływania i wzajemnych relacji rządów i Przewodniczących Rady Polityki Pieniężnej funkcjonującej w rzeczywistości politycznej oraz powstałych w wyniku tego decyzji i konsekwencji w gospodarce.

Dotychczas nie dokonano takiej analizy w literaturze, dlatego zasadnicza część pracy jest poświęcona decyzjom Rady, czy były one podejmowane pod wpływem rządu i ich oddziaływaniu na Polską rzeczywistość.

Ten najobszerniejszy rozdział analizuje decyzje, uchwały oraz każde głosowanie Rady Polityki Pieniężnej przez badane 25 lat, a także ich wpływ na polską gospodarkę, PKB, inflację oraz życie obywateli.

Analizie poddano składy RPP, uwzględniając, kto zostawał jej członkiem w czasie rządów poszczególnych partii politycznych, z jakich partii pochodziły te osoby i przez kogo były desygnowane. Okresy analiz to kadencje poszczególnych prezesów Narodowego Banku Polskiego, będących jednocześnie przewodniczącymi Rady Polityki Pieniężnej.

Przedmiotem analiz były: zgodności decyzji RPP z deklarowaną strategią i celem inflacyjnym, terminowości reakcji na zmiany warunków makroekonomicznych, adekwatności doboru instrumentów, układu głosowań w Radzie oraz relacji pomiędzy decyzjami RPP a oczekiwaniami formułowanymi przez rząd. Ich łączna ocena, w konkretnym kontekście politycznym, gospodarczym i instytucjonalnym, stanowiła wyjście do oceny siły przesłanek wskazujących na możliwe oddziaływanie czynnika politycznego.

Od 1998 roku, wprowadzenie nowej Konstytucji Rzeczypospolitej Polskiej¹ oraz Ustawy o Narodowym Banku Polskim² przyczyniło się do znacznego zwiększenia niezależności Narodowego Banku Polskiego (NBP) w zakresie kształtowania polityki pieniężnej. Kluczowe zmiany obejmowały m.in. utworzenie Rady Polityki Pieniężnej jako organu odpowiedzialnego za ustalanie zasad i podejmowanie decyzji dotyczących polityki pieniężnej.

Nowa Ustawa o NBP oraz Konstytucja przyczyniły się do zwiększenia niezależności Narodowego Banku Polskiego. Bank centralny zyskał autonomię w zakresie podejmowania decyzji polityki pieniężnej, co umożliwiło mu efektywne realizowanie celu stabilizacji cen.

Podstawowym celem działalności NBP stało się utrzymanie stabilnego poziomu cen. Jednocześnie NBP wspiera politykę gospodarczą rządu, o ile nie koliduje to z realizacją celu stabilności cen.

¹ W 1997 roku Polska przyjęła nową Konstytucję, która zaczęła obowiązywać 17 października 1997 roku. Konstytucja ta zastąpiła dotychczasową z 1952 roku i była odpowiedzią na potrzeby transformacji ustrojowej kraju po okresie komunizmu. Nowa Konstytucja wprowadziła m.in. zasadę trójpodziału władzy, zagwarantowała prawa obywatelskie i wolności podstawowe oraz określiła rolę i funkcje organów państwowych, w tym prezydenta, parlamentu (Sejmu i Senatu) oraz niezawisłych sądów.

² Ustawa o Narodowym Banku Polskim (NBP) reguluje działalność i funkcje banku centralnego Polski. Została uchwalona 29 sierpnia 1997 roku i określa m.in. cele, zadania oraz strukturę organizacyjną NBP. Ustawa ta jest kluczowym dokumentem prawno-organizacyjnym, który definiuje niezależność NBP oraz jego odpowiedzialność za stabilność cen i wspieranie polityki gospodarczej kraju.

Powołana została Rada Polityki Pieniężnej, która stała się głównym organem decyzyjnym NBP w zakresie polityki pieniężnej. Skład Rady obejmuje prezesa NBP jako przewodniczącego oraz dziewięciu członków powoływanych na sześcioletnią kadencję przez Prezydenta RP, Sejm i Senat.

Konstytucja z 1997 roku zmieniła tryb uchwalania corocznych założeń polityki pieniężnej³, znosząc wymóg przedstawiania ich do akceptacji Sejmowi. Obecnie Rada Polityki Pieniężnej ustala i przedstawia do wiadomości Sejmowi założenia polityki pieniężnej, co umożliwia bardziej elastyczne reagowanie na zmieniające się warunki gospodarcze⁴.

Pomimo zmian instytucjonalnych, NBP kontynuował utrzymanie celu inflacyjnego jako głównego wskaźnika stabilności cen. Rada Polityki Pieniężnej regularnie określa wysokość stóp procentowych, zasady rezerwy obowiązkowej oraz zasady operacji otwartego rynku⁵ w celu realizacji tego celu.

Dzięki wprowadzonym zmianom prawno-instytucjonalnym NBP zyskał na efektywności w realizacji polityki pieniężnej, co umożliwiło skuteczniejsze zarządzanie gospodarką, szczególnie w kontekście utrzymania stabilności cen. Rada Polityki Pieniężnej stała się kluczowym organem zapewniającym niezależność decyzyjną NBP oraz transparentność procesów związanych z polityką pieniężną.

1. Członkowie Rady Polityki Pieniężnej w kolejnych kadencjach

W tej części rozprawy omówiony został skład i reprezentacja wszystkich kadencji Rady Polityki Pieniężnej w latach 1998–2022. Jej rola wykracza poza funkcję informacyjną, bowiem jej zadaniem jest odtworzenie układu nominacyjnego i potencjalnych większości w

³ Konstytucja z 1997 roku zmieniła sposób uchwalania corocznych założeń polityki pieniężnej głównie poprzez przekazanie odpowiedzialności za ich przygotowanie i zatwierdzenie Radzie Polityki Pieniężnej (RPP). Zgodnie z nowymi przepisami, Rada, jako organ niezależny, ma autonomię w podejmowaniu decyzji dotyczących polityki pieniężnej. Oznacza to, że RPP ma pełną kompetencję w ustalaniu i realizacji założeń polityki pieniężnej, co zapewnia większą stabilność i przewidywalność w działaniach NBP.

⁴ A. Szmyt, K. Skotnicki, P. Czarny, M. Granat, P. Sarnecki, *Opinia dotycząca zgodności z Konstytucją RP uchwały Sejmu z dnia 24 marca 2006 roku w sprawie powołania Komisji Śledczej do zbadania rozstrzygnięć dotyczących przekształceń kapitałowych i własnościowych w sektorze bankowym oraz działań organów nadzoru bankowego w okresie od 4 czerwca 1989 r. do 19 marca 2006 r.*, „Przegląd Sejmowy” 2006, nr 5(76), s. 145–146

⁵ Zasady operacji otwartego rynku są kluczowym narzędziem polityki pieniężnej banków centralnych. Polegają one na kupowaniu i sprzedawaniu papierów wartościowych na rynku otwartym w celu wpływania na ilość pieniądza w obiegu oraz stopy procentowe

kolejnych kadencjach, co pozwala później zestawić wzorce głosowań z relacjami między przewodniczącym Rady, pozostałymi członkami oraz otoczeniem politycznym.

Prezesem NBP i tym samym pierwszym przewodniczącym Rady była Hanna Gronkiewicz-Waltz⁶ – od 1992 r. do dnia 31 grudnia 2000 r. Kandydatura została zgłoszona przez prezydenta Lecha Wałęsę w 1992 r., a następnie 19 lutego 1998 r. przez prezydenta Aleksandra Kwaśniewskiego. Po złożonej przez Hannę Gronkiewicz-Waltz rezygnacji funkcję niniejszą od 10 stycznia 2001 roku pełnił Leszek Balcerowicz⁷ związany z Unią Wolności, powołany przez Sejm, wskazany przez prezydenta Aleksandra Kwaśniewskiego po konsultacjach z klubami parlamentarnymi.

Układ nominacyjny I kadencji sprzyjał przewadze członków powołanych przez większość AWS-UW oraz Prezydenta RP, jednak ocena rzeczywistych bloków decyzyjnych wymaga analizy głosowań.

Prezesem NBP i tym samym przewodniczącym Rady podczas II kadencji Rady w latach 2004-2010 był Leszek Balcerowicz – do 10 stycznia 2007 r. (koniec jego kadencji), a następnie Sławomir Skrzypek⁸ – przewodniczący w trakcie III kadencji – od 10 stycznia 2007 r. – zgłoszony przez prezydenta Lecha Kaczyńskiego do 10 kwietnia 2010 r. (śmierć). Układ nominacyjny II kadencji powodował trwałe napięcia między przewodniczącym a częścią członków RPP; tezę tę należy zweryfikować przez analizę głosowań i zgłaszanych wniosków.

⁶ Hanna Gronkiewicz-Waltz, ur. 4 listopada 1952 r. w Warszawie, profesor nauk prawnych, prezes NBP w latach 1992–2000, przewodnicząca RPP w latach 1998–2000, następnie wiceprezes EBOR; prezydent m.st. Warszawy w latach 2006–2018.

⁷ Leszek Balcerowicz to wybitny polski ekonomista i polityk, urodzony 19 stycznia 1947 roku. Jest znany głównie z przeprowadzenia gospodarczych reform transformacyjnych w Polsce w latach 90. XX wieku, które odegrały kluczową rolę w procesie przejścia Polski z gospodarki centralnie planowanej na gospodarkę rynkową.

Balcerowicz był jednym z głównych architektów planu stabilizacyjnego wprowadzonego w Polsce w 1989 roku. W latach 1989-1991 pełnił funkcję ministra finansów oraz wicepremiera w rządzie Tadeusza Mazowieckiego. Jego reformy, znane jako "plan Balcerowicza", obejmowały m.in. liberalizację rynku, prywatyzację przedsiębiorstw państwowych, likwidację kontrolowanego cenami i dewaluację złotego. Balcerowicz jest również autorem wielu książek i publikacji naukowych z zakresu ekonomii, teorii polityki gospodarczej i transformacji systemowej. Od 2001 roku był przewodniczącym Rady Fundacji Batorego, a w latach 2001-2007 pełnił funkcję prezesa Narodowego Banku Polskiego. Jego dorobek obejmuje także prace naukową oraz doradztwo międzynarodowe w zakresie reform gospodarczych.

⁸ Sławomir Skrzypek (1963-2010) był polskim ekonomistą i bankierem, który pełnił funkcję prezesa Narodowego Banku Polskiego (NBP) od stycznia 2007 roku do swojej tragicznej śmierci w katastrofie lotniczej pod Smoleńskiem w kwietniu 2010 roku. Sławomir Skrzypek urodził się 22 września 1963 roku. Przed objęciem stanowiska prezesa NBP był związany z sektorem bankowym. Jako prezes NBP zajmował się kierowaniem polityką pieniężną kraju, dbał o stabilność finansową oraz wspierał rozwój polskiej gospodarki w trudnym okresie globalnego kryzysu finansowego. Jego kadencja w NBP była okresem intensywnych działań mających na celu utrzymanie stabilności złotego oraz kontrolę nad inflacją. Jako bankier centralny Skrzypek aktywnie uczestniczył w międzynarodowych forum ekonomicznych oraz pełnił rolę reprezentanta Polski w europejskich strukturach finansowych.

Po nim funkcję niniejszą pełnił Piotr Wiesiołek – p.o. prezesa od 10 kwietnia 2010 r. do 11 czerwca 2010 r., a następnie Marek Belka – od 11 czerwca 2010 r. – zgłoszony przez prezydenta Bronisława Komorowskiego. W III kadencji można wskazać relatywnie stabilną większość głosującą zgodnie ze stanowiskiem przewodniczącego.

Podczas IV kadencji przypadającej na lata 2016–2022 funkcję Prezesa NBP i przewodniczącego Rady pełnił Marek Belka⁹ do 2016 (koniec kadencji), a następnie Adam Glapiński – od 21 czerwca 2016 r. – wskazany przez prezydenta Andrzeja Dudę.

W V kadencji RPP, obejmującej lata 2022–2028, funkcję Prezesa NBP i przewodniczącego RPP pełni Adam Glapiński¹⁰.

Członkowie Rady Polityki Pieniężnej w kolejnych kadencjach:

- I kadencja (1998 - 2004):

Prezes NBP i tym samym przewodniczący Rady:

- Hanna Gronkiewicz-Waltz – od 1992 roku do 31 grudnia 2000 (rezygnacja) – zgłosił jej kandydaturę Prezydent Lech Wałęsa w 1992 a w 1998 (19 lutego) Prezydent Aleksander Kwaśniewski
- Leszek Balcerowicz – od 10 stycznia 2001 – Unia Wolności do 2001, powołany przez Sejm, wskazany przez Prezydenta A. Kwaśniewskiego po konsultacjach z klubami parlamentarnymi.

Członkowie Rady (Rząd AWS-UW):

- Marek Dąbrowski (zasiadał od 17 lutego 1998 do końca kadencji) – powołany przez Sejm – z rekomendacji UW
- Bogusław Grabowski (zasiadał od 17 lutego 1998 do końca kadencji) – powołany przez Senat – z rekomendacji AWS

⁹ Marek Belka – ekonomista, minister finansów [m.in.](#) w 1997 r. oraz w latach 2001–2002, premier RP w latach 2004–2005, dyrektor Departamentu Europejskiego MFW w latach 2008–2010, prezes NBP w latach 2010–2016.

¹⁰ Adam Glapiński jest polskim ekonomistą i bankierem, obecnie pełniącym funkcję prezesa Narodowego Banku Polskiego (NBP). Ukończył studia na Wydziale Ekonomiki Produkcji Akademii Ekonomicznej w Katowicach oraz studia doktoranckie na Uniwersytecie Śląskim w Katowicach. Przed objęciem funkcji prezesa NBP Adam Glapiński pełnił szereg istotnych funkcji w sektorze bankowym. Był m.in. wiceprezesem Banku Gospodarstwa Krajowego (2002-2004) oraz prezesem Banku Gospodarstwa Krajowego (2004-2007). Adam Glapiński był posłem na Sejm RP w latach 2001-2002 oraz ponownie od 2005 do 2010 roku. Od 2016 roku pełni funkcję prezesa Narodowego Banku Polskiego, gdzie odpowiada za kształtowanie polityki pieniężnej, stabilność finansową kraju oraz zarządzanie rezerwami walutowymi. Jako prezes NBP Adam Glapiński kieruje bankiem centralnym, mając za zadanie kontrolowanie inflacji, stabilizację kursu złotego oraz wspieranie rozwoju gospodarczego Polski. Decyzje i działania Adama Glapińskiego jako prezesa NBP niejednokrotnie były przedmiotem debat i kontrowersji w polskim życiu politycznym i ekonomicznym, zwłaszcza w kontekście niezależności banku centralnego.

- Cezary Józefiak (zasiadał od 17 lutego 1998 do końca kadencji) – powołany przez Senat – z rekomendacji UW
- Janusz Krzyżewski (zasiadał od 17 lutego do 2003, śmierć) – powołany przez Sejm, z rekomendacji AWS
- Wojciech Łączkowski (zasiadał od 17 lutego 1998 do końca kadencji) – powołany przez Senat,
- Jerzy Pruski (zasiadał od 17 lutego 1998 do końca kadencji) – powołany przez Sejm,
- Dariusz Rosati (zasiadał od 17 lutego 1998 do końca kadencji) – powołany przez Prezydenta A. Kwaśniewskiego - SLD
- Grzegorz Wójtowicz (zasiadał od 17 lutego 1998 do końca kadencji) – od Prezydenta A. Kwaśniewskiego - SLD
- Wiesława Ziółkowska (zasiadała od 17 lutego 1998 do końca kadencji) – powołał Prezydent A. Kwaśniewski - SLD
- Jan Czekaj (od 2003 do 2004 i dalej do 2010 w II kadencji, zastąpił zmarłego Janusza Krzyżewskiego) – powołany przez Sejm – z rekomendacji SLD – PSL – UP

Układ nominacyjny I kadencji wskazywał na relatywnie szerokie zaplecze dla przewodniczącej, choć nie przesądza to jeszcze o jedności w sprawach polityki pieniężnej. W podobnej sytuacji był Leszek Balcerowicz. Dopiero nominacje z roku 2004 roku sprawiły, że znalazł się w mniejszości, ponieważ większość członków rady była rekomendowana przez SLD.

- II kadencja (2004 - 2010)

Prezes NBP i tym samym przewodniczący Rady:

- Leszek Balcerowicz – do 10 stycznia 2007 (koniec kadencji)
- Sławomir Skrzypek – od 10 stycznia 2007 – zgłoszony przez Prezydenta Lecha Kaczyńskiego

Członkowie Rady:

- Jan Czekaj (zasiadał od 17 lutego 2004 do końca kadencji) – powołany przez Sejm – z rekomendacji SLD
- Dariusz Filar (zasiadał od 17 lutego 2004 do końca kadencji) – powołany na wniosek Prezydenta Aleksandra Kwaśniewskiego
- Stanisław Nieckarz (zasiadał od 17 lutego 2004 do końca kadencji) – powołany przez Sejm – z rekomendacji SLD

- Marian Noga (zasiadał od 17 lutego 2004 do końca kadencji) – powołany przez Senat – z rekomendacji SLD
- Stanisław Owsiak – powołany przez Senat – z rekomendacji SLD
- Mirosław Pietrewicz (zasiadał od 17 lutego 2004 do końca kadencji) – powołany przez Sejm – z ramienia PSL
- Andrzej Sławiński (zasiadał od 17 lutego 2004 do końca kadencji) – powołany przez Prezydenta Aleksandra Kwaśniewskiego
- Halina Wasilewska-Trenkner (zasiadała od 17 lutego 2004 do końca kadencji) – powołana przez Senat, bezpartyjna
- Andrzej Wojtyła (zasiadał od 17 lutego 2004 do końca kadencji) – od Prezydenta A. Kwaśniewskiego

Układ personalny II kadencji sprzyjał powstawaniu trwałych napięć między przewodniczącym a większością członków Rady.

- III kadencja (2010 - 2016)

Prezes NBP i tym samym przewodniczący Rady:

- Sławomir Skrzypek – do 10 kwietnia 2010 (śmierć)
- Piotr Wiesiołek – p.o. Prezesa od 10 kwietnia 2010 do 11 czerwca 2010,
- Marek Belka – od 11 czerwca 2010 - zgłoszony na prezesa przez Prezydenta Bronisława Komorowskiego - PO

Członkowie Rady:

- Andrzej Bratkowski (zasiadał od 17 lutego 2010 do końca kadencji) – powołany przez Sejm – z rekomendacji PO
- Elżbieta Chojna-Duch (zasiadała od 17 lutego 2010 do końca kadencji) – powołana przez Sejm – z rekomendacji PSL
- Jerzy Hausner (zasiadał od 17 lutego 2010 do końca kadencji) – Senat – z rekomendacji PO
- Andrzej Rzońca (zasiadał od 17 lutego 2010 do końca kadencji) – powołany przez Senat – z rekomendacji PO
- Jan Winiecki (zasiadał od 17 lutego 2010 do końca kadencji) – powołany przez Senat – z rekomendacji PO
- Anna Zielińska-Głębocka (zasiadała od 17 lutego 2010 do końca kadencji) – powołana przez Sejm – z rekomendacji PO

- Adam Glapiński (zasiadał od 17 lutego 2010 do teraz) – powołany przez Prezydenta Lecha Kaczyńskiego
- Andrzej Kaźmierczak (zasiadał od 17 lutego 2010 do końca kadencji) – powołany przez Prezydenta L. Kaczyńskiego
- Jerzy Osiatyński (od 20 grudnia 2013 na 6 lat, zastąpił Zytę Gilowską) – powołany przez Prezydenta Bronisława Komorowskiego
- Zyta Gilowska (zasiadała od 17 lutego 2010 do 4 października 2013 roku, rezygnacja) – powołana przez Prezydenta Lecha Kaczyński

W III kadencji układ nominacyjny i praktyka głosowań wskazywały na relatywnie stabilne zaplecze dla stanowiska przewodniczącego.

IV kadencja (2016 – 2022)

Prezes NBP i tym samym przewodniczący Rady:

- Marek Belka – w 2016 (koniec kadencji)
- Adam Glapiński – od 21 czerwca 2016 – wskazany przez Prezydenta Andrzeja Dudę

Członkowie Rady:

- Cezary Kochalski (od 21 grudnia 2019 do końca kadencji) – od Prezydenta Andrzeja Dudy
- Rafał Sura (od 16 listopada 2016, zastąpił Marka Chrzanowskiego) – powołany przez Senat, z rekomendacji PiS
- Jerzy Żyżyński (od 18 marca 2016 do końca kadencji) – powołany przez Sejm – z rekomendacji PSL
- Grażyna Ancyparowicz (od 09 lutego 2016 do końca kadencji) – powołana przez Sejm, z rekomendacji PiS
- Eugeniusz Gatnar (od 13 stycznia 2016 do 25 stycznia 2022, koniec kadencji) – powołany przez Senat, z rekomendacji PiS
- Łukasz Hardt (od 16 lutego 2016 r. do końca kadencji) – od Prezydenta Andrzeja Dudy
- Jerzy Kropiwnicki (od 25 stycznia 2016 do 25 stycznia 2022, koniec kadencji) – powołany przez Senat z rekomendacji PiS
- Eryk Łon (od 9 lutego 2016 do końca kadencji) – powołany przez Sejm z rekomendacji PiS
- Jerzy Osiatyński (powołany w 2013 roku, do 20 grudnia 2019, koniec kadencji) – od Prezydenta Bronisława Komorowskiego

- Marek Chrzanowski (od 9 lutego 2016 do 6 października 2016, rezygnacja) – powołany przez Senat z rekomendacji PiS
- Kamil Zubelewicz (od 17 lutego 2016 do końca kadencji) – od Andrzeja Dudy
- Ludwik Kotecki (od 26 stycznia 2022 na dokończenie IV i V kadencję w miejsce Eugeniusza Gatnara) – powołany przez Senat z rekomendacji PO
- Przemysław Litwiniuk (od 26 stycznia 2022 na dokończenie IV i V kadencję w miejsce Jerzego Kropiwnickiego) – powołany przez Senat – z rekomendacji PSL.

W IV kadencji układ nominacyjny tworzył warunki sprzyjające trwałemu wsparciu przewodniczącego w najważniejszych głosowaniach.

Zestawienie powołań kolejnych kadencji pokazuje, że sam sposób powoływania członków RPP nie przesądza jeszcze o upolitycznieniu procesu decyzyjnego, ale tworzy istotne warunki dla powstawania trwałych bloków głosowań, konfliktów z przewodniczącym albo odwrotnie – dla stabilnego zaplecza wspierającego określoną linię polityki pieniężnej. W tym sensie skład Rady stanowi jeden z kluczowych elementów instytucjonalnego kontekstu procesu decyzyjnego.

Rada Polityki Pieniężnej (RPP) pełni kluczową rolę w realizacji polityki pieniężnej w Polsce. Jej głównym celem jest dbanie o stabilność polskiego pieniądza, co odnosi się do utrzymania niskiej i stabilnej inflacji. Istotnym elementem działalności Rady jest również wspieranie wzrostu gospodarczego, o ile nie koliduje to z głównym celem inflacyjnym. Rada decyduje o wysokości stóp procentowych, które mają wpływ na koszt kredytu i oszczędności oraz na ogólny poziom aktywności gospodarczej. Obniżenie stóp procentowych może stymulować wzrost gospodarczy poprzez zwiększenie dostępności kredytu, podczas gdy ich podwyższenie ma na celu kontrolowanie inflacji. Choć Rada Polityki Pieniężnej nie ustala bezpośrednio kursów walut, jej działania mogą mieć wpływ na wartość złotego na rynkach międzynarodowych poprzez decyzje dotyczące polityki pieniężnej¹¹.

W ten sposób Rada Polityki Pieniężnej wpływa na całościową stabilizację gospodarki poprzez kontrolowanie inflacji, wspieranie wzrostu gospodarczego i

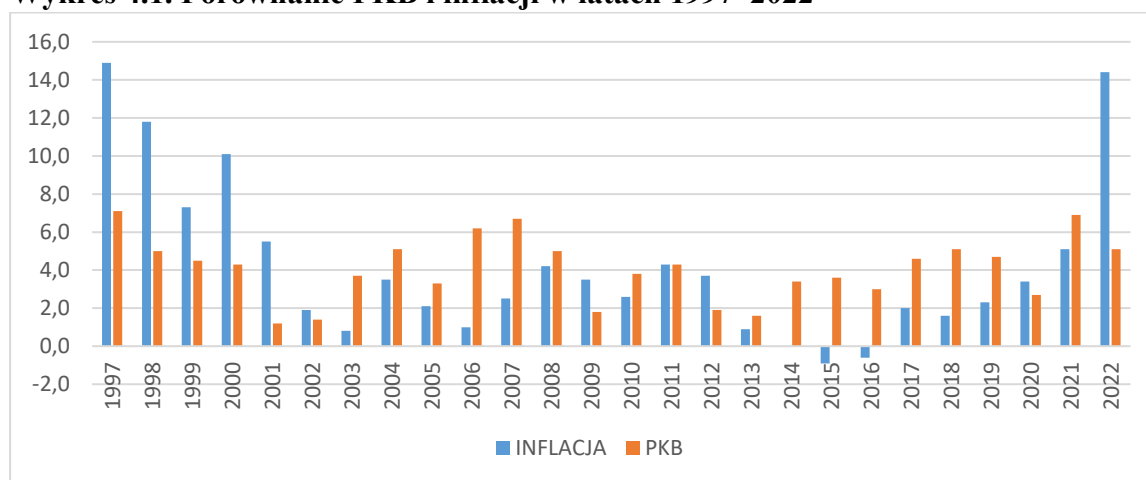
¹¹ Jej głównym zadaniem jest określanie i realizacja polityki pieniężnej, która ma na celu stabilizację cen, czyli kontrolowanie inflacji. Kursy walut są kształtowane na rynku walutowym w wyniku działań podmiotów rynkowych, takich jak banki, przedsiębiorstwa czy inwestorzy, w oparciu o podaż i popyt na daną walutę oraz oczekiwania co do jej wartości w przyszłości. RPP może jednak interweniować na rynku walutowym poprzez operacje otwartego rynku, mające na celu wpływanie na kursy walut w sytuacjach kryzysowych lub w celu stabilizacji rynku.

stabilizowanie rynków finansowych. Jej działania są kluczowe dla zapewnienia równowagi makroekonomicznej¹² i stabilności polskiego systemu finansowego.

Wykresy 4.1 i 4.2 obejmują roczną inflację i PKB w latach od 1997 do 2022. Wykres 4.1 to porównanie tych wskaźników w poszczególnych latach, a wykres 4.2 pokazuje inflację i PKB narastająco od 1997 do 2022 r.

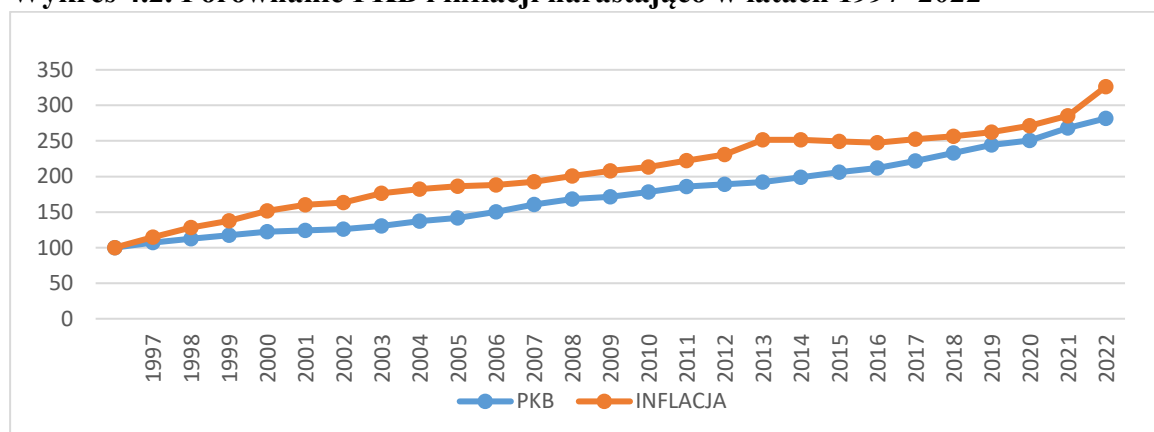
Poniższe wykresy stanowią wspólne tło makroekonomiczne dla wszystkich analizowanych kadencji i mają służyć porównaniu decyzji RPP z przebiegiem inflacji, wzrostu gospodarczego, bezrobocia oraz zmian płynności sektora bankowego. Dopiero na tym tle możliwe jest połączenie analizy ekonomicznej z oceną instytucjonalno-polityczną.

Wykres 4.1. Porównanie PKB i inflacji w latach 1997–2022



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych NBP i GUS.

Wykres 4.2. Porównanie PKB i inflacji narastająco w latach 1997–2022



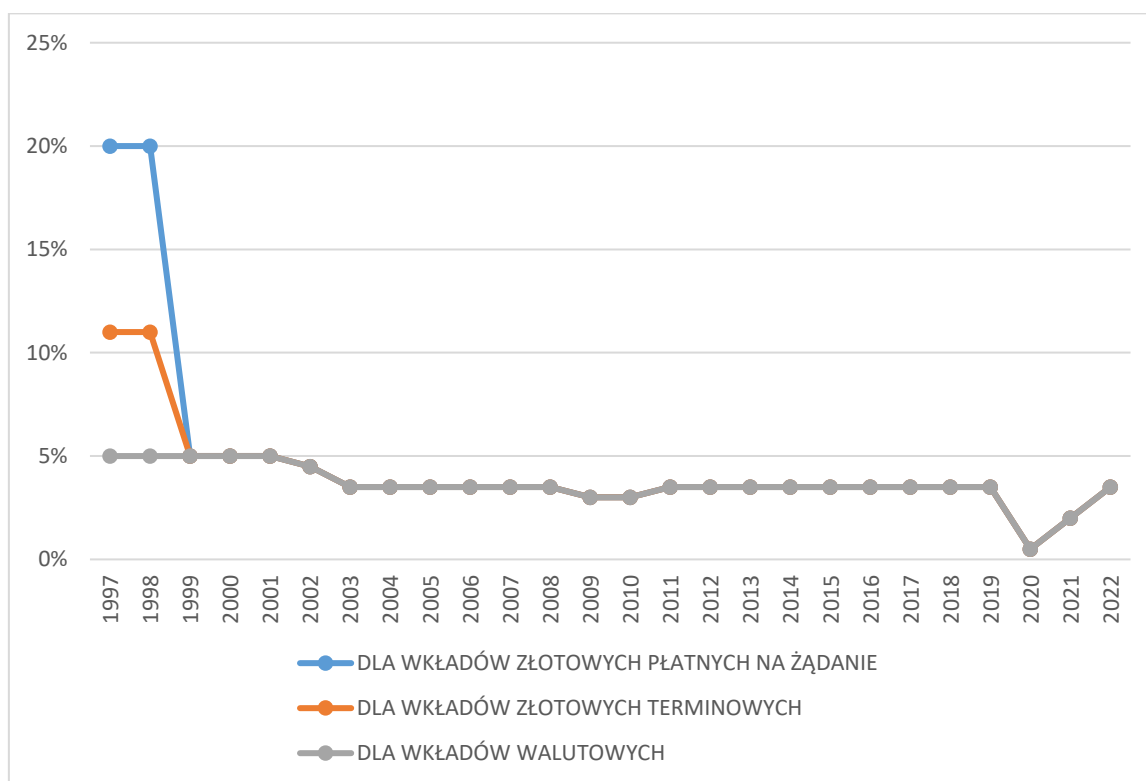
Źródło: opracowanie własne na podstawie danych NBP i GUS.

¹² Równowaga makroekonomiczna odnosi się do sytuacji, w której gospodarka znajduje się w stabilnym punkcie, charakteryzującym się brakiem nadmiernych nacisków inflacyjnych ani deflacyjnych. Oznacza to, że poziom produkcji (PKB) jest zbliżony do swojego potencjalnego poziomu, stopa bezrobocia jest na akceptowalnym poziomie naturalnym, a inflacja jest stabilna. W takiej sytuacji można mówić o osiągnięciu równowagi między podażą a popytem w gospodarce.

Na wykresie 4.2 widać przewagę inflacji – 326,46% – nad wzrostem PKB, który w tym okresie ukształtował się na najwyższym poziomie w Europie – 281,71%. W latach 1997–2003 krzywe wykresu rozchodzą się, rośnie przewaga inflacji, by w kolejnych latach zbliżyć się do siebie i biec równolegle, aż do lat 2012–2013. Kolejne lata to przewaga PKB nad inflacją. Wykres PKB jest bardziej liniowy od wykresu inflacji¹³.

Jednym z obowiązków Rady Polityki Pieniężnej jest ustalanie wysokości stopy rezerw obowiązkowych w Polsce, co wpływa na płynność sektora bankowego a co za tym idzie – na inflację¹⁴. Wysokości rezerwy obowiązkowej banków kwotowo w milionach złotych oraz procentowo ilustrują wykresy 3.1 w poprzednim rozdziale i 4.3 a także tabela 4.1. w tym rozdziale.

Wykres 4.3. Wysokość rezerwy obowiązkowej procentowo w latach 1997–2022



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych NBP i GUS.

¹³ K. Łach, *Wpływ stopy procentowej na strategie finansowania przedsiębiorstw w Polsce*, Kraków 2012, s. 14.

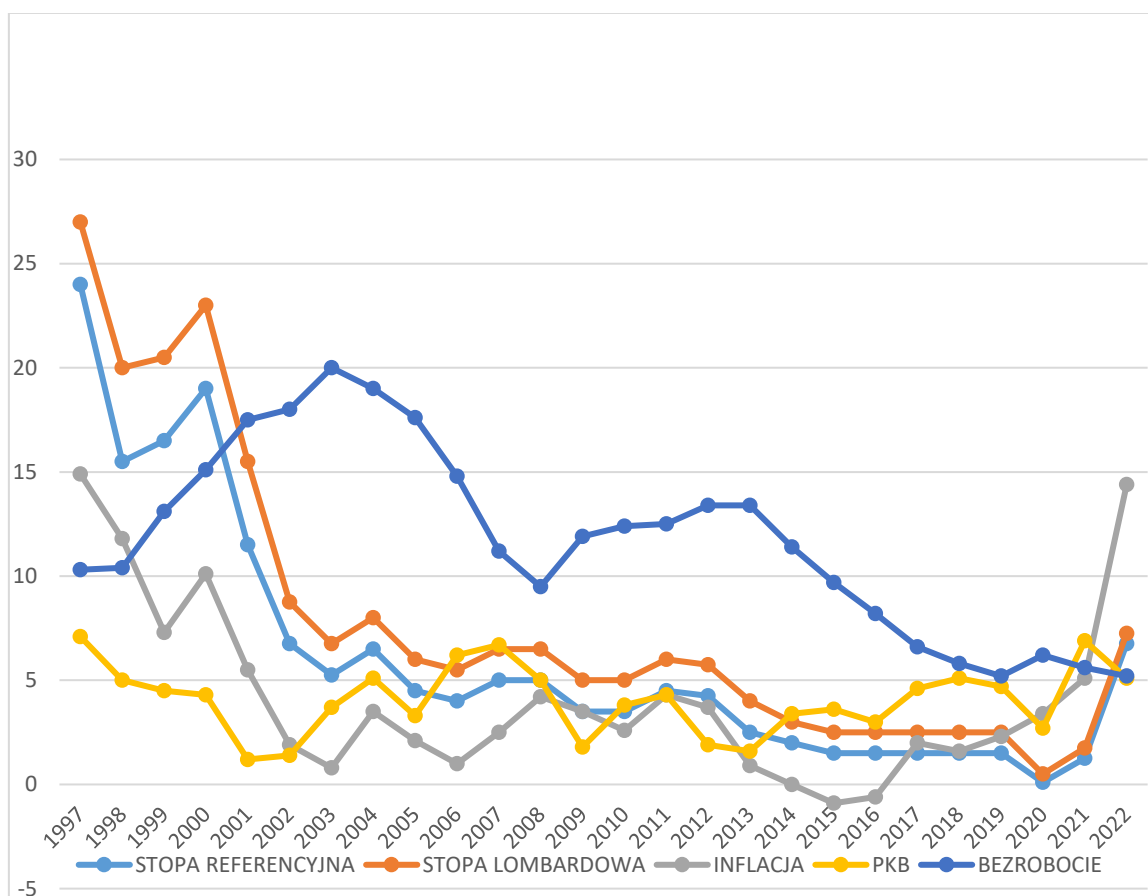
¹⁴ W Polsce wysokość stopy rezerw obowiązkowych zależy od decyzji Narodowego Banku Polskiego (NBP), który jest odpowiedzialny za ich ustalanie. NBP podejmuje decyzje na podstawie analizy sytuacji na rynku finansowym, inflacji oraz innych czynników gospodarczych. Decyzje te mają na celu regulację ilości dostępnej gotówki w systemie bankowym oraz stabilizację sytuacji finansowej w kraju. Narodowy Bank Polski jest instytucją odpowiedzialną za prowadzenie polityki monetarnej w Polsce. Decyzje dotyczące polityki monetarnej podejmowane są przez Radę Polityki Pieniężnej, która jest organem decyzyjnym NBP. Zadaniem Rady Polityki Pieniężnej jest ustalanie stóp procentowych, stóp rezerw obowiązkowych oraz innych instrumentów polityki pieniężnej, które mają na celu stabilizację cen, wspieranie wzrostu gospodarczego oraz zapewnienie stabilności systemu finansowego w Polsce.

Tabela 4.1. Wysokość rezerwy obowiązkowej w latach 1997–2022

ROK	WYSOKOŚĆ REZERWY OBOWIĄZKOWEJ W MLN PLN	DLA WKŁADÓW ZŁOTOWYCH PŁATNYCH NA ŻĄDANIE	DLA WKŁADÓW ZŁOTOWYCH TERMINOWYCH	DLA WKŁADÓW WALUTOWYCH
1997	17 054	20%	11%	5%
1998	21 271	20%	11%	5%
1999	10 076	5%	5%	5%
2000	12 240	5%	5%	5%
2001	13 669	5%	5%	5%
2002	13 039	4,5%	4,5%	4,5%
2003	10 220	3,5%	3,5%	3,5%
2004	11 097	3,5%	3,5%	3,5%
2005	12 065	3,5%	3,5%	3,5%
2006	13 970	3,5%	3,5%	3,5%
2007	16 966	3,5%	3,5%	3,5%
2008	21 089	3,5%	3,5%	3,5%
2009	20 148	3%	3%	3%
2010	25 998	3%	3%	3%
2011	28 039	3,5%	3,5%	3,5%
2012	29 918	3,5%	3,5%	3,5%
2013	31 876	3,5%	3,5%	3,5%
2014	34 696	3,5%	3,5%	3,5%
2015	37 115	3,5%	3,5%	3,5%
2016	39 712	3,5%	3,5%	3,5%
2017	42 581	3,5%	3,5%	3,5%
2018	43 196	3,5%	3,5%	3,5%
2019	46 845	3,5%	3,5%	3,5%
2020	7 513	0,50%	0,50%	0,50%
2021	35 520	2%	2%	2%
2022	65 570	3,50%	3,50%	3,50%

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych NBP i GUS.

Wykres 4.4. Wskaźniki stóp procentowych: redyskontowej i lombardowej, inflacji, PKB i bezrobocia w latach 1997–2022 w ujęciu rocznym



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych NBP i GUS.

2. Hanna Gronkiewicz-Waltz – Prezes NBP w latach 1998-2000

Hanna Gronkiewicz-Waltz pełniła funkcję prezesa Narodowego Banku Polskiego (NBP) w latach 1992–2000. Jej kadencja rozpoczęła się jeszcze w okresie wysokiej inflacji i stabilizacji gospodarczej po transformacji ustrojowej Polski. W tej części analizie podlega przede wszystkim to, czy pierwsza kadencja RPP reagowała adekwatnie na warunki transformacyjne oraz czy napięcia występujące w tym okresie miały już charakter polityczny, czy raczej wynikały z niestabilizowanego jeszcze modelu polityki pieniężnej.

W latach 1992–1997 Polska borykała się z wysoką inflacją, która stopniowo zmniejszała się z poziomu 44,3% w 1992 roku do 14,9% w 1997 roku¹⁵. W tym okresie

¹⁵ Okres ten był trudny gospodarczo, gdyż inflacja utrzymywała się na wysokim poziomie, co znacząco wpływało na stabilność gospodarczą kraju. Polityka pieniężna i fiskalna podejmowane przez władze były

strategia polityki pieniężnej NBP miała na celu zarówno kontrolę podaży pieniądza, jak i stabilizację kursu walutowego. Była to strategia eklektyczna, łącząca te dwie różne koncepcje.

Podczas sprawowania funkcji prezesa NBP, szczególnie w latach 1996–1997, wprowadzono bardziej zintegrowaną strategię kontroli podaży pieniądza. Zastosowanie tej strategii miało na celu osiągnięcie celów operacyjnych, takich jak pieniądź rezerwowy oraz celów pośrednich, w tym ogólnego wzrostu podaży pieniądza. Ostatecznym celem było stabilizowanie stopy inflacji.

Kadencja Hanny Gronkiewicz-Waltz jako prezesa NBP była związana z przejściem Polski przez trudne lata transformacji gospodarczej i stabilizacji, w czasie których polityka pieniężna była kluczowym narzędziem osiągnięcia stabilności makroekonomicznej i redukcji inflacji¹⁶. Pomimo braku wykształcenia ekonomicznego, jej doświadczenie i działania w NBP miały istotny wpływ na kształtowanie polskiej polityki pieniężnej w tamtych latach.

Polityka pieniężna NBP pod kierownictwem Gronkiewicz-Waltz była ukierunkowana na stabilizację cen i waluty, w warunkach po uwolnieniu cen i transformacji gospodarczej.

Strategię realizowaną w latach 1990–1997 określa się mianem eklektycznej, ponieważ mimo deklarowanej przez NBP strategii kontroli podaży pieniądza faktycznie była ona bardziej nastawiona na kontrolę kursu walutowego. Próbowano łączyć obie te strategie. Praktyka ta wynikała z konieczności ustabilizowania sytuacji makroekonomicznej, uporządkowania sfery monetarnej po uwolnieniu cen, jak również przyjętego planu premiera Leszka Balcerowicza. W programie stabilizacyjnym, uzgodnionym z Międzynarodowym Funduszem Walutowym, położono nacisk na równoczesną kontrolę podaży pieniądza i kontrolę kursu walutowego¹⁷.

Do 1998 r. cele i instrumenty polityki pieniężnej na każdy rok określone były w dokumencie pt. Założenia polityki pieniężnej, który zatwierdzony był przez Sejm. Także w październiku 1997 r. Zarząd NBP przyjął Założenia polityki pieniężnej na 1998 r., a następnie Rada Polityki Pieniężnej po modyfikacji uchwaliła je w kwietniu 1998 r. Nie

skierowane na stabilizację i zmniejszenie inflacji, co doprowadziło do kolejnych reform gospodarczych i zmian strukturalnych, w tym wprowadzenia m.in. planu Balcerowicza.

¹⁶ Transformacja gospodarcza w Polsce odnosi się do procesu zmian, jakie miały miejsce po 1989 roku, gdy Polska przeszła z gospodarki centralnie planowanej do gospodarki rynkowej. transformacja ta była procesem długotrwałym i skomplikowanym, ale pozwoliła na znaczący rozwój gospodarczy Polski oraz jej integrację z gospodarką europejską i światową.

¹⁷ P. Tarnowski, *Bank Narodowy czy Ludowy*, „Polityka”, 2.12.2000, nr 49 oraz J. Paradowska, *Sejm się śmieje*, „Polityka”, 16.06.2006, nr 24.

zmienił się wyznaczony na 1998 r. cel polityki pieniężnej – ograniczenie inflacji mierzonej wskaźnikiem cen towarów i usług konsumpcyjnych w grudniu 1998 r. do nie więcej niż 9,5%, a inflacji w ujęciu średnim rocznym do 11%.

We wrześniu 1998 r. Rada Polityki Pieniężnej opracowała i uchwaliła także dokument o charakterze strategicznym: Średniookresową strategię polityki pieniężnej na lata 1999–2003. Strategia określała podstawowe kierunki polityki pieniężnej w tym okresie i wyznaczała jako jej cel średniookresowy obniżenie inflacji w 2003 r. poniżej 4%. Po uchwaleniu Strategii corocznie przyjmowane Założenia stały się zatem elementem jej realizacji, a roczne cele ustalane były jako etapy dochodzenia do celu średniookresowego, który jest najważniejszym celem polityki pieniężnej.

Lata 1997–2000 były okresem rządu premiera Jerzego Buzka i koalicji AWS-UW. Wcześniej jednak przyszło Hannie Gronkiewicz-Waltz zarządzać Narodowym Bankiem Polskim w czasie rządów premierów Jana Olszewskiego, Hanny Suchockiej, Waldemara Pawlaka, Józefa Oleksego, Włodzimierza Cimoszewicza, a więc w bardzo zróżnicowanych uwarunkowaniach politycznych.

Tuż po zakończeniu prac nad ustawą o NBP odbyły się we wrześniu 1997 roku wybory parlamentarne, po których koalicję rządzącą stworzyły AWS i UW i to one wybrały większość członków Rady Polityki Pieniężnej – zgodnie bowiem z ustawą po trzy osoby wybierane są przez Sejm, Senat oraz prezydenta, a dziesiątym członkiem Rady i zarazem jej przewodniczącym z głosem decydującym jest prezes NBP. AWS desygnowała 4 osoby: Bogusława Grabowskiego, Jerzego Pruskiego, Wojciecha Łączkowskiego i Janusza Krzyżewskiego. UW wprowadziła do Rady dwie osoby: Marka Dąbrowskiego oraz Cezarego Józefiaka. Innym partiom nie udało się przeforsować żadnej kandydatury – ale, dzięki prezydentowi, w składzie RPP znaleźli się Dariusz Rosati, były minister spraw zagranicznych w rządzie SLD-PSL, Wiesława Ziółkowska, wcześniej posłanka Unii Pracy, oraz Grzegorz Wójtowicz, były prezes NBP.

W II połowie 1998 r. nastąpiło pogorszenie warunków zbytu dla polskiego eksportu. Doszło do załamania się popytu importowego w największych krajach WNP, głównie w Rosji i na Ukrainie, oraz osłabienia popytu na import (przede wszystkim w IV kwartale 1998 r.) w Europie Zachodniej.

Utrzymywała się tendencja spadkowa większości cen na światowym rynku towarów, ale jej tempo było szybsze niż w 1997 r. Zniżkowa tendencja cen objęła w 1998 r. większość podstawowych grup surowców. Największy spadek wykazały ceny surowców energetycznych, w tym ropy naftowej, które obniżały się już od 1997 r. z 21 USD za baryłkę

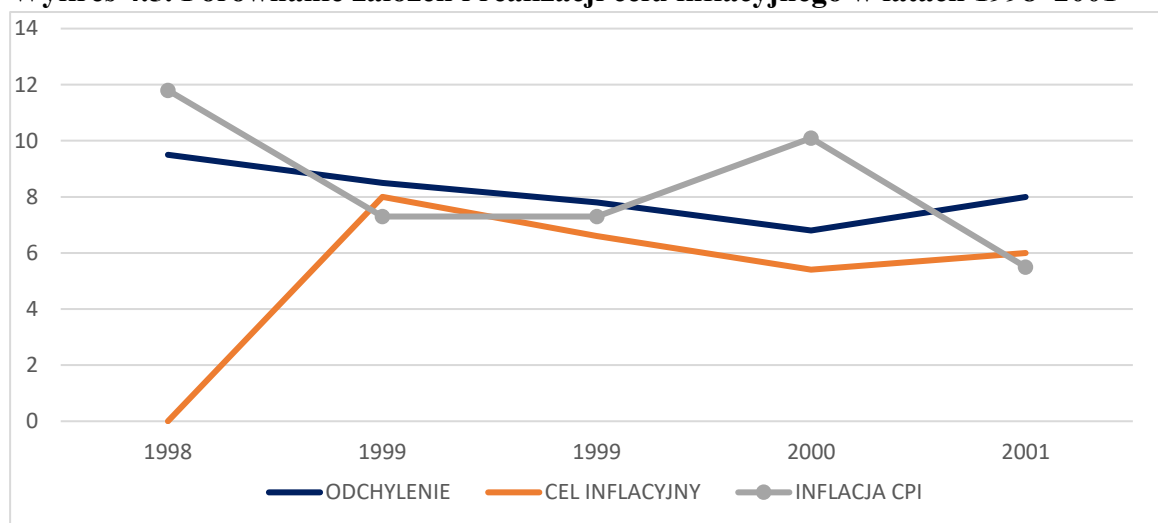
w I kwartale 1997 r. do poniżej 10 USD za baryłkę w grudniu 1998 r. Wysoki poziom zapasów przy dobrych zbiorach przyczynił się do spadku cen artykułów żywnościowych we wszystkich głównych grupach, takich jak: zboża, używki, cukier i rośliny oleiste¹⁸.

Istotne znaczenie dla polityki pieniężnej NBP w 1998 r. miały następstwa rozwoju rynków finansowych w Polsce i ich postępującej integracji ze światowymi rynkami finansowymi. Zwiększała się potencjalna wrażliwość polskiej gospodarki na zjawiska zachodzące na tychże rynkach¹⁹.

Polska w drugiej połowie lat 90. była już krajem aspirującym do członkostwa w Unii Europejskiej, co wymagało stabilizacji gospodarczej i dopasowania do standardów unijnych.

Podsumowując, kadencja Hanny Gronkiewicz-Waltz jako prezesa NBP przypadła na okres kluczowych reform gospodarczych i stabilizacyjnych w Polsce. Jej strategia polityki pieniężnej koncentrowała się na stabilizacji cen i waluty oraz przygotowaniu kraju do integracji z Unią Europejską²⁰, uwzględniając zmieniające się warunki polityczno-gospodarcze zarówno w kraju, jak i na świecie.

Wykres 4.5. Porównanie założeń i realizacji celu inflacyjnego w latach 1998–2001



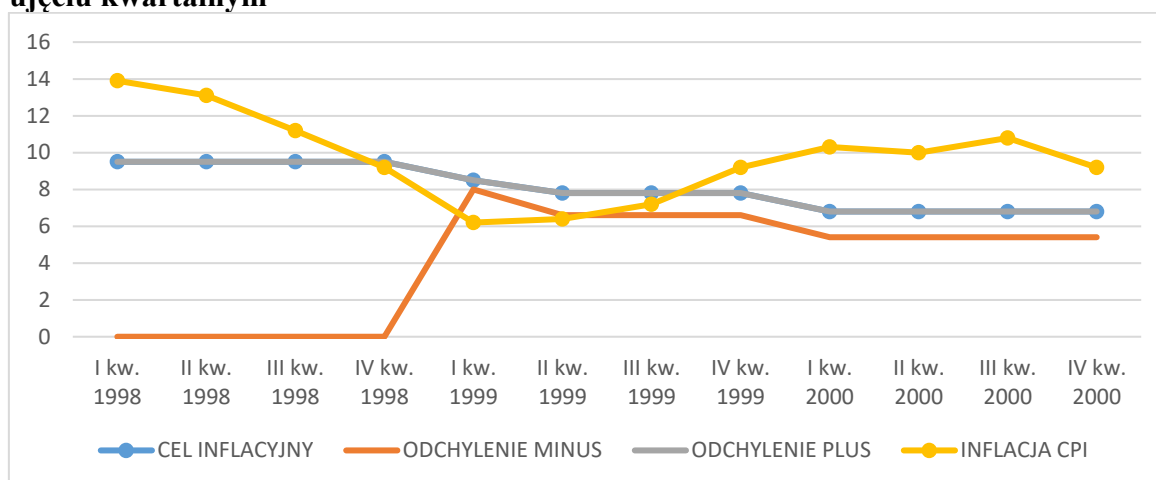
Źródło: opracowanie własne na podstawie danych NBP i GUS.

¹⁸ R. Kokoszyński, op. cit., s. 151.

¹⁹ P. Błaszczuk, *Stabilność cen – sposoby definicji oraz wyzwania dla polityki pieniężnej*, Warszawa 2010, s. 40.

²⁰ Gronkiewicz-Waltz pełniła funkcję Prezesa Narodowego Banku Polskiego od 1992 do 2000 roku, a jej kadencja miała miejsce w okresie, gdy Polska intensywnie dążyła do przygotowań do integracji z UE. Przygotowanie Polski do integracji z Unią Europejską było wieloletnim procesem obejmującym szeroki zakres działań politycznych, prawnych, gospodarczych i instytucjonalnych. Te działania doprowadziły do formalnego przystąpienia Polski do Unii Europejskiej w dniu 1 maja 2004 roku. Proces ten był nie tylko wymagający, ale również przyniósł Polsce nowe możliwości rozwoju gospodarczego, społecznego i politycznego w ramach wspólnoty europejskiej.

Wykres 4.6. Porównanie założeń i realizacji celu inflacyjnego w latach 1998–2000 w ujęciu kwartalnym



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych NBP i GUS.

Poważnym problemem dla polityki pieniężnej w tym okresie była skala napływu kapitału zagranicznego. Sprzyjały temu: pozytywne oceny gospodarki polskiej, relatywnie wysoki poziom stóp procentowych i niskie ryzyko kursowe. Na posiedzeniu RPP w lutym 1998 r. podjęto decyzję o uelastycznieniu mechanizmu kursowego, zwiększając pasmo dopuszczalnych wahań kursu od centralnego parytetu i obniżając miesięczne tempo dewaluacji złotego względem koszyka pięciu walut. Hanna Gronkiewicz-Waltz dwa razy sama głosowała przeciwko wszystkim członkom RPP w 2000 r., przeciwko wprowadzeniu płynnego kursu złotego. Głosowanie dotyczyło uchylenia uchwał w sprawie tempa kroczącej dewaluacji oraz w sprawie dopuszczalnego przedziału kursów walut obcych²¹.

W kwietniu 2000 r. Rada Ministrów w porozumieniu z RPP podjęła decyzję o pełnym upłynnieniu kursu złotego wobec walut obcych, likwidując przy okazji zarówno kroczącą dewaluację, jak i pasmo wahań²². Tę decyzję uznaje się za drugi sukces NBP pod kierownictwem Hanny Gronkiewicz-Waltz, wskazując na wybór właściwego momentu. Rada Polityki Pieniężnej obniżyła w 1998 r. siedmiokrotnie stopy procentowe – stopę redyskontową z 24% do 15%, a lombardową – z 27% do 20%.

W 1999 r. gospodarka rozwija się wolniej niż zakładał NBP i wolniej niż w 1998 r. – 4,1%. Zwiększył się deficyt sektora finansów publicznych, a wynikało to przede wszystkim z konieczności sfinansowania czterech zasadniczych reform systemowych, podjętych w jednym czasie – reformy finansowania świadczeń emerytalnych, systemu finansowania

²¹ A. Leszczyńska-Paczesna, op. cit., s. 106.

²² Narodowy Bank Polski, Komunikat prasowy Rady Polityki Pieniężnej z dnia 11 kwietnia 2000 r., dotyczący decyzji o pełnym upłynnieniu kursu złotego wobec walut obcych, Warszawa 2000.

opieki zdrowotnej, reformy terytorialnej oraz reformy systemu edukacji. Rok 1999 był pierwszym rokiem, w którym przez cały okres za ustalenie i realizację Założeń polityki pieniężnej odpowiadały organy NBP, powołane do życia na mocy Konstytucji RP z dnia 2 kwietnia 1997 r. oraz Ustawy z dnia 29 sierpnia 1997 r. o Narodowym Banku Polskim. Pierwsza połowa roku przyniosła dobre wyniki – spadek inflacji o 3%. Druga to wysokie ceny żywności, wzrost kursu dolara o 13,6%, deprecjacja złotego – o 4%, wzrost stopy bezrobocia do 13%. Spadek zatrudnienia, szczególnie w sektorze przedsiębiorstw, wydaje się być naturalną konsekwencją osłabienia dynamiki wzrostu gospodarczego i spadku eksportu oraz restrukturyzacji gospodarki, przeciętne wynagrodzenie wzrosło jednak o 37,7%. Od sierpnia (miesiąca, w którym ze względu na kształtowanie się cen artykułów rolnych zazwyczaj występuje obniżenie lub stabilizacja miesięcznego wskaźnika cen towarów i usług konsumpcyjnych) nastąpiło przyspieszenie inflacji.

Na wzrost inflacji w 1999 r. wpłynął też jednak zmniejszony stopień restrykcyjności polityki makroekonomicznej. Znacząca obniżka stóp procentowych w styczniu 1999 r. – stopy referencyjnej z 15,5% do 13%, a lombardowej z 20% na 17% – wynikała nie tylko z niemożności wcześniejszego określenia siły szoków podażowych, które zagroziły osiągnięciu celu inflacyjnego, ale także z tego, że Rada Polityki Pieniężnej, obniżając stopień restrykcyjności polityki pieniężnej, uwzględniła zapowiadane zaostrzenie polityki fiskalnej rządu.

Rok 2000 to kontynuacja trwającego od II połowy 1999 r. wzrostu inflacji, będącego efektem rozluźnienia w II połowie 1998 r. i I połowie 1999 r. polityki pieniężnej oraz bardziej ekspansywnej, niż to zakładano, polityki fiskalnej, a także silnych wstrząsów podażowych na rynku paliw i żywności. Stworzyło to bardzo trudne warunki dla realizacji celu inflacyjnego w 2000 r.

W sierpniu 2000 r. RPP podjęła decyzję o kolejnej podwyżce stóp procentowych. Zwiększenie restrykcyjności polityki pieniężnej w 2000 r. było również niezbędne z uwagi na to, iż wzrost inflacji w I połowie roku był na tyle silny, że zagrożona stawała się realizacja celu średniokresowego. W 2000 r. Narodowy Bank Polski podejmował także działania na rzecz zwiększenia efektywności polityki pieniężnej. Najważniejsze z nich to zakończenie procesu uelastyczniania mechanizmu kursowego. Rada Ministrów 11 kwietnia 2000 r. w porozumieniu z Radą Polityki Pieniężnej podjęła decyzję o wprowadzeniu płynnego kursu złotego wobec walut obcych. Pełne upłynnienie złotego prowadzi do większej skuteczności polityki stóp procentowych. Zwiększa ono także rolę rynku walutowego w określaniu

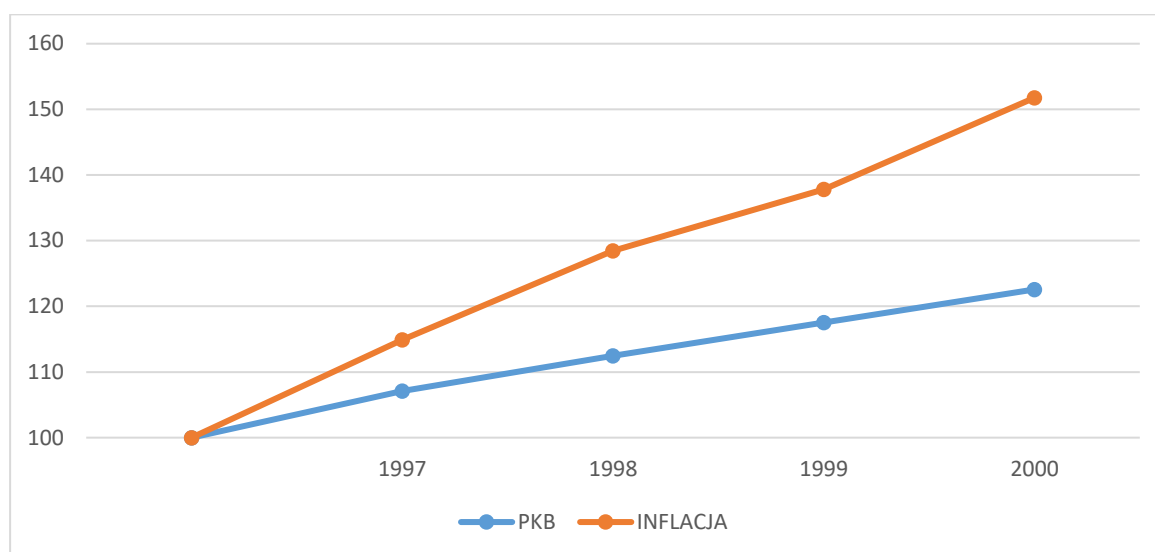
poziomu kursu, co zmniejsza ewentualne zagrożenia związane z pełną liberalizacją transakcji kapitałowych.

W 2000 r. NBP rozpoczął ponadto stopniową sprzedaż obligacji skarbowych, które otrzymał w wyniku przeprowadzonej w 1999 r. konwersji niezbywalnych zobowiązań budżetu wobec banku centralnego. Celem tej sprzedaży było ograniczanie nadpłynności sektora bankowego, co ma również zwiększać skuteczność polityki stóp procentowych. Mimo zwiększenia stopnia restrykcyjności polityki pieniężnej, z uwagi na nieuchronne opóźnienia czasowe między działaniami polityki pieniężnej a ich skutkami dla procesów inflacyjnych, przez siedem miesięcy 2000 r. roczny wskaźnik cen towarów i usług konsumpcyjnych przekraczał 10%, osiągając najwyższy poziom w lipcu, kiedy to wyniósł 11,6%.

Nastąpiła stabilizacja tempa wzrostu gospodarczego w 2000 r. na poziomie z 1999 r. (4,1%) – najniższym od 1994 r., co było bardzo negatywnym zjawiskiem. W tym okresie powinna być mieć miejsce bliższa współpraca między NBP i rządem przy ustalaniu i realizowaniu polityki antyinflacyjnej, w celu zapewnienia koordynacji polityk pieniężnej i fiskalnej – bardziej ekspansywnej, niż to zakładano, polityki fiskalnej. Wskutek luźniejszej od zapowiadanej polityki fiskalnej ciężar zmniejszania inflacji i przywracania równowagi gospodarczej spoczywał na polityce pieniężnej.

Chociaż krótkookresowy cel inflacyjny na 2000 r. nie został zrealizowany, to jednak w II połowie roku nastąpiło trwałe odwrócenie tendencji wzrostu inflacji. Tempo wzrostu cen towarów i usług konsumpcyjnych obniżyło się od lipca do grudnia o 3,1 p.p. do poziomu 8,5%. Tendencja ta utrzymywała się nadal w pierwszych miesiącach 2001 r., co sprzyjało realizacji średniookresowego celu polityki pieniężnej.

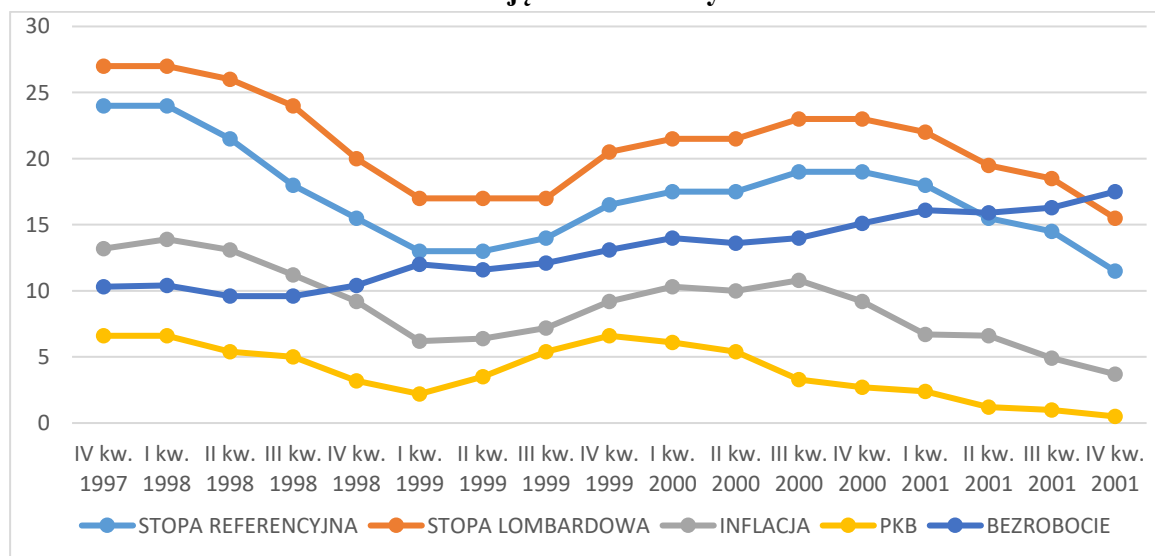
Wykres 4.7. Porównanie PKB i inflacji w latach 1997–2000



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych NBP i GUS.

Wykres 4.7 pokazuje w latach 1998–2000 znacznie większy przyrost inflacji – 51,76% – w porównaniu z PKB, który wzrósł tylko o 22,57%. Walka z inflacją była w tych latach głównym zadaniem NBP.

Wykres 4.8. Wskaźniki stóp procentowych: referencyjnej i lombardowej, inflacji, PKB i bezrobocia w latach 1997–2001 w ujęciu kwartalnym

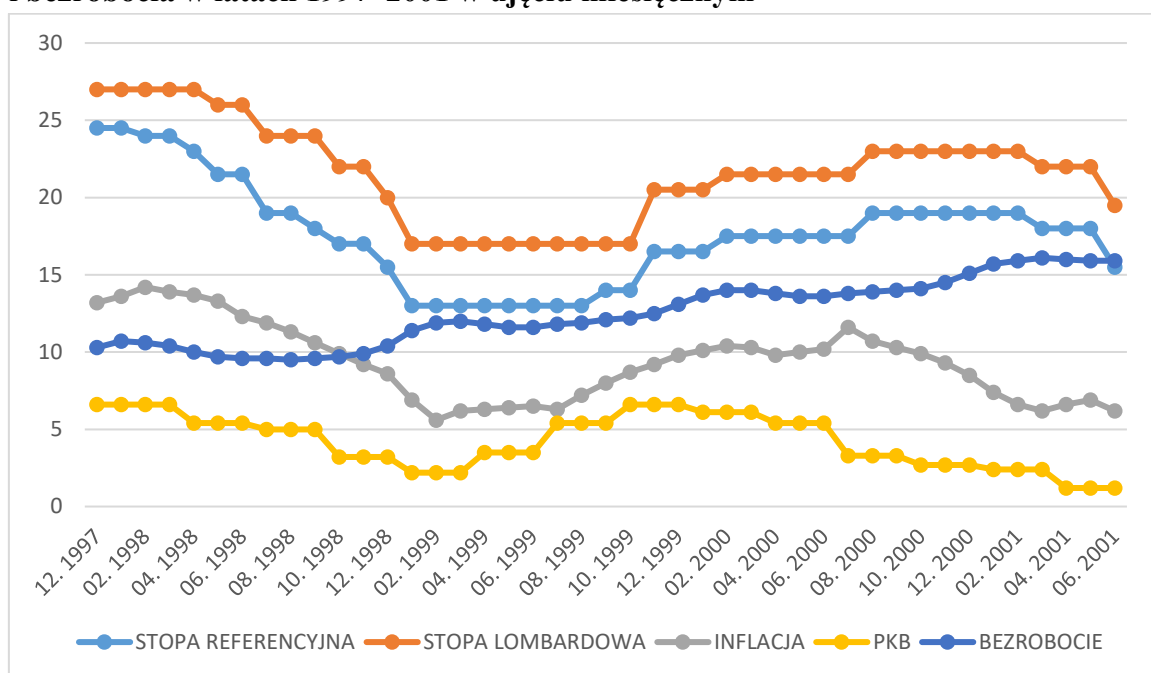


Źródło: opracowanie własne na podstawie danych NBP i GUS.

Wykres jest podsumowaniem lat 1998–2000 i potwierdza zbyt gwałtowną obniżkę stóp procentowych w 1998 i na początku 1999 r., co przyczyniło się po roku do wzrostu inflacji, ale też po początkowym spadku PKB – do jego wzrostu. Niestety inflacja na początku 1999 r. zaczęła na tyle wzrastać, że potrzebna była szybka reakcja NBP i podwyżki

stóp procentowych. To doprowadziło do mocnego spadku PKB, utraty płynności przez przedsiębiorstwa i dużych zwolnień pracowników – wzrostu bezrobocia. Cztery podwyżki stóp procentowych wyhamowały inflację i kolejny prezes NBP mógł w 2001 r. zacząć obniżać stopy procentowe.

Wykres 4.9. Wskaźniki stóp procentowych: referencyjnej i lombardowej, inflacji, PKB i bezrobocia w latach 1997–2001 w ujęciu miesięcznym



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych NBP i GUS.

Stopy procentowe w tym okresie obniżano osiem razy, by w drugiej połowie okresu podnieść je cztery razy:

- 1998 rok: 7 obniżek,
- 1999 rok: 1 obniżka, następnie 2 podwyżki,
- 2000 rok: 2 podwyżki.

W świetle przyjętych kryteriów można uznać, że początkowa skala obniżek stóp procentowych była nadmierna względem późniejszego przebiegu inflacji i sytuacji fiskalnej państwa. W ten sposób częściowo rada przyczyniła się do zagrożenia kryzysem walutowym, które było największe na początku 2000 r. (w maju 2000 r. NBP opublikował informację, że deficyt na rachunku obrotów bieżących w marcu 2000 r. wyniósł 8,4% PKB, po czym nastąpiła mocna przecena złotego – dolar kosztował w pewnym momencie 4,74 zł). Jednocześnie główną zasługą rady było oddalenie groźby kryzysu – dzięki podwyżkom stóp procentowych z przełomu lat 1999–2000. Podwyżka stóp o 600 p.b. z jednej strony

zapewniła zbyt papierom skarbowym, z drugiej jednak przyczyniła się do zdużenia popytu wewnętrznego, co spowodowało ograniczenie importu i wzrost eksportu, wypychanego przez brak zbytu na rynku wewnętrznym²³.

Podwyżka z sierpnia 2000 r. może być oceniana jako reakcja spóźniona lub zbyt silna, biorąc pod uwagę, że proces inflacyjny zaczął już wówczas wyhamowywać. Doprowadziła ona do spadku popytu wewnętrznego i drastycznego obniżenia tempa wzrostu PKB, na co wpływ miały także kłopoty gospodarki związane ze spowolnieniem tempa rozwoju na świecie. Gospodarka zahamowała tak gwałtownie, iż na razie kolejna seria cięć, która stopę interwencyjną obniżyła o połowę, nie przyniosła ożywienia gospodarczego.

Za sukces uważane było upłynnienie złotego, które nastąpiło w 2000 r. Był to krok w kierunku większej równowagi gospodarki, gdyż – na co wskazywały doświadczenia zagraniczne – płynny kurs w znacznym stopniu chroni przed kryzysami. Złoty od 2000 r. mocno zyskał na wartości – poza kilkoma okresami spadku – co szkodziło gospodarce, podrażając polski eksport.

Ocena tego okresu wskazuje, że głównym problemem nie była jeszcze trwała polityzacja procesu decyzyjnego, lecz wysoka niepewność co do właściwego modelu prowadzenia polityki pieniężnej w warunkach transformacji. Przesłanki możliwego oddziaływania czynnika politycznego pozostają tu słabsze niż w późniejszych kadencjach, a zaistniałe spory miały przede wszystkim charakter ustrojowo-transformacyjny i ekonomiczny, będący elementem poszukiwania optymalnej drogi prowadzenia polityki pieniężnej. Z perspektywy politologicznej był to przede wszystkim okres kształtowania się praktyki instytucjonalnej RPP, a nie w pełni ukształtowany model podporządkowania decyzji logice rywalizacji politycznej.

3. Prezes Leszek Balcerowicz – od 10 stycznia 2001 do 10 stycznia 2007

Po ustąpieniu Hanny Gronkiewicz-Waltz z funkcji prezesa Narodowego Banku Polskiego, został wybrany na to stanowisko w 2001 roku Leszek Balcerowicz. Jest to postać zasłużona dla polskiej gospodarki, wcześniej pełniąca funkcję ministra finansów oraz jednego z liderów Unii Wolności. Jego kandydaturę zgłosił prezydent Aleksander Kwaśniewski, a Sejm zaaprobował ją głównie za sprawą głosów posłów z Unii Wolności i

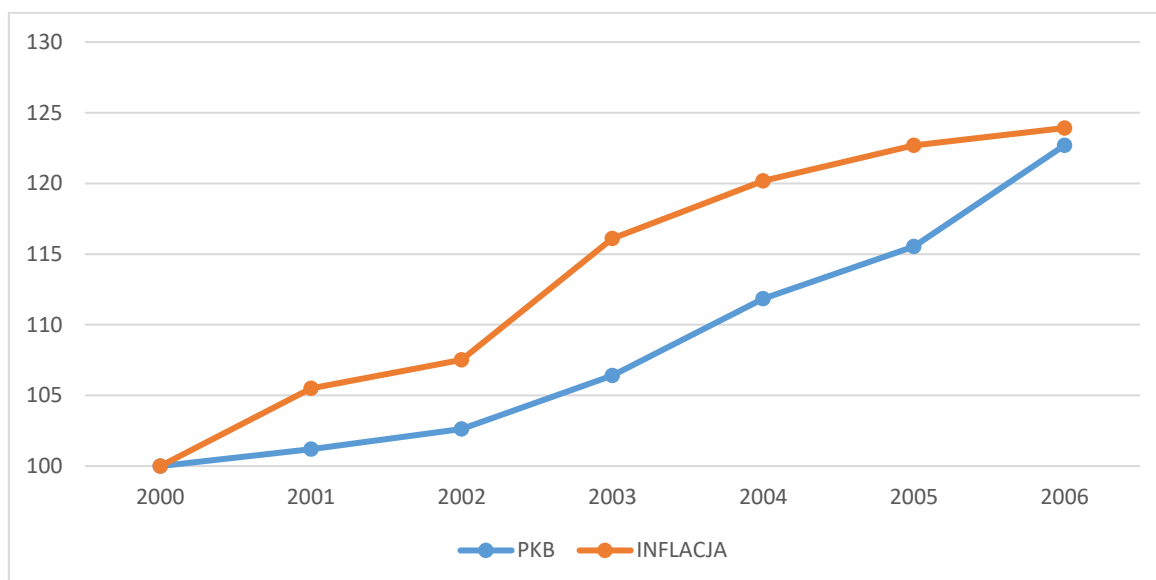
²³ A. Leszczyńska-Paczesna, op. cit., s. 27.

Akcji Wyborczej Solidarność. Analiza tego okresu ma odpowiedzieć na pytanie, czy restrykcyjna polityka pieniężna prowadzona pod przewodnictwem Leszka Balcerowicza była przede wszystkim wyrazem określonej szkoły ekonomicznej, czy też wchodziła w trwałe konflikt z oczekiwaniami politycznymi rządu.

Okres po roku 2001 był czasem, gdy gospodarka Polski znalazła się w fazie stagnacji, charakteryzującej się niskim poziomem wzrostu gospodarczego i relatywnie niską inflacją²⁴. Tempo wzrostu PKB w 2001 roku wyniosło zaledwie 1,2%, co było najniższym od 1991 roku.

Stopa bezrobocia wzrosła do 17,4%, co było najwyższym poziomem od 1999 roku. Spadek zatrudnienia o 2,8% przyczynił się do wzrostu efektywności pracy, ale równocześnie miał negatywne skutki społeczne.

Wykres 4.10. Porównanie PKB i inflacji w latach 2001–2006



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych NBP i GUS.

Leszek Balcerowicz pełniąc funkcję prezesa Narodowego Banku Polskiego (NBP) w latach 2001-2007, w czasie kilku kolejnych rządów, musiał stawić czoła różnym

²⁴ Po roku 2001 gospodarka Polski znalazła się w fazie, która była określana jako stagnacja gospodarcza. Okres ten cechował się niskim poziomem wzrostu gospodarczego oraz szeregiem wyzwań ekonomicznych. Decyzje polityczne oraz polityka gospodarcza mogły mieć wpływ na stabilność gospodarczą kraju. Reformy strukturalne, jakie przeprowadzono w Polsce w latach 90. XX wieku, miały na celu wprowadzenie zasad wolnego rynku i deregulacji, co mogło przyczynić się do pewnych niestabilności krótkoterminowych. Okres po roku 2001 był dla Polski czasem trudności gospodarczych, które wymagały zarówno przystosowania się do zmieniających się warunków międzynarodowych, jak i podejmowania odpowiednich działań wewnętrznych, aby poprawić sytuację gospodarczą kraju.

wyzwaniom gospodarczym i zadaniom związanym z stabilizacją i zarządzaniem polityką pieniężną.

Pod kierownictwem Leszka Balcerowicza inflacja, która początkowo rosła szybciej niż PKB, została zredukowana dzięki restrykcyjnej polityce pieniężnej. W 2001 roku inflacja średnioroczna spadła do poziomu 5,5%, co było blisko dwukrotnym spadkiem w porównaniu do poprzedniego roku. Dzięki podnoszeniu stóp procentowych inflacja została obniżona do poziomu przewidzianego przez Średniookresową strategię polityki pieniężnej na lata 1999-2003²⁵.

NBP wprowadził od 01.12.2001 roku dwa nowe instrumenty: nieoprocentowany kredyt techniczny dla banków oraz możliwość lokowania środków na rynku międzybankowym na okres od zamknięcia do otwarcia systemu rozliczeń międzybankowych. Te działania miały na celu usprawnienie funkcjonowania rynku międzybankowego i zwiększenie jego stabilności.

Wzrost stóp procentowych był kluczowy dla stabilizacji inflacji i waluty.

Prezura Balcerowicza przypadła na okres rządów różnych formacji politycznych, co czasami generowało naciski na NBP w celu zmiany polityki pieniężnej. Balcerowicz musiał operować w warunkach politycznej zmienności, co wymagało zarówno umiejętności dyplomatycznych, jak i niezależności w podejmowaniu decyzji.

W okresie prezesury Leszka Balcerowicza inflacja rosła szybciej niż PKB, jednak walka z nią, obniżanie stóp procentowych i polityka RPP doprowadziły do zmiany trendu (wykres 4.10). To olbrzymi sukces polityki Rady Polityki Pieniężnej, który przełożył się na kolejny okres. Rok 2001 przyniósł również poprawę sytuacji na rynku pieniężnym w Polsce. Inflacja średnioroczna zmniejszyła się do poziomu 5,5%. Blisko dwukrotny spadek wskaźnika inflacji był wynikiem mniejszej dynamiki cen większości podstawowych grup towarów i usług, a zwłaszcza cen żywności i paliw oraz cen w przemyśle i budownictwie. Stabilizacji na rynku pieniężnym towarzyszyło obniżenie stóp procentowych, które w przypadku np. kredytu lombardowego zmniejszyły się z 23% na koniec 2000 r. do 15,5% na koniec 2001 r., a w przypadku kredytu redyskontowego z 19% do 11,5%. W roku 2001

²⁵ Średniookresowa strategia polityki pieniężnej odnosi się do podejścia banku centralnego, które koncentruje się na osiągnięciu określonych celów polityki pieniężnej w średnim horyzoncie czasowym. Charakteryzuje się ona planowaniem i realizacją działań, które mają na celu kontrolowanie inflacji, stabilizację cen, wzrost gospodarczy oraz inne aspekty makroekonomiczne na przestrzeni kilku lat. Kluczową częścią średniookresowej strategii jest transparentność działań banku centralnego oraz regularna komunikacja z rynkiem i społeczeństwem. Jasność w przekazywaniu decyzji i intencji politycznych może wpływać na oczekiwania rynkowe i zachowania gospodarcze.

nastąpiło w stosunku do 2000 r. pogorszenie sytuacji w sferze realnej gospodarki, natomiast poprawa w sferze nominalnej²⁶.

Wraz z pogarszającą się sytuacją gospodarczą, tj. spadającym tempem wzrostu PKB i rosnącą stopą bezrobocia, wzrosło ryzyko kredytowe oraz obniżyła się jakość udzielonych kredytów. Wobec braku interwencji NBP na rynku walutowym kurs złotego w całym 2001 r. kształtował się wyłącznie pod wpływem czynników rynkowych, tj. podaży i popytu na polską walutę – złoty umocnił się zarówno w stosunku do dolara, jak i do euro. Aprecjacja polskiej waluty była m.in. skutkiem prowadzonej przez Narodowy Bank Polski polityki wysokich stóp procentowych.

W 2001 r. Rada Polityki Pieniężnej ani razu nie dokonała obniżki stóp procentowych w skali proponowanej przez przedstawiciela Rady Ministrów uczestniczącego w obradach RPP²⁷.

28 lutego czworo członków RPP – przedstawiciele prezydenta Kwaśniewskiego oraz Janusz Krzyżewski – domagało się większego obniżenia stóp procentowych – o 1,5 p.p. W tym samym dniu członkowie rady wybrani przez Senat oraz Jerzy Pruski wnioskowali o obniżkę stóp o 1 p.p., co również nie przeszło. Rada ostatecznie dokonała obniżki w tym dniu o 1,5 p.p., przy 5 głosach przeciw – decydował głos prezesa. Uzasadnienie niedokonania obniżek zawsze było podobne – że były one przedwczesne lub za wysokie²⁸. Po czym RPP dokonuje w 2001 roku jeszcze 5 obniżek łącznie o 7,5 p.b.

Rok 2002 był drugim rokiem stagnacji gospodarczej, tj. niskiego wzrostu gospodarczego, któremu towarzyszyła niska inflacja. Realny wzrost PKB osiągnął wartość 1,4% przy inflacji średniorocznej na poziomie 1,9%. Tempo wzrostu gospodarczego okazało się zatem nieco wyższe od prognozowanego oraz odnotowanego w 2001 r., jednak nadal jego średnia wartość z 2001 i 2002 r. była najniższa od czasu powrotu gospodarki polskiej na ścieżkę dodatniego wzrostu gospodarczego. Również inflacja osiągnęła poziom nienotowany od początku transformacji systemowej w Polsce. Wskaźnik wzrostu cen dóbr i usług konsumpcyjnych spadł na koniec 2002 r. (w porównaniu do grudnia 2001) nawet poniżej 1%.

W Założeniach polityki pieniężnej na rok 2002 RPP zwracała uwagę m.in. na potrzebę zwiększenia restrykcyjności polityki fiskalnej. Tymczasem w 2002 r. nastąpiły

²⁶ Z. Ofiarski, *Założenia polityki pieniężnej...*, op. cit., s. 12.

²⁷ T. Chmielewski, A. Kocięcki, T. Łyziak, J. Przystupa, E. Stanisławska, M. Walerych, E. Wróbel, *Mechanizm transmisji polityki pieniężnej w Polsce. Stan wiedzy w 2019 roku*, Warszawa 2019, s. 14.

²⁸ A. Wojtyła, *Szkice o polityce pieniężnej*, op. cit., s. 237–239.

zmiany w kierunku przeciwnym. Niższa dynamika PKB oddziaływała przede wszystkim w kierunku obniżenia presji inflacyjnej w gospodarce. Obniżenie to, a także korzystna sytuacja cenowa na rynku żywności i względnie niski wzrost cen kontrolowanych były na tyle silnie, że zneutralizowały proinflacyjny wpływ, jaki wywierały zarówno poprawa salda obrotów bieżących, jak i rozluźnienie polityki fiskalnej.

W 2002 r. Narodowy Bank Polski, po raz czwarty z rzędu, nie osiągnął rocznego celu inflacyjnego ustalonego przez Radę Polityki Pieniężnej w Założeniach polityki pieniężnej.

W warunkach postępującego spadku inflacji oraz ograniczenia presji inflacyjnej w gospodarce RPP 26 czerwca 2002 r. dokonała obniżenia celu inflacyjnego do poziomu 3%, pozostawiając wcześniej przyjęty przedział tolerancji dla odchylenia wskaźnika inflacji od celu (± 1 p.p.). Jako główną przyczynę obniżenia celu rada wskazała niespodziewanie pomyślnie ukształtowanie się poziomu cen żywności i napojów bezalkoholowych oraz cen kontrolowanych. Podstawowe znaczenie dla zmiany celu miały natomiast czynniki popytowe, kształtujące się m.in. pod wpływem polityki pieniężnej. Według danych GUS faktyczny wzrost cen towarów i usług konsumpcyjnych w 2002 r. (grudzień do grudnia) wyniósł 0,8%. Kształtował się on zatem o 2,2 p.p. poniżej zmienionego celu inflacyjnego i o 1,2 p.p. poniżej dolnej granicy ustalonego przez RPP przedziału tolerancji. W grudniu 2001 r. wskaźnik inflacji wynosił 3,6%. W ciągu 12 miesięcy uległ więc obniżeniu o 2,8 p.p.

Przy uchwalaniu zmiany założeń polityki pieniężnej na rok 2002, polegającej na zmianie celu inflacyjnego, dopuszczono się uchybienia proceduralnego. Prezes NBP nie przesłał bowiem projektu przedmiotowej uchwały Radzie Ministrów i ministrowi finansów. Tymczasem Ustawa o NBP zobowiązuje prezesa NBP do przesłania tym adresatom projektów założeń polityki pieniężnej. Ta sama procedura powinna być stosowana zarówno przy uchwalaniu pierwotnej treści założeń, jak i jej zmian, dokonywanych przecież w oparciu o tę samą podstawę prawną (tj. art. 12 ust. 1 Ustawy o NBP)²⁹.

W 2002 r. RPP dokonała 8 obniżek nominalnych stóp procentowych. W ich wyniku kluczowa z punktu widzenia polityki pieniężnej stopa referencyjna uległa w ujęciu nominalnym zmniejszeniu z 11,5% do 6,75%, tj. o 4,75 p.p. Jej realny spadek był jednak ponad 2,5 razy niższy od nominalnego. Średnia miesięczna realna stopa referencyjna uległa obniżeniu z 7,63% w grudniu 2001 r. do 5,90% w grudniu 2002 r., tj. o 1,73 p.p. Mimo tych obniżek poziom realnych stóp procentowych banku centralnego w grudniu 2002 r. pozostawał nadal jednym z najwyższych w Europie.

²⁹ C. Kosikowski, *Finanse publiczne i prawo finansowe – realia i perspektywy zmian*, Białystok, 2012, s. 215–217.

30 stycznia 2002 r. przedstawiciele prezydenta w RPP wnioskowali o obniżenie stopy referencyjnej o 2 p.p. i stopy lombardowej o 2,5 p.p. Przegrali. W tym samym dniu trójka wybrana przez Senat złożyła wniosek o obniżkę stopy referencyjnej o 1 p.p. i także przegrała. Ostatecznie obniżono w tym dniu stopę referencyjną o 1,5 p.p., a lombardową o 2 p.p., przy 5 głosach przeciwnych – decydował głos prezesa. W marcu i kwietniu na posiedzeniach rady członkowie będący przedstawicielami prezydenta wnioskowali o kolejne obniżki stóp procentowych i dwukrotnie przegrywali. Obniżono ostatecznie w kwietniu stopę referencyjną o 0,5 p.p., a stopę redyskontową weksli o 0,5% – stosunkiem głosów 5 do 4.

Podobnie 29 maja oraz 26 czerwca przedstawiciele prezydenta ponownie wnioskowali o obniżki stóp o 0,75 p.p. oraz o 1 p.p. Ostatecznie obniżono w tych dniach stopy o 0,5 p.p. Te same osoby, przy wsparciu Janusza Krzyżewskiego, złożyły 19 lipca wniosek o obniżenie wszystkich stóp procentowych o 0,5 p.p., co nie przeszło. 28 sierpnia, po wcześniejszym odrzuceniu wniosku G. Wójtowicza i W. Ziółkowskiej o obniżkę stopy referencyjnej o 0,75 p.p. i stopy lombardowej o 1 p.p., obniżono stopę referencyjną, redyskontową weksli i kredytów refinansowych o 1 p.p. Ostatni taki wniosek przedstawiciele prezydenta wspartych przez J. Krzyżewskiego w 2002 r. o obniżenie wszystkich stóp procentowych o 0,5 p.p. nie uzyskał większości głosów 27 listopada. Przegłosowano w tym dniu obniżkę o 0,25 p.p., przy 5 głosach przeciwnych – decydował głos prezesa. Brak wyższych obniżek uzasadniano podobnie – że są przedwczesne i za duże³⁰.

Po dwóch latach stagnacji, tj. okresu charakteryzującego się niską stopą wzrostu gospodarczego i inflacji, w 2003 r. nastąpiło wyraźne ożywienie gospodarcze. Realne tempo wzrostu PKB wyniosło w 2003 r. 3,7% wobec 1,2% i 1,4% odpowiednio w 2001 i 2002 r. Gospodarka polska zaczęła się szybciej rozwijać już w ostatnim kwartale 2002 r., kiedy to realne tempo wzrostu PKB przekroczyło 2% (w stosunku do analogicznego kwartału z roku poprzedniego). W kolejnych kwartałach 2003 r. wskaźniki realnego wzrostu PKB były coraz wyższe. Według Głównego Urzędu Statystycznego (GUS) w ostatnim kwartale 2003 r. wskaźnik ten osiągnął wartość 4,6%.

Wzrost gospodarczy nie spowodował jednak poprawy sytuacji na rynku pracy. Stopa bezrobocia utrzymała się w 2003 r. na bardzo wysokim poziomie z 2002 r., tj. 18,0% (20% z uwzględnieniem wyników spisu powszechnego z 2002 r.), a przeciętne zatrudnienie w

³⁰ J. Niedźwiedzińska, G. Wesołowski, *Strategia celu dla nominalnego PKB jako alternatywa dla strategii celu inflacyjnego*, Warszawa 2012.

gospodarce narodowej zmniejszyło się o 200 tys. osób, tj. z 8,7 mln osób w 2002 r. do 8,5 mln osób w 2003 r.

Rok 2003 był ostatnim rokiem realizacji uchwalonej przez RPP w 1998 r. Średniookresowej strategii polityki pieniężnej na lata 1999–2003. W strategii tej założono obniżenie stopy inflacji do poziomu poniżej 4% do końca 2003 r. Kierując się tą strategią, RPP zdecydowała, że celem polityki pieniężnej w 2003 r. będzie osiągnięcie na koniec roku inflacji na poziomie 3%. Jednocześnie ustalone zostały granice tolerancji dla ewentualnego odchylenia wskaźnika inflacji od wyznaczonego celu wynoszące ± 1 p.p.

Według danych GUS faktyczny wzrost cen towarów i usług konsumpcyjnych w grudniu 2003 r. (w stosunku do grudnia 2002 r.) wyniósł 1,7%. Oznacza to, że zasadniczy cel ustalony w Średniookresowej strategii został zrealizowany. Natomiast grudniowy wskaźnik kształtował się o 1,3 p.p. poniżej centralnego punktu wyznaczonego jako cel inflacyjny na rok 2003 oraz o 0,3 p.p. poniżej dolnej granicy ustalonego przez RPP przedziału tolerancji. Odchylenie to należy uznać za nieznaczne, zważywszy, że do jego powstania przyczynił się głównie mniejszy od oczekiwanego przez RPP wzrost cen towarów i usług kontrolowanych, pozostających poza sferą oddziaływania NBP za pomocą instrumentów polityki pieniężnej.

W 2003 r. RPP dokonała 6 obniżek stóp procentowych, wszystkich w I półroczu, gdy prognozy inflacyjne NBP nie wykazywały zagrożenia znacznym wzrostem cen w 2003 r. oraz w latach następnych. Stopa lombardowa została przez RPP obniżona z 8,75% do 6,75%, stopa referencyjna z 6,75% do 5,25%, a stopa depozytowa z 4,75% do 3,75%. Już w styczniu ta sama czwórka członków RPP, co w latach poprzednich, wnioskuje o obniżenie wszystkich stóp procentowych o 0,5 p.p. i nie uzyskali większości. Obniżono w tym dniu ostatecznie wszystkie stopy o 0,25 p.p. Podobnie było 26 lutego. 24 kwietnia nie przeszedł wniosek tych samych osób o obniżenie stopy referencyjnej o 0,5 p.p. Przegrał też, stosunkiem głosów 3 do 6, Leszek Balcerowicz z wnioskiem o obniżenie stopy referencyjnej o 0,25 p.p. Ostatecznie w tym dniu, głosami 5 do 4, przeszły jednak wnioski o obniżenie stopy referencyjnej o 0,25 p.p., kredytów refinansowych o 0,5 p.p. i stopy redyskontowej weksli o 0,25 p.p.; stopę lombardową pozostawiono bez zmian. 27 sierpnia nie uzyskał większości wniosek o obniżenie wszystkich stóp procentowych o 0,25 p.p.

Od 2001 r. stopy procentowe banku centralnego były obniżane dwudziestokrotnie. Stopa lombardowa została w tym okresie obniżona o 16,25 p.p. (z 23% do 6,75%), a stopa referencyjna o 13,75 p.p. (z 19% do 5,25%). Cykl obniżania stóp procentowych został zakończony w czerwcu 2003 r. Wówczas wyniki prognoz inflacyjnych NBP zaczęły

wskazywać na możliwość wzrostu inflacji powyżej centralnego punktu celu inflacyjnego na rok 2004, ustalonego jako $2,5\% \pm 1$ p.p. Za zwiększoną ostrożnością rady przemawiały dodatkowo wyższy niż przewidywano wzrost gospodarczy w Polsce, deprecjacja złotego w stosunku do euro, wysoki wzrost sumy pieniądza gotówkowego w obiegu, rosnące ceny ropy naftowej na rynkach światowych oraz rosnąca niepewność co do bieżącej i przyszłej sytuacji finansów publicznych.

Pozytywne efekty obniżania stóp procentowych przez NBP były dotąd ograniczane wskutek polityki cenowej banków komercyjnych, prowadzonej niezależnie od banku centralnego.

W całym 2003 r. obowiązywał mechanizm płynnego kształtowania kursu złotego w stosunku do walut obcych, wprowadzony decyzją Rady Ministrów z dnia 11 kwietnia 2000 r. Ani RPP, ani rząd nie podejmowali inicjatyw mających doprowadzić do zmiany zasad ustalania kursu złotego.

Pozytywnie oceniam podjęcie przez NBP współpracy z rządem i Związkiem Banków Polskich, która doprowadziła do zawarcia w dniu 30 października 2003 r. dwóch porozumień, mających na celu wypracowanie rozwiązań służących zwiększeniu dostępności do kredytów bankowych dla polskich przedsiębiorstw i jednostek samorządu terytorialnego oraz stworzenie warunków do jak najlepszego wykorzystania środków pomocowych z Unii Europejskiej, a także zmniejszenie obciążeń banków wynikających z restrykcyjnych dotąd zasad tworzenia rezerw na ryzyko związane z ich działalnością.

W końcu 2003 r. podjęto także działania zmierzające do wznowienia współpracy NBP i Ministerstwa Finansów w ramach Międzyresortowej Grupy Roboczej ds. Integracji z Unią Europejską.

W wyniku przeprowadzonego w 2002 r. Narodowego Spisu Powszechnego Ludności i Mieszkań (NSP) oraz Powszechnego Spisu Rolnego (PSR) Główny Urząd Statystyczny (GUS) dokonał w 2003 r. ważnej korekty dotyczącej bezrobocia. Według NSP i PSR liczba pracujących w indywidualnych gospodarstwach rolnych wyniosła w 2002 r. 2,4 mln, podczas gdy w dotychczasowych szacunkach przyjmowano, że wynosi ona 4,1 mln.

Stopa bezrobocia na koniec 2003 r. – porównywalna metodologicznie z prognozą – wyniosła 18,0% (środek przedziału założonego w ustawie). Po uwzględnieniu wyników NSP i PSR stopa ta wyniosła jednak 20%. Rok 2003 był rokiem zahamowania wzrostu stopy bezrobocia, trwającego nieprzerwanie od 1997 r. W okresie 1997–2002 stopa ta zwiększyła się z poziomu 10,3 do 18,0%.

Przystąpienie Polski do UE w 2004 r. miało wpływ zarówno na sferę realną, jak i nominalną gospodarki. Zwiększony popyt związany z zakupami dokonywanymi w okresie przed przystąpieniem do UE spowodował przyrost kwartalnego tempa wzrostu PKB do 7%. Przejściowo również wzrosła inflacja, której tempo ponownie zaczęło maleć pod koniec 2004 r. Według GUS wskaźnik wzrostu cen towarów i usług konsumpcyjnych ogółem w poszczególnych miesiącach 2004 r. wahał się w przedziale od 1,6% (w styczniu) do 4,6% (w lipcu i sierpniu). Wzrost cen żywności mógł być związany z przystąpieniem Polski do Unii Europejskiej. Wzrost cen paliw był natomiast skutkiem wzrostu cen ropy naftowej na rynkach światowych. Zgodnie z danymi Ministerstwa Finansów wyższa, niż zakładano, inflacja w 2004 r. wpłynęła na podwyższenie wielkości dochodów budżetu państwa o ok. 1,9 mld zł.

W 2004 r. zostali powołani nowi członkowie Rady Polityki Pieniężnej, większość z SLD. Rada trzykrotnie podniosła stopy procentowe, łącznie o 1,25 p.p. Były to pierwsze podwyżki stóp od sierpnia 2000 r. Stopa lombardowa została podniesiona z 6,75% do 8,0%, stopa referencyjna z 5,25% do 6,5%, a stopa depozytowa z 3,75% do 5,0%.

W uzasadnieniach decyzji o podwyżkach stóp z czerwca i lipca 2004 r. RPP wskazała na szereg czynników stanowiących potencjalne zagrożenia inflacyjne. W sierpniu stwierdziła natomiast, że czynnikami, który zadecydowały o podniesieniu oprocentowania instrumentów polityki pieniężnej o 0,5 p.p. były wyniki sierpniowej projekcji inflacji³¹.

30 czerwca nie przeszedł wniosek przedstawiciela Sejmu z PSL Mirosława Pietrewicza o podwyższenie stóp procentowych o 0,25 p.p. – przegrał 1 do 9. 28 lipca prezes Balcerowicz przegrał 2 do 8 wniosków o podwyższenie wszystkich stóp procentowych o 0,5 p.p. Podwyższono je o 0,25 p.p.

Bank centralny prowadził w 2004 r. wyłącznie operacje podstawowe, polegające na emisji 14-dniowych bonów pieniężnych NBP. Operacje te były zasadniczym instrumentem polityki pieniężnej, oddziałującym na kształtowanie się stóp procentowych na rynku międzybankowym na poziomie pożądanym przez NBP z punktu widzenia realizacji założonego celu inflacyjnego. W 2004 r., po początkowej deprecjacji w stosunku do euro i dolara amerykańskiego, nastąpiła silna aprecjacja złotego w stosunku do obu tych walut. Bank centralny nie prowadził w 2004 r. interwencji walutowych.

Jako poprawną oceniam współpracę między NBP a rządem w zakresie ustalania i realizacji polityki gospodarczej państwa w 2004 r. Utrzymywane były wzajemne kontakty

³¹ Ancyparowicz G., *Consumer finance w Polsce*, 2014, s. 26.

zarówno na szczeblu kierowniczym, jak i w formie współpracy roboczej, np. w ramach Komitetu Zarządzania Długiem Publicznym. Jednym z efektów współpracy była zmiana systemu lokat Ministerstwa Finansów, prowadząca do rozpoczęcia lokowania środków na rynku za pośrednictwem Banku Gospodarstwa Krajowego.

W 2005 r. stopa wzrostu PKB według danych GUS wyniosła 3,3%. Była ona wyraźnie niższa niż w roku poprzednim, kiedy to wyniosła 5,1%. Pomimo to rok 2005 był okresem powolnego rozpędzania się gospodarki. W przeciwieństwie do 2004 r. wskaźniki wzrostu były w kolejnych kwartałach 2005 r. były coraz wyższe. W 2005 r. nastąpiło również odwrócenie rosnącej tendencji inflacji z 2004 r. W 2004 r. inflacja średnioroczna wyniosła 3,5% przy wskaźnikach kwartalnych rosnących z 1,6% w I kwartale do 4,4% w IV kwartale. W 2005 r. średnioroczna inflacja wyniosła jedynie 2,1% przy wskaźnikach kwartalnych malejących z 3,6% w I kwartale do 1,1% w IV kwartale.

W 2005 r. gospodarka polska, po przejściowym okresie wyższego wzrostu gospodarczego związanego z przystąpieniem do Unii Europejskiej, wróciła na ścieżkę około 4% wzrostu przy niskiej inflacji. Liczba bezrobotnych zarejestrowanych w urzędach pracy na koniec 2005 r. wyniosła 2,8 mln, a stopa bezrobocia – 17,6%. Stopa bezrobocia w 2005 r. zmniejszyła się, począwszy od 2004 r. – wróciła ona do poziomu zbliżonego do 2001 r.

Utrzymująca się wysoka stopa bezrobocia ograniczała żądania płacowe, dzięki czemu zredukowana została presja popytowa i nie wystąpiły nadmierne oczekiwania inflacyjne wymieniane w Założeniach jako zagrożenie wzrostu cen. Wskaźnik CPI w grudniu 2005 r. był o 3,7 p.p. niższy niż na koniec 2004 r. Na początku 2005 r. (w styczniu i lutym) wskaźnik ten nieznacznie przekraczał górną granicę dopuszczalnych odchyłeń od celu inflacyjnego o 0,1–0,2 p.p. Natomiast w czerwcu, lipcu, listopadzie i grudniu wskaźnik ten był niższy od dolnej granicy dopuszczalnych odchyłeń od celu inflacyjnego o 0,1–0,8 p.p.

Spadek inflacji od czerwca 2005 r. do poziomu dolnej granicy dopuszczalnego przedziału wahań celu inflacyjnego spowodowany był ustąpieniem efektów szoku cenowego po wstąpieniu Polski do Unii Europejskiej. Nastąpiło istotne obniżenie cen żywności i napojów bezalkoholowych, a także wpływ na to miało zacieśnienie polityki pieniężnej prowadzonej przez NBP w 2004 r. Podjęte wówczas, w warunkach rosnącej bieżącej inflacji, decyzje o podwyżkach stóp procentowych miały zapobiec pojawieniu się efektów związanych ze wzrostem presji płacowej i w konsekwencji utrwaleniem się inflacji na poziomie znacznie przekraczającym cel inflacyjny. Obniżenie wskaźnika inflacji w listopadzie i grudniu 2005 r. poniżej dolnej granicy dopuszczalnego przedziału wahań celu

inflacyjnego związane było z nieprzewidywanym obniżeniem cen towarów importowanych w związku z aprecjacją złotego, wstrzymaniem importu polskiej żywności przez Rosję oraz ze spadkiem popytu na mięso drobiowe (efekt ptasiej grypy). Obniżeniu inflacji w całym 2005 r. sprzyjało także niskie tempo wzrostu PKB.

W całym 2005 r. proinflacyjnie oddziaływał silny wzrost cen ropy naftowej na rynkach światowych. Jego przeniesienie na wzrost cen paliw w kraju było jednak ograniczone z powodu aprecjacji kursu złotego. Kształtowanie się od czerwca 2005 r. wskaźnika „inflacji netto” (po wyłączeniu ze wskaźnika CPI cen żywności i paliw) na poziomie wskaźnika CPI świadczy o ustąpieniu wzmacniającego łącznego wpływu zmian cen żywności i paliw na wielkość inflacji³².

Oznacza to, że proinflacyjny wpływ cen paliw był neutralizowany przez antyinflacyjny wpływ cen żywności. Spadek cen żywności był głównym czynnikiem decydującym o ukształtowaniu się pod koniec roku inflacji poniżej celu.

Przez większą część 2005 r. RPP prowadziła łagodną politykę pieniężną ze względu na spadek bieżącej inflacji. W tych warunkach w 2005 r. stopy procentowe zostały obniżone pięciokrotnie łącznie o 2,00 p.p. (stopę redyskonta weksli obniżono o 2,25 p.p.). Pomimo to realna średnioroczna stopa procentowa wzrosła o 0,9 p.p., co było skutkiem zmniejszenia średniorocznej stopy procentowej w 2005 r. (w operacjach otwartego rynku) o 0,5 p.p., przy jednoczesnym obniżeniu średniorocznego wskaźnika inflacji o 1,4 p.p. Oznaczało to, że przy realnej aprecjacji złotego poziom restrykcyjności polityki w 2005 r. był wyższy niż rok wcześniej³³.

W 2006 r. gospodarka polska osiągnęła wskaźnik wzrostu gospodarczego 6,2%. Był on wyższy niż w 2005 r. (3,3%) i 2004 (5,1%) – i był to najwyższy wskaźnik wzrostu od 1997 r. Gospodarka polska znalazła się na drodze przyśpieszającego wzrostu gospodarczego od początku 2005 r. – o czym świadczą kolejne kwartalne wskaźniki wzrostu gospodarczego w okresie 2005–2006. Przy tak dynamicznym wzroście gospodarczym inflacja utrzymywała się w 2006 r. w granicach 1%. Była zatem mniejsza niż w 2005 r. (2,1%) i zbliżyła się do najniższego poziomu w całym okresie transformacji (2003 r. – 0,8%). W przeciwieństwie do 2005 r. – kiedy to inflacja malała w kolejnych kwartałach – w 2006 r. inflacja powoli rosła od 0,6% w I kwartale do 1,3% w IV kwartale.

³² I. Kraś, op. cit., s. 178.

³³ K. Łach, op. cit., s. 23.

Rok 2006 był zatem korzystny pod względem kształtowania się podstawowych wielkości makroekonomicznych. Wyższe od zakładanego było również tempo wzrostu inwestycji.

Znaczący spadek inflacji na początku 2006 r. był kontynuacją trendu rozpoczętego w czerwcu 2005 r., związanego z ustąpieniem efektów szoku cenowego związanego z przystąpieniem Polski do Unii Europejskiej w 2004 r. Wzrost inflacji w II połowie roku związany był z niekorzystnymi warunkami produkcji roślinnej w lecie 2006 r. (susza), a ponadto ze stabilnym i wysokim wzrostem popytu mierzonego spożyciem indywidualnym (5,2%), stanowiącym istotny czynnik wzrostu gospodarczego. Zaczęły także ujawniać się skutki obniżenia stóp procentowych, jakie miały miejsce w 2005 r.

W całym 2006 r. na obniżenie inflacji wpływał znaczący spadek cen odzieży i obuwia oraz niski wzrost cen pozostałych towarów i usług konsumpcyjnych, głównie na skutek obniżania się cen towarów importowanych z krajów o niskich kosztach wytwarzania. W całym 2006 r. proinflacyjnie oddziaływał wzrost cen energii elektrycznej i gazu ziemnego regulowanych przez prezesa Urzędu Regulacji Energetyki.

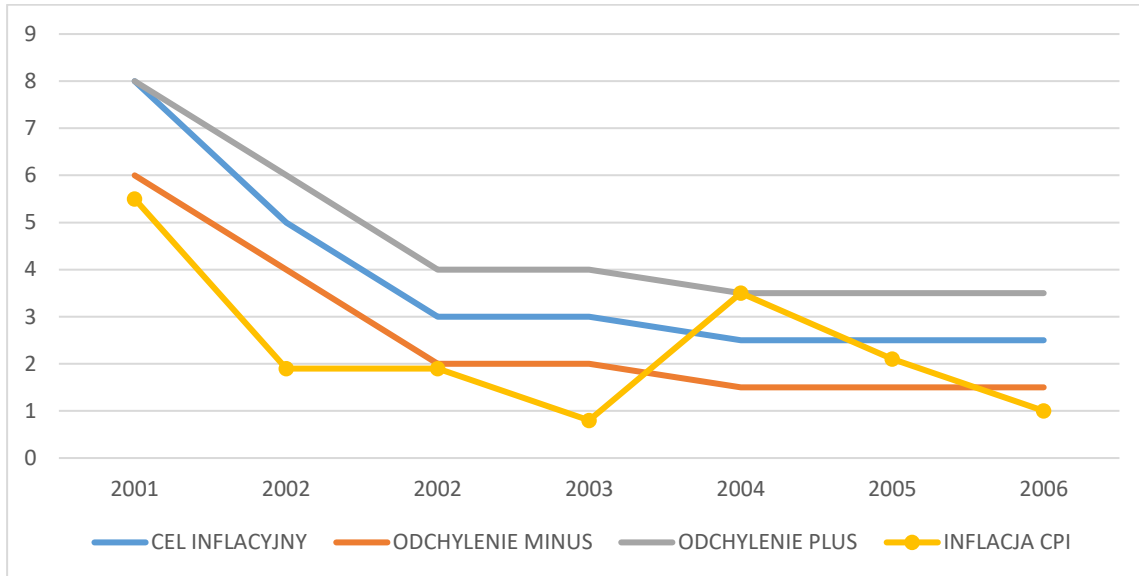
Stopy procentowe w 2006 roku zostały obniżone dwukrotnie, łącznie o 0,50 p.p. W grudniu 2006 r. wskaźnik inflacji r/r wzrósł o 0,7 p.p. w porównaniu do grudnia 2005 r., a poziom realnych stóp procentowych NBP uległ obniżeniu o 1,2 p.p. Także realna średnioroczna stopa procentowa była niższa o 0,09 p.p., co było skutkiem zmniejszenia średniorocznej stopy procentowej w 2006 r. (w operacjach otwartego rynku) o 1,19 p.p., przy jednoczesnym obniżeniu średniorocznego wskaźnika inflacji o 1,1 p.p.

W II połowie roku RPP nie obniżała stóp procentowych. Rada Polityki Pieniężnej podejmowała decyzje między innymi na podstawie publikowanych przez NBP projekcji inflacji, które od II połowy roku wskazywały na możliwość wzrostu inflacji powyżej celu inflacyjnego w latach 2007–2009. Prezes Balcerowicz przegrywał trzy razy głosowanie wniosków o podwyższenie stóp procentowych o 0,25 p.p. w październiku i listopadzie wynikiem 4 do 6, a w grudniu – 4 do 5.

W 2006 r. złoty uległ umocnieniu zarówno w stosunku do dolara amerykańskiego, jak i do euro. Ówczesna aprecjacja kursu wpłynęła na obniżenie cen importu i w ten sposób na osłabienie inflacji. Według danych NBP zmiany kursu walutowego wpłynęły na zmniejszenie wskaźnika inflacji w kolejnych kwartałach 2006 r. maksymalnie o 0,2 p.p. Ponadto kształtowanie się kursów w 2006 r. wpłynęło korzystnie na poziom długu publicznego.

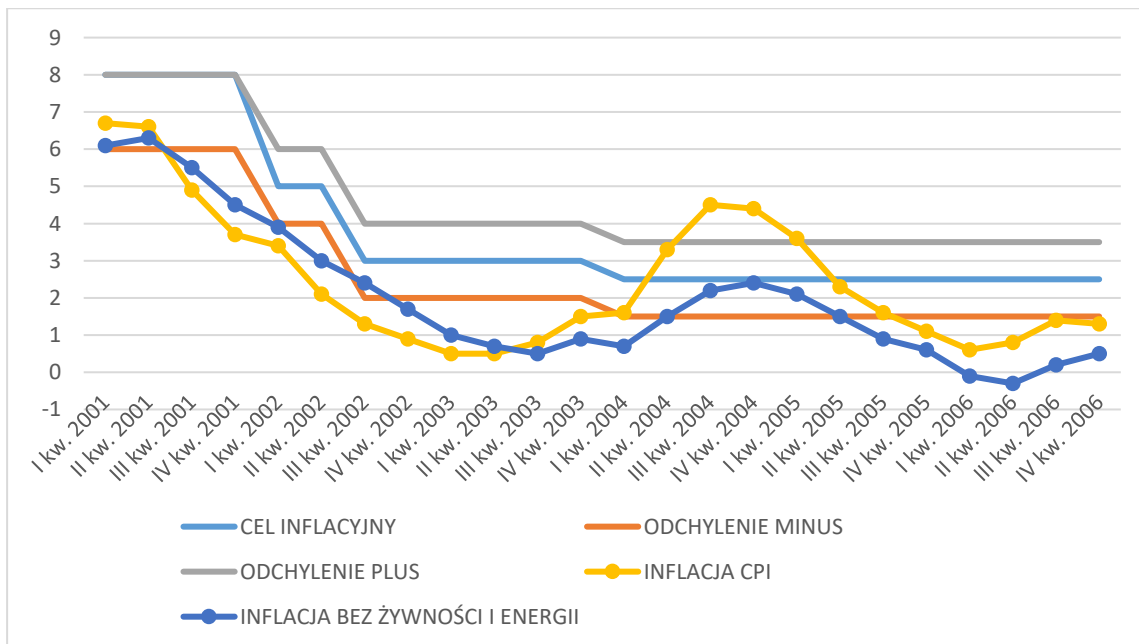
Znaczne wahania kursu złotego i jego umocnienie w 2006 r. oddziaływały na obniżenie konkurencyjności cenowej polskich towarów za granicą.

Wykres 4.11. Porównanie założeń i realizacji celu inflacyjnego w latach 2001–2006



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych NBP i GUS.

Wykres 4.12. Porównanie założeń i realizacji celu inflacyjnego w latach 2001–2006 w ujęciu kwartalnym



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych NBP i GUS.

Wykres 4.12. obrazuje brak realizacji celu inflacyjnego w latach 2001–2006, z wyjątkiem lat 2004–2005. Z zadeklarowanych planów zmian w realizacji polityki pieniężnej

w latach 1998–2004 poważną część udało się zrealizować, choć warunki zewnętrzne i wewnętrzne funkcjonowania gospodarki nie zawsze były korzystne. Utrudniało je zagrożenie kryzysem walutowym w 1998 r., osłabienie koniunktury światowej w latach 2000–2001 i wzrost cen paliw na rynkach światowych. W 1999 r. wprowadzono kosztowne reformy sektora publicznego. Sytuacja w zakresie deficytu budżetowego także do 2002 r. budziła wątpliwości, czy prowadzone od 1998 r. negocjacje Polski dotyczące członkostwa w UE zakończą się sukcesem, zachodziły bowiem obawy co do spełnienia nominalnych kryteriów konwergencji – fiskalnych i inflacyjnych. Jednak poprawa koniunktury gospodarczej od 2003 r. i determinacja władz doprowadziły do akcesji Polski w struktury UE w maju 2004 r.

Założony średniookresowy cel inflacyjny w 2003 r. udało się zrealizować, ponieważ inflacja spadła poniżej 4%. Nie oznaczało to jednak, że wszystkie rezultaty lat 1998–2004, a także lat późniejszych, można uznać za satysfakcjonujące. Przede wszystkim należy podkreślić dużą zmienność inflacji. Dwukrotnie proces stopniowej dezinflacji został przerwany i inflacja wzrosła powyżej przewidywanych wielkości. Zdarzenia te miały miejsce między lutym 1999 r. a lipcem 2000 r. oraz między kwietniem 2003 r. a lipcem 2004 r. Kolejne przyspieszenie inflacji wystąpiło w latach 2006–2007, choć polska inflacja należała do najniższych w Europie, a jednocześnie bardzo dobre były rezultaty makroekonomiczne dotyczące PKB (6%), popytu i bezrobocia w 2006 r.

Analiza informacji o zgodności założeń i realizacji celów inflacyjnych prowadzi generalnie do wniosku, że obie te wielkości w całym okresie rozmijały się w mniejszym lub większym stopniu, również pod względem kierunku. Inflacja rzeczywista kształtowała się poniżej lub powyżej pasma w latach 1999–2006.

Na podstawie przedstawionych rozważań dotyczących skuteczności polityki pieniężnej prowadzonej przez NBP można stwierdzić, że kontrola inflacji po zmianie strategii nadal sprawiała problemy władzy monetarnej. Mimo poprawy niezależności i przejrzystości banku centralnego w Polsce wiele czynników, często niezależnych od NBP, zakłócało realizację tej polityki, wystawiając ją na krytykę (głównie polityczną) ze względu na wysokie stopy procentowe i priorytet inflacji, a drugorzędne traktowanie problemów wzrostu gospodarczego. Widać tu ewidentny brak współpracy z rządem.

Niewątpliwie ocenie polityki pieniężnej przełomu XX i XXI w. zaszkodził też aspekt psychologiczny – interpretowanie w Polsce strategii BCI jako koncepcji pozwalającej samodzielnie kontrolować inflację przez bank centralny, a w konsekwencji przesuwanie na NBP całego ciężaru odpowiedzialności za jej wysokość. Bez wsparcia ze strony drugiego

uczestnika polityki makroekonomicznej – Ministerstwa Finansów – niełatwo było realizować cele inflacyjne w sytuacji rosnących wielkości deficytu sektora finansów publicznych.

Prof. Leszek Balcerowicz, postać niewątpliwie wyróżniająca się na polskiej scenie politycznej, to człowiek, który regularnie zajmował pierwsze miejsce w rankingach nieufności społeczeństwa, publikowanych w „Gazecie Wyborczej” – której z pewnością nie można posądzić o negatywne nastawienie do Balcerowicza.

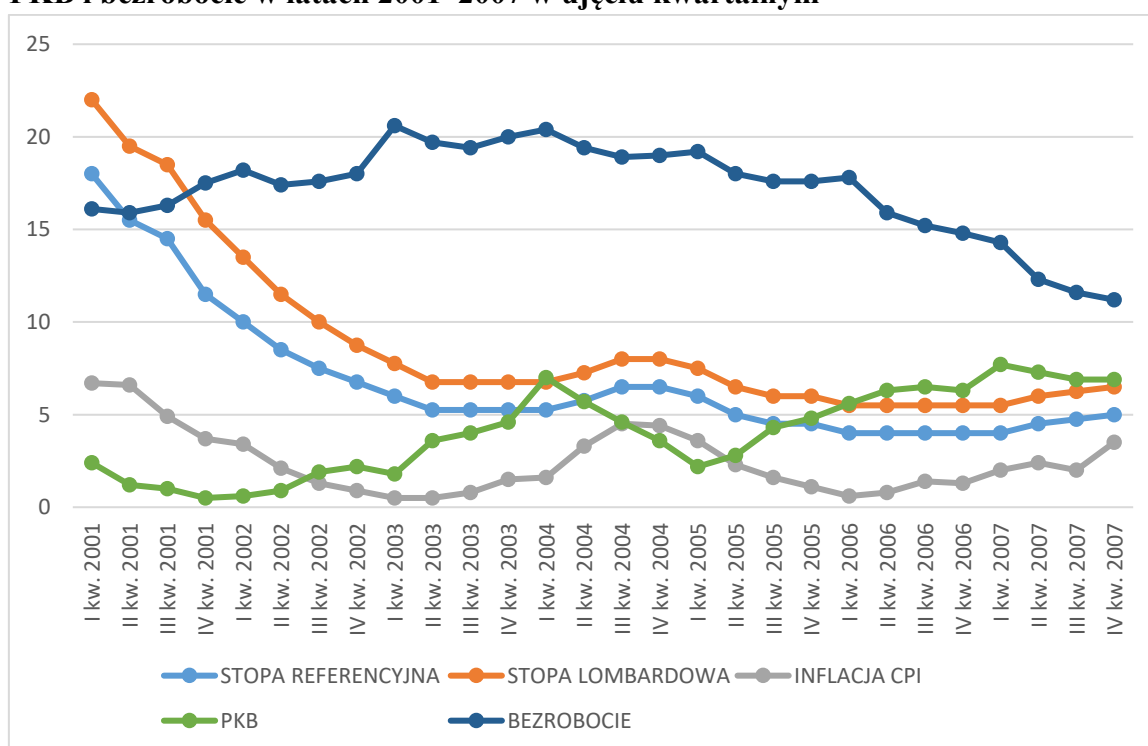
Negatywny odbiór społeczny Leszka Balcerowicza z pewnością wiązał się z „planem Balcerowicza” – projektem szybkiej stabilizacji i transformacji pogrążonej w kryzysie gospodarki polskiej (w 1989 r. inflacja wyniosła 351,1% a w 1990 – 658,8% - dane GUS!). Niestety, wiązało się to z poważnymi kosztami społecznymi, przede wszystkim wzrostem bezrobocia, a także pogorszeniem sytuacji wielu robotników fizycznych, rolników itd.

Konflikt RPP z rządem zaczął się jeszcze nim koalicja objęła władzę. Poczynania Rady Polityki Pieniężnej były krytykowane już wcześniej, jednak krytyka nasiliła się w momencie zwycięstwa w wyborach premiera Leszka Millera, który wyraźnie zażądał obniżki stóp procentowych, grożąc RPP ograniczeniem konstytucyjnie zagwarantowanej niezależności. Według polityków obozu rządowego polityka rady uniemożliwiała im skuteczne rządy. W swych wypowiedziach koncentrowali się zwykle na dwóch powodach spowolnienia wzrostu gospodarczego w Polsce w latach 2001–2002: poczynaniach rządu premiera Buzka oraz działaniach RPP. Było to być może spowodowane chęcią odwrócenia uwagi społeczeństwa od własnych działań i skierowanie jej na RPP. Ze wszystkich stron było słyhać, że stopy procentowe są zbyt wysokie. Mówili tak zarówno politycy, jak Miller, Kalinowski, Lepper, jak i ekonomiści (Marek Belka), czy nawet prof. Tomasz Nałęcz, historyk.

RPP nie pozostawała dłużna i odpowiadając na zarzuty, krytykowała politykę rządu. W opinii RPP do projektu ustawy budżetowej na rok 2002 z dnia 28 listopada 2001 r. RPP wyraźnie krytykowała projekt rządowy: „Taki poziom deficytu ekonomicznego w roku przyszłym nie pozwala też na poprawę układu polityki fiskalnej i pieniężnej. (...) Takie podejście prowadzić może do nadmiernego wzrostu deficytu budżetowego, a w konsekwencji wymuszać zaostrzenie polityki pieniężnej. (...) Fakt ten stanowi dobry punkt wyjścia dla koordynacji polityki fiskalnej i pieniężnej. (...) Oznaczać to będzie obniżenie skuteczności polityki pieniężnej. (...) Spadek skłonności do oszczędzania ograniczyłyby możliwość obniżania stóp procentowych”.

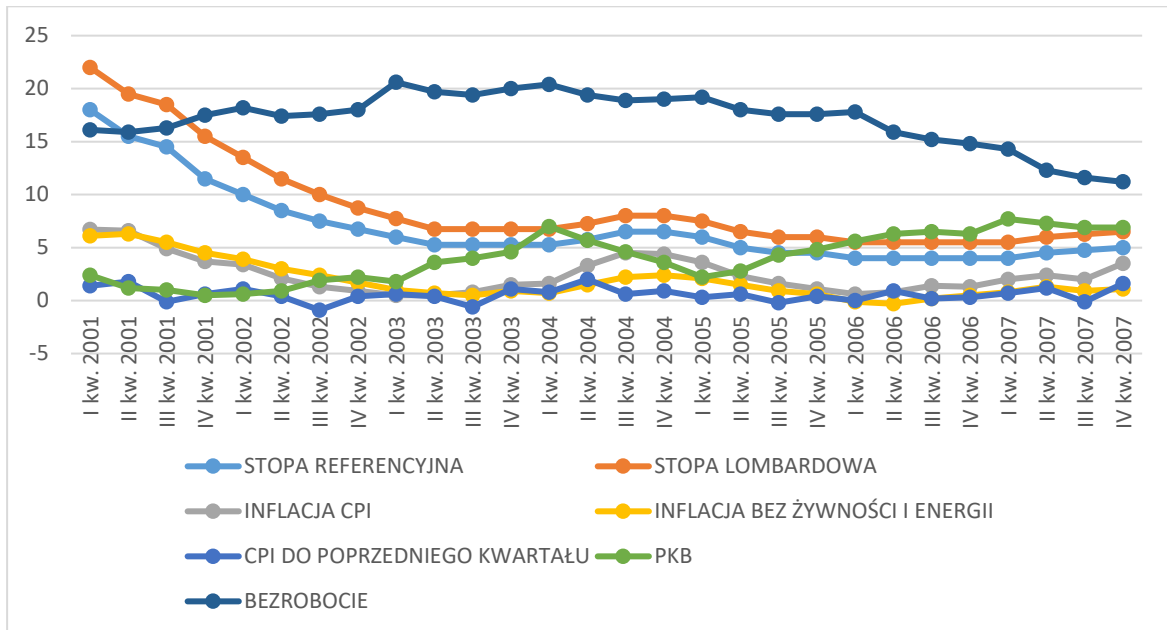
Ważnym momentem w sporze RPP z rządem był październik 2001 r. Wówczas to opinię publiczną zaszokowała wiadomość o pozwie, z którym wystąpiło sześciu członków RPP. Zażądali oni zwrotu zaległych wynagrodzeń w wysokości prawie 2 mln zł. W sytuacji poważnych problemów z deficytem budżetowym, a także oskarżeń z wielu stron pod adresem rady o współodpowiedzialność za sytuację gospodarki polskiej, działanie RPP zostało odebrane przez większość społeczeństwa jako przejaw arogancji i pazerności na pieniądze. Na szczęście te relacje w kolejnych latach się poprawiły, zapewne na skutek znacznej poprawy PKB i zmniejszania się bezrobocia.

Wykres 4.13. Wskaźniki stóp procentowych: referencyjnej i lombardowej, inflacja, PKB i bezrobocie w latach 2001–2007 w ujęciu kwartalnym



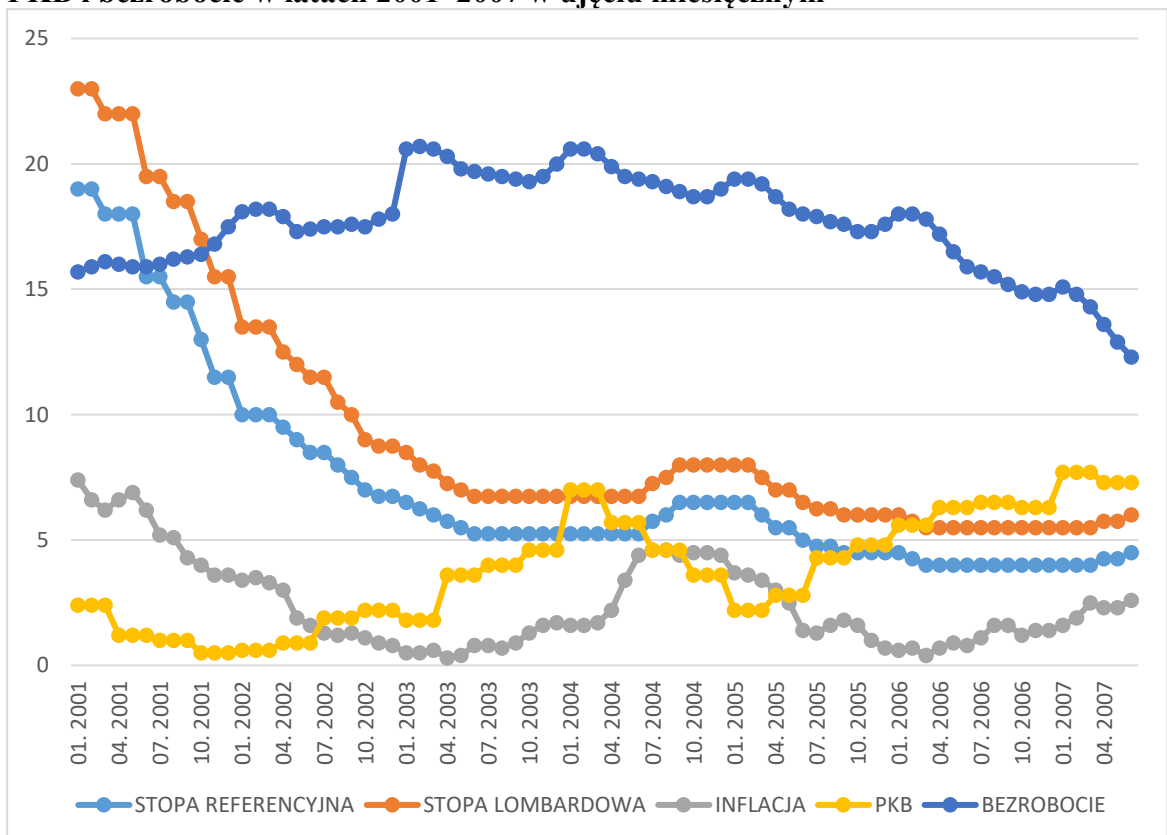
Źródło: opracowanie własne na podstawie danych NBP i GUS.

Wykres 4.14. Wskaźniki stóp procentowych: referencyjnej i lombardowej, inflacja, inflacja bez żywności i energii, PKB i bezrobocie w latach 2001–2007 w ujęciu kwartalnym



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych NBP i GUS.

Wykres 4.15. Wskaźniki stóp procentowych: referencyjnej i lombardowej, inflacja, PKB i bezrobocie w latach 2001–2007 w ujęciu miesięcznym



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych NBP i GUS.

Stopy procentowe w omawianym okresie obniżano 26 razy i podnoszono 3 razy.

Tabela 4.2. Liczba obniżek i podwyżek stóp procentowych w latach 2001–2006

ROK	LICZBA OBNIŻEK	LICZBA PODWYŻEK
2001	5	0
2002	8	0
2003	6	0
2004	0	3
2005	5	0
2006	2	0

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych NBP i GUS

W ujęciu makroekonomicznym okres ten przyniósł wyraźną poprawę w zakresie inflacji i wzrostu gospodarczego, choć skala i tempo obniżek stóp procentowych w pierwszych latach kadencji mogą pozostawać przedmiotem dyskusji. Uważam, że można było dokonać większych obniżek stóp procentowych w pierwszych dwóch latach, by bardziej pobudzić gospodarkę i obniżyć bezrobocie.

Nie był to łatwy okres makroekonomicznie. Początkowo mieliśmy do czynienia ze spadkiem koniunktury światowej, obniżeniem tempa wzrostu gospodarczego i deprecjacją złotego. W 2004 r. nastąpiło ożywienie gospodarcze, aprecjacja złotego, wzrost eksportu, wzrost popytu krajowego i zagranicznego.

Rada Polityki Pieniężnej w czasie, gdy prezesem NBP był Leszek Balcerowicz, obradowała 78 razy i podjęła 131 uchwał, z czego 49 jednogłośnie za prezesem, 41 niejednogłośnie za, 25 przeciw, głosując tak jak prezes. Tylko 16 razy, z czego 14 w latach 2005–2006, prezes był w mniejszości, która przegrywała głosowanie.

Leszek Balcerowicz w 2001 r. nie przegrywał głosowań, ale w 5 przypadkach zadecydował jego głos, a w większości stosunek głosów wynosił 6–4. Podobnie w 2002 r. również nie przegrywał głosowań, w 4 przypadkach zadecydował jego głos. W 2003 r. przegrał jedno głosowanie (3 do 6) w sprawie obniżenia stopy referencyjnej o 0,25 p.p., by w tym samym dniu wygrać 5 do 4 wniosek o obniżenie stopy referencyjnej o 0,25 p.p., oprocentowanie kredytów refinansowych o 0,5 p.p. oraz pozostawienie stopy lokaty terminowej w NBP bez zmian.

Leszek Balcerowicz, znany z wcześniejszych reform gospodarczych w Polsce, kontynuował jako prezes NBP strategię stabilizacyjną i antyinflacyjną. Jego kadencja była

okresem ważnych reform i dostosowań, mających na celu umocnienie pozycji Narodowego Banku Polskiego oraz stabilizację gospodarczą kraju w przygotowaniach do integracji z Unią Europejską.

Leszek Balcerowicz, dzięki swojej prezesurze w NBP, odegrał istotną rolę w kształtowaniu stabilności gospodarczej Polski w pierwszej dekadzie XXI wieku, a krytykowany był bardziej gospodarczo niż politycznie.

Dokonując oceny tego okresu należy stwierdzić, że zasadnicza oś sporu miała charakter ekonomiczno-polityczny, ale nie każda krytyka RPP może być utożsamiana z upolitycznieniem jej decyzji - w tym przypadku trzeba raczej odróżniać konflikt o model polityki pieniężnej od podporządkowania decyzji interesowi rządu. W ujęciu politologicznym zasadniczy spór tego okresu dotyczył nie tyle bezpośredniego podporządkowania RPP władzy politycznej, ile konfliktu pomiędzy odmiennymi wizjami polityki gospodarczej państwa.

4. Prezes NBP Sławomir Skrzypek – od 10 stycznia 2007 do 10 kwietnia 2010

Sławomir Skrzypek objął funkcję prezesa Narodowego Banku Polskiego (NBP) w styczniu 2007 roku, gdy gospodarka Polski rozwijała się dynamicznie pod względem gospodarczym, ale jednocześnie stawała w obliczu wyzwań związanych z inflacją.

Kluczowe dla oceny tej kadencji jest ustalenie, czy różnice między przewodniczącym a większością Rady wynikały z jego słabszej pozycji politycznej, czy raczej z odmiennej oceny skali i skutków kryzysu finansowego.

Skrzypek został wybrany na prezesa NBP za rządów koalicji PiS-Samoobrona RP-LPR, ale kontynuował swoją funkcję również pod rządami kolejnej koalicji PO-PSL, która objęła władzę w listopadzie 2007 roku. Jego kandydatura była poparta przez prezydenta Lecha Kaczyńskiego.

W 2007 roku gospodarka Polski rozwijała się bardzo dobrze, z rocznym wzrostem PKB wynoszącym 6,7%. Tempo wzrostu PKB było wyższe niż w roku 2006 (6,2%) i 2005 (3,6%). Był to jeden z najwyższych wskaźników wzrostu w Unii Europejskiej. Wyższy wzrost osiągnęły tylko Łotwa (10,2%), Litwa (8,8%), Słowacja (8,7%) i Estonia (7,1%). Przeciętny wzrost PKB w krajach Unii Europejskiej wyniósł 2,9%.

Stanowisko Sławomira Skrzypka można sytuować po bardziej łagodnej stronie sporu o kierunek polityki pieniężnej. Przedstawiciele tego nurtu nazywano „Gołębiami”.³⁴. Pomimo wysokiej inflacji w niektórych miesiącach, NBP utrzymywał stopy procentowe na stosunkowo stabilnym poziomie, co miało na celu wspieranie rozwoju gospodarczego i kontrolowanie inflacji.

Kwartalne wskaźniki wzrostu gospodarczego w okresie 2006–2007 wskazują, że najwyższe tempo rozwoju gospodarka polska osiągnęła na początku 2007 r. – I kwartał to wzrost o 7,7%. W kolejnych kwartałach nastąpiło nieznaczne spowolnienie. Wzrost to głównie, moim zdaniem, zasługa polityki NBP lat poprzednich.

Podobnie jak w 2006 r., przy wysokim wzroście gospodarczym rosła inflacja. W 2007 r. wyniosła od 2,0% w I kwartale do 2,4% w II kwartale, przejściowo spadła do 2,0% w III kwartale, aby wzrosnąć do 3,5% w IV kwartale. Inflacja była zatem znacznie wyższa niż w 2006 r. Średnioroczny wzrost cen towarów i usług konsumpcyjnych wyniósł 2,5% i był ponad dwukrotnie wyższy niż w poprzednim roku, ale mieścił się w planach polityki pieniężnej.

Roczne tempo wzrostu cen towarów i usług konsumpcyjnych ogółem (wskaźnik CPI) w poszczególnych miesiącach 2007 r. zawierało się w przedziale od 1,5% (w sierpniu) do 4,0% (w grudniu). W okresie styczeń–październik wskaźnik CPI nie przekroczył celu inflacyjnego (2,5%), z wyjątkiem czerwca (2,6%), i znajdował się w wyznaczonym przedziale odchyień. Wzrost wskaźnika CPI w listopadzie i grudniu 2007 r. do odpowiednio 3,6% i 4,0% był głównie rezultatem wysokiego tempa wzrostu cen żywności i napojów oraz cen paliw. Na ograniczenie inflacji w 2007 r. oddziaływały natomiast utrzymywanie się w całym roku wysokiej ujemnej dynamiki cen odzieży i obuwia oraz niski poziom wzrostu cen pozostałych towarów i usług konsumpcyjnych, spowodowany głównie obniżaniem się cen towarów importowanych z krajów o niskich kosztach wytwarzania. W tym samym kierunku na inflację wpływała też znaczna aprecjacja złotego³⁵.

Zagraniczne inwestycje bezpośrednie w Polsce w 2007 r. wyniosły 12,8 mld EUR. Były one niższe o 15,6% niż w 2006 r., kiedy wyniosły 15,2 mld EUR. Jednocześnie w 2007 r. polskie inwestycje bezpośrednie za granicą osiągnęły wartość 2,4 mld EUR i były trzykrotnie niższe niż w 2006 r.

³⁴ Pojęcie „gołębi” określa polityków w kontekście polityki pieniężnej, którzy preferują luzowaną politykę pieniężną, zwykle promującą niższe stopy procentowe i bardziej ekspansywne działania banku centralnego.

³⁵ L. Góral, M. Karlikowska, K. Koperkiewicz-Mordel, *Polskie prawo bankowe*, Warszawa 2003, s. 44.

W 2007 r. umocniły się pozytywne tendencje zachodzące na rynku pracy. Nastąpił większy niż w poprzednich latach wzrost liczby pracujących w gospodarce narodowej oraz zmniejszyła się liczba bezrobotnych rejestrujących się w urzędach pracy. W konsekwencji znacznie obniżyła się liczba osób bezrobotnych oraz stopa bezrobocia, która osiągnęła najniższy poziom od 1999 r. – 11,2% na koniec 2007 r., co oznacza, że w skali roku spadła o 3,6 p.p. – niestety częściowo z powodu wyjazdu do pracy za granicą młodych ludzi, czasami całych rodzin.

W 2007 r. stopy procentowe zostały podwyższone czterokrotnie, łącznie o 1,00 p.p. W grudniu 2007 r. wskaźnik inflacji r/r wzrósł o 2,6 p.p., a poziom realnych stóp procentowych NBP uległ obniżeniu o 1,6 p.p. Realna średnioroczna stopa procentowa była niższa o 1,14 p.p. Uzasadniając decyzje o podwyżkach stóp procentowych w 2007 r., RPP wskazała na czynniki niepewności, które stwarzały ryzyko zwiększonej presji inflacyjnej. Do najważniejszych z nich rada zaliczyła wysokie tempo wzrostu popytu krajowego i wzrostu PKB (przewyższające tempo wzrostu potencjalnego PKB), obserwowane przyspieszenie wzrostu jednostkowych kosztów pracy, znaczny spadek bezrobocia, wzrost płac oraz wzrost w II połowie roku cen żywności na świecie i cen ropy naftowej.

Decyzje RPP podjęte w 2007 r. miały ograniczony wpływ na utrzymanie w końcu 2007 r. inflacji w granicach celu inflacyjnego. 28 lutego troje członków RPP wnioskowało o podwyżkę stóp procentowych o 0,25 p.p. (D. Filar, M. Noga i H. Wasilewska-Trenkner) ale ich wniosek nie przeszedł. Miesiąc później, głosem przewodniczącego, podobny wniosek ponownie nie przeszedł. Podwyżki dokonano 25 kwietnia – przewodniczący był w mniejszości przeciw. Kolejne wnioski o podwyższenie stóp procentowych o 0,25 p.p. w maju, lipcu i październiku również nie przeszły, podobnie jak w grudniu. Za to 27 czerwca kolejny raz przewodniczący był w mniejszości i stopy zostały podniesione o 0,25 p.p. W sierpniu jedynie przewodniczący był przeciwny podwyżce stóp o 0,25 p.p., a 28 listopada wszyscy członkowie RPP głosowali za czwartą podwyżką stóp procentowych o 0,25 p.p.

RPP, w ramach komunikacji z otoczeniem i dążenia do przejrzystości polityki pieniężnej, rozpoczęła od kwietnia 2007 r. publikowanie syntetycznego opisu dyskusji na posiedzeniach decyzyjnych (tzw. minetek). Sprzyjało to ukierunkowaniu oczekiwań inflacyjnych na niskim poziomie, w sytuacji gdy okresowy wzrost inflacji nie powinien powodować wzrostu oczekiwań inflacyjnych, np. w przypadku wystąpienia krótkotrwałych negatywnych wstrząsów podażowych.

Rok 2008 to kryzys na światowych rynkach finansowych oraz pogarszająca się koniunktura w gospodarce światowej, co wpływało stopniowo na osłabienie popytu

zagranicznego i krajowego oraz sytuację przedsiębiorstw krajowych. Od połowy roku obniżała się dynamika produkcji w przemyśle. Wzrost gospodarczy w 2008 r. był wolniejszy niż w dwóch poprzednich latach. Produkt krajowy brutto, w porównaniu do poprzedniego roku, wzrósł o 5% wobec odpowiednio 6,7% w 2007 i 6,2% w 2006 r. Kwartalne wskaźniki wzrostu gospodarczego w okresie 2007–2008 pokazują, że po okresie stabilnego wzrostu gospodarczego, który trwał do połowy 2008 r., w III i IV kwartale 2008 r. tempo wzrostu gospodarki było coraz wolniejsze.

Sytuacja na rynku pracy w 2008 r. była lepsza niż w roku poprzednim. Nastąpił wzrost zatrudnienia w gospodarce narodowej oraz zmniejszyła się liczba bezrobotnych. W wyniku stopniowego spadku liczby bezrobotnych stopa bezrobocia osiągnęła w maju 2008 r., po raz pierwszy od 1998 r., poziom jednocyfrowy (9,8%) i spadała aż do października. W ostatnich miesiącach roku nastąpiło jednak osłabienie pozytywnych tendencji na rynku pracy. Od listopada zaczęła ponownie wzrastać liczba bezrobotnych i spadało przeciętne zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw³⁶. Po wzmocnieniu w połowie roku wartości złotego wobec głównych walut (EUR, USD, CHF) w II połowie roku doszło do gwałtownego obniżenia jego wartości oraz dużych wahań jego kursu. Np. średni kurs dolara amerykańskiego w lipcu wyniósł 2,07 zł, a w grudniu – 2,97 zł. Podobnie było w przypadku kursu euro, który w lipcu wyniósł 3,26 zł, a w grudniu – 4,02 zł.

W I połowie 2008 roku nastąpił wzrost inflacji i przeważały oczekiwania trwałości tego procesu. Natomiast od września dominujący wpływ na gospodarkę światową miał kryzys finansowy w Stanach Zjednoczonych i niektórych krajach europejskich³⁷. Pogłębiające się w końcu roku spowolnienie gospodarcze powodowało osłabienie presji inflacyjnej przy utrzymywaniu się ogromnej niepewności na rynkach finansowych.

Średnioroczny wzrost cen towarów i usług konsumpcyjnych w 2008 r. wyniósł 4,2%. Był on wyższy niż w poprzednim roku, kiedy wyniósł 2,5%. W grudniu tempo wzrostu cen towarów i usług konsumpcyjnych obniżyło się do 3,3%, tj. poniżej granicy odchyień od celu inflacyjnego Narodowego Banku Polskiego³⁸.

Trwająca od połowy 2006 r. tendencja wzrostu inflacji trwała przez pierwsze 8 miesięcy 2008 r. Roczne tempo wzrostu cen towarów i usług konsumpcyjnych ogółem (CPI) zwiększyło się z 4,0% w styczniu do 4,8% w lipcu i sierpniu. W kolejnych miesiącach

³⁶ M. Gradzewicz, *Naturalna stopa bezrobocia*, w: *Polityka pieniężna*, red. A. Sławiński, Warszawa 2011, s. 85.

³⁷ G. Schinasi, *Defining Financial Stability*, IMF Working Paper 2004/187, Washington D.C., s. 12.

³⁸ O. Szczepańska, P. Sotomska-Krzysztofik, M. Pawliszyn, *Banki centralne wobec kryzysów w systemie bankowym*, Warszawa 2004, s. 11.

wskaźnik CPI stopniowo obniżył się do 3,3% w grudniu. W całym 2008 r. inflacja kształtowała się powyżej celu inflacyjnego (2,5%), a w okresie styczeń–listopad powyżej górnej granicy odchyień od celu inflacyjnego (3,5%).

Wzrost wskaźnika CPI w poszczególnych miesiącach do sierpnia był głównie rezultatem wysokiego tempa wzrostu cen żywności i napojów bezalkoholowych w poszczególnych miesiącach (6,8–7,8%), nośników energii (3,4–10,9%) oraz cen paliw (6,0–17,0%). Świadczy o tym kształtowanie się w całym 2008 r. inflacji bazowej po wyłączeniu cen żywności i energii znacząco poniżej wskaźnika bieżącej inflacji CPI. Wzrost cen żywności i napojów bezalkoholowych w I połowie roku spowodowany był przede wszystkim wysokimi cenami produktów rolnych na świecie oraz niską podażą na rynku krajowym, zwłaszcza owoców i mięsa. Wzrost cen nośników energii do listopada (14,0%) związany był przede wszystkim z podwyżką cen energii elektrycznej i gazu ziemnego w wyniku zmian taryf zatwierdzonych przez prezesa Urzędu Regulacji Energetyki.

Utrzymujące się wysokie ceny paliw, spowodowane wzrostem cen ropy naftowej na rynkach światowych (do 139,8 USD za baryłkę w sierpniu 2008 r.), były łagodzone silną aprecjacją złotego. W ostatnich 4 miesiącach 2008 r. nastąpił spadek dynamiki tych wskaźników, w tym znaczące obniżenie cen paliw na skutek spadku cen ropy naftowej do 45,6 USD za baryłkę, osłabione deprecjacją złotego.

Do czerwca 2008 r. stopy procentowe zostały podwyższone czterokrotnie, łącznie o 1 p.p., natomiast w listopadzie i grudniu obniżono je łącznie o 1 p.p. W grudniu 2008 r. poziom realnych stóp procentowych uległ podwyższeniu o 0,7 p.p. r/r. Średnioroczna realna stopa procentowa była niższa o 0,38 p.p. niż w 2007 r. Było to skutkiem wzrostu średniorocznej stopy procentowej w 2008 r. (w operacjach otwartego rynku) o 1,32 p.p. przy podwyższeniu średniorocznego wskaźnika inflacji o 1,7 p.p.

Podjmując decyzje o podwyżkach stóp procentowych, RPP wskazywała na ryzyko zwiększonej presji inflacyjnej związane z wysokim tempem wzrostu gospodarczego, przewyższającym tempo wzrostu potencjalnego PKB, oraz utrzymywaniem się wysokiej dynamiki wynagrodzeń wyprzedzającej wzrost wydajności pracy. Jako istotne zagrożenia inflacyjne wskazywano wysoką dynamikę cen żywności i paliw oraz wzrost cen regulowanych nośników energii (gazu i energii elektrycznej). Na restrykcyjność polityki pieniężnej w I półroczu 2008 r. wpływ miały bieżące wyniki prognoz i projekcji inflacji opracowane przez NBP na IV kwartał 2008 r. i na rok 2009. Projekcje inflacji NBP z 2008 r. wskazywały na sukcesywny wzrost inflacji, przy czym dopiero projekcja z października 2008 r. przewidywała powrót inflacji do celu w IV kwartale 2010 r. W styczniu, lutym i

marcu trójka członków RPP (D. Filar, M. Noga, H. Wasilewska-Trenkner) wnioskuje o podwyższenie wszystkich stóp procentowych o 0,5 p.p. RPP dokonała na tych posiedzeniach podwyżek o 0,25 p.p. wspólnie z prezesem, a trzeciej w marcu również o 0,25 p.p. W kwietniu, maju, lipcu, sierpniu i wrześniu wnioski o podwyższenie stóp procentowych o 0,25 p.p. nie przechodziły, dwukrotnie głosem przewodniczącego. Czwarty raz podwyższono stopy procentowe 25 czerwca o 0,25 p.p. – jednogłośnie. 26 listopada przewodniczący przegrał 2 do 8 głosowanie w sprawie obniżenia stóp procentowych o 0,5 p.p. Na tym samym posiedzeniu obniżono stopy o 0,25 p.p. stosunkiem głosów 8 do 2. 23 grudnia głos prezesa Skrzypka przeważał obniżkę stóp procentowych o 0,75 p.p. Wpływ na to miały dane z końca 2008 r. między innymi o silniejszym od oczekiwanego spowolnieniu tempa wzrostu gospodarczego w Polsce, obniżającej się dynamice zatrudnienia, utrudnionym dostępie do kredytu oraz spadku cen surowców i żywności na rynkach światowych. Takiej decyzji sprzyjały deklaracje rządowe dotyczące utrzymania dyscypliny sektora finansów publicznych. Z uwagi na przewidywania związane z dalszym wzrostem cen regulowanych, szczególnie części nośników energii, cen usług związanych z użytkowaniem mieszkań oraz skalą deprecjacji złotego, RPP nie podjęła w końcu roku decyzji o silniejszym obniżeniu poziomu stóp procentowych.

W celu przeciwdziałania zjawiskom zagrażającym stabilności finansowej sektora bankowego, w połowie października 2008 r. NBP wprowadził tzw. pakiet zaufania. Na jego podstawie NBP przeprowadził 6 operacji repo zasilających sektor bankowy w płynność w złotych. Operacje te umożliwiały finansowanie banków w okresach początkowo 6 i 14 dni, a następnie do 91 dni, i stanowiły dla banków nielimitowane źródło płynności. Na koniec 2008 r. saldo zasilania płynności w ramach operacji repo wyniosło 15,3 mld zł. Oprócz tego umożliwiono bankom zawieranie transakcji typu swap walutowy, zasilających banki w waluty USD, EUR oraz CHF. NBP realizował transakcje swapowe 7-dniowe w EUR, USD, CHF, a od 19 listopada 84-dniowe w CHF, akceptując wszystkie zgłoszone oferty na te operacje. Prowadzenie równoległe przez NBP operacji zasilających repo i sprzedaży bonów pieniężnych powodowało, że operacje te były skuteczne głównie w absorpcji nadpłynności banków, a nie w ożywieniu rynku międzybankowego i pobudzeniu działalności kredytowej. NBP rozważał możliwość uruchomienia innych instrumentów w celu zapewnienia długoterminowego wsparcia płynności banków i przywrócenia większej aktywności na rynku międzybankowym, np. wcześniejszy wykup 10-letnich obligacji NBP o wartości nominalnej 7,8 mld zł.

W całym 2008 r. złoty osłabił się, zarówno w stosunku do dolara amerykańskiego, jak i do euro. Po trzech latach wysokiego wzrostu gospodarczego w 2009 r. nastąpiło jego spowolnienie. Produkt krajowy brutto, w porównaniu do poprzedniego roku, wzrósł w ujęciu realnym o 1,8%, wobec odpowiednio 5% w 2008 r., 6,7% w 2007 r. i 6,2% w 2006 r. Wpływ międzynarodowego kryzysu na gospodarkę Polski okazał się mniejszy niż w większości krajów Unii Europejskiej. Polska, jako jedyny kraj członkowski, osiągnęła w 2009 r. wzrost gospodarczy. Przeciętny spadek PKB w krajach Unii Europejskiej w 2009 r. wyniósł 4,2%.

Kwartalne wskaźniki wzrostu gospodarczego w latach 2008–2009 pokazują, że spowolnienie gospodarcze w Polsce rozpoczęło się w III kwartale 2008 r. Najniższy wzrost gospodarczy odnotowano w I kwartale 2009 r. Od tego momentu tempo wzrostu gospodarczego stopniowo zwiększało się. W IV kwartale 2009 r. PKB wzrósł o 3,3% w porównaniu do IV kwartału 2008 r.

W odróżnieniu od wzrostu gospodarczego inflacja w 2009 r. była w miarę stabilna. Wzrost cen towarów i usług konsumpcyjnych był niższy niż w roku poprzednim. W całym 2009 r. inflacja mierzona wskaźnikiem CPI kształtowała się powyżej celu inflacyjnego (2,5%), a od marca do sierpnia w przedziale 3,5–4%, tj. powyżej górnej granicy odchyłeń od celu inflacyjnego. Średnioroczny wzrost inflacji w 2009 r. wyniósł 3,5% i był niższy niż w 2008 r. (4,2%). Wpłynęła na to wysoka dynamika cen nośników energii związana przede wszystkim z zatwierdzoną przez prezesa Urzędu Regulacji Energetyki podwyżką taryf energii elektrycznej oraz usług przesyłowych dla gospodarstw domowych. Wzrost cen żywności i napojów bezalkoholowych spowodowany był głównie zwiększeniem średnio w roku cen mięsa o 8,5%, ryb o 8,4%, cukru i jego przetworów o 6,5% oraz warzyw o 4,3%. W I połowie roku (do kwietnia) wzrost cen żywności, pomimo spadku cen produktów rolnych na rynkach światowych, spowodowany był przede wszystkim silną deprecjacją złotego.

Główne czynniki powodujące utrzymanie inflacji na podwyższonym poziomie pozostawały poza bezpośrednim oddziaływaniem polityki pieniężnej. Wskazuje na to utrzymanie się w 2009 r. wskaźników inflacji bazowej po wyłączeniu cen administrowanych i po wyłączeniu cen żywności i energii wyraźnie poniżej pozostałych wskaźników inflacji bazowej.

Na ograniczenie inflacji w 2009 r. wpłynął w całym roku duży spadek cen odzieży i obuwia (średnio w roku o 7,4%), głównie na skutek obniżania się cen towarów importowanych z krajów o niskich kosztach wytwarzania, oraz spadek cen paliw w kraju (o 6,9% średnio w roku), pomimo ich wyraźnego wzrostu w ostatnich dwóch miesiącach 2009

r. Na obniżenie inflacji oddziaływały także osłabienie wzrostu krajowego PKB do 1,8%, spadek popytu krajowego o 0,9% oraz znaczące zmniejszenie jednostkowych kosztów pracy³⁹.

Głównym czynnikiem wzrostu PKB w 2009 r. był popyt zagraniczny (eksport netto), którego wpływ na tempo wzrostu gospodarczego wyniósł 2,7 p.p. Było to wynikiem głębszego spadku importu niż eksportu. Import zmniejszył się o 13,5%, a eksport o 8,0%. Wpływ popytu krajowego na tempo wzrostu PKB był ujemny i w skali roku wyniósł 0,9 p.p. Popyt krajowy, po siedmiu latach wzrostu, obniżył się o 0,9%.

Spowolnienie wzrostu gospodarczego niekorzystnie wpłynęło na rynek pracy. W 2009 r. zmniejszyła się liczba pracujących w gospodarce narodowej. Obniżyło się przeciętne zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw, a jego dynamika w kolejnych kwartałach pogarszała się. Stopniowo wzrastała liczba bezrobotnych, która na koniec 2009 r. była najwyższa od sierpnia 2007 r. i wyniosła 1,893 mln osób i była wyższa o 28,4% niż na koniec 2008 r. Stopa bezrobocia na koniec 2009 r. wyniosła 11,9%, co oznacza, że w skali roku wzrosła o 2,4 p.p.

W 2009 r. stopy procentowe zostały obniżone czterokrotnie, łącznie o 1,50 p.p. Średnioroczna realna stopa procentowa była niższa o 1,25 p.p. niż w 2008 r. – referencyjna wynosiła 3,5%, a lombardowa 5%. Od marca 2009 r. realna stopa referencyjna była bliska zeru. Sprzyjało to wzmocnieniu popytu i wsparciu wzrostu gospodarczego, a jednocześnie zwiększało ryzyko inflacyjne. RPP akceptowała niski poziom stóp realnych, ponieważ zakładała, że inflacja będzie się kształtowała w średnim okresie poniżej celu inflacyjnego.

Podjmując decyzje o obniżeniu stóp procentowych, RPP wskazywała na czynniki sprzyjające ograniczeniu inflacji związane ze znaczącym spowolnieniem tempa wzrostu gospodarczego poniżej tempa wzrostu potencjalnego PKB, spowodowane recesją u głównych partnerów handlowych Polski.

Zdaniem RPP presję inflacyjną obniżało ograniczenie popytu i silny spadek jednostkowych kosztów pracy, a także utrudniony dostęp do kredytów wynikający ze wzrostu ryzyka kredytowego oraz zaostrzenia warunków kredytowych przez banki. Na decyzje o łagodzeniu polityki pieniężnej w I półroczu 2009 r. miało również wpływ niedoszacowanie projekcji inflacji NBP na rok 2009, wynoszące od 0,2 p.p. do 0,4 p.p. w okresie styczeń–wrzesień.

³⁹ A. Leszczyńska-Paczesna, *Inflacja bazowa w polityce pieniężnej*, Łódź 2020, s. 108.

Po obniżeniu stóp procentowych w styczniu o 0,75 p.p. Sławomir Skrzypek przegrał 3 do 7 wniosków o obniżenie stóp procentowych o 0,5 p.p. 25 lutego. Ostatecznie obniżono je w tym dniu o 0,25 p.p., a w marcu głos przewodniczącego zdecydował o kolejnej obniżce o 0,25 p.p. Podobnie było w czerwcu. Skala aprecjacji złotego była większa niż skala deprecjacji, co przełożyło się na umocnienie kursu złotego w 2009 r.

Znaczne osłabienie kursu złotego silnie oddziaływało na wzrost inflacji, szczególnie w pierwszym półroczu 2009 r. Deprecjacja złotego poprawiała jednak konkurencyjność cenową polskich towarów na rynkach zagranicznych i łagodziła negatywny wpływ spadku popytu zewnętrznego na wyniki polskiego eksportu. W rezultacie wkład eksportu netto do wzrostu PKB w 2009 r. wyniósł 2,7 p.p.

W celu ograniczenia ryzyka dalszej deprecjacji kursu złotego w lutym RPP wyraziła zdanie, że kurs nie odzwierciedla relatywnie korzystnego stanu i perspektyw polskiej gospodarki oraz wskazała na możliwość stosowania przez NBP, w warunkach płynnego kursu walutowego, instrumentów bezpośrednio wpływających na kurs złotego. Proces gwałtownej deprecjacji złotego zakończyła sprzedaż w lutym przez ministra finansów w transakcjach na rynku walutowym środków pochodzących z funduszy unijnych.

Po spowolnieniu wzrostu gospodarczego w Polsce w 2009 r., spowodowanym zjawiskami kryzysowymi na świecie, w 2010 r. nastąpiło przyspieszenie jego dynamiki. Sprzyjało temu ożywienie w handlu światowym i poprawa koniunktury u głównych partnerów handlowych Polski. Do dobrych, na tle innych krajów, wyników gospodarczych przyczyniła się też realizacja projektów infrastrukturalnych, finansowanych w dużym stopniu z funduszy Unii Europejskiej⁴⁰.

Produkt krajowy brutto, w porównaniu do poprzedniego roku, wzrósł w ujęciu realnym o 3,8%, wobec odpowiednio 1,6% w 2009 r. i 5,1% w 2008 r. W kolejnych kwartałach 2010 r. stopniowo zwiększało się tempo wzrostu gospodarczego w Polsce. Najniższy wzrost gospodarczy wystąpił w I kwartale 2010 r. (2,1%). W IV kwartale 2010 r. PKB wzrósł o 4,8% w porównaniu do IV kwartału 2009 r. Stopniowej poprawie koniunktury gospodarczej w 2010 r. towarzyszył wzrost obrotów towarowych w handlu zagranicznym i produkcji przemysłowej oraz poprawa sytuacji finansowej przedsiębiorstw i banków.

Przyspieszenie wzrostu gospodarczego korzystnie wpłynęło na rynek pracy. W 2010 r. zwiększyła się liczba pracujących w gospodarce narodowej. Stopniowo wzrastało przeciętne zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw. Na koniec grudnia 2010 r. liczba

⁴⁰ W. Grostal, M. Ciżkowicz-Pękała, J. Niedźwiedzińska, E. Skrzyszewska-Paczek, E. Stawasz, G. Wesółowski, P. Żuk, *Ewolucja strategii celu inflacyjnego w wybranych krajach*, NBP, Warszawa 2015, s. 17.

bezrobotnych zarejestrowanych w urzędach pracy była jednak wyższa niż przed rokiem – wyniosła 1,955 mln osób, o 3,3% więcej niż na koniec 2009 r. Stopa bezrobocia na koniec 2010 r. wyniosła 12,3%, co oznacza, że w skali roku wzrosła o 0,4 p.p.

Utrzymaniu inflacji na niskim poziomie sprzyjały także prace prowadzone przez rząd od początku 2010 r. w celu zwiększenia restrykcyjności polityki fiskalnej. Zapowiedzi takich działań zawarte były na przykład w opublikowanym w lipcu Wieloletnim planie finansowym Państwa, przewidującym między innymi podwyżki stawek VAT od 2011 r. W poszczególnych miesiącach wartość wskaźnika CPI wynosiła od 2,0% do 3,5%. Średnioroczny wskaźnik CPI w 2010 r. wyniósł 2,6% i był niższy od CPI w 2009 r. (3,5%).

Wzrost wskaźnika CPI w poszczególnych miesiącach 2010 r. był głównie rezultatem zwiększenia cen administrowanych, w tym cen energii (4,6–8,9% r/r), żywności i napojów bezalkoholowych (0,7–4,8% r/r), paliw (5,8–22,3% r/r) oraz wyrobów akcyzowych (3,3–7,7% r/r). Ceny energii wzrosły na skutek rosnących cen ropy naftowej na rynkach światowych oraz zatwierdzenia przez prezesa Urzędu Regulacji Energetyki podwyżki taryf na energię elektryczną i za usługę dystrybucyjną. Wzrost cen pieczywa i produktów zbożowych od września do końca 2010 r. przekroczył 6%, a olejów i pozostałych tłuszczów wyniósł średnio w roku 5,5%. Na skutek niskich zbiorów owoców i warzyw w Polsce nastąpił wzrost ich cen średnio w roku odpowiednio o 9,2% i 14,1%. Wzrost cen paliw w kraju o 11,9% średnio w roku, będący skutkiem wzrostu cen ropy naftowej, był ograniczany do kwietnia 2010 r. przez aprecjację kursu złotego.

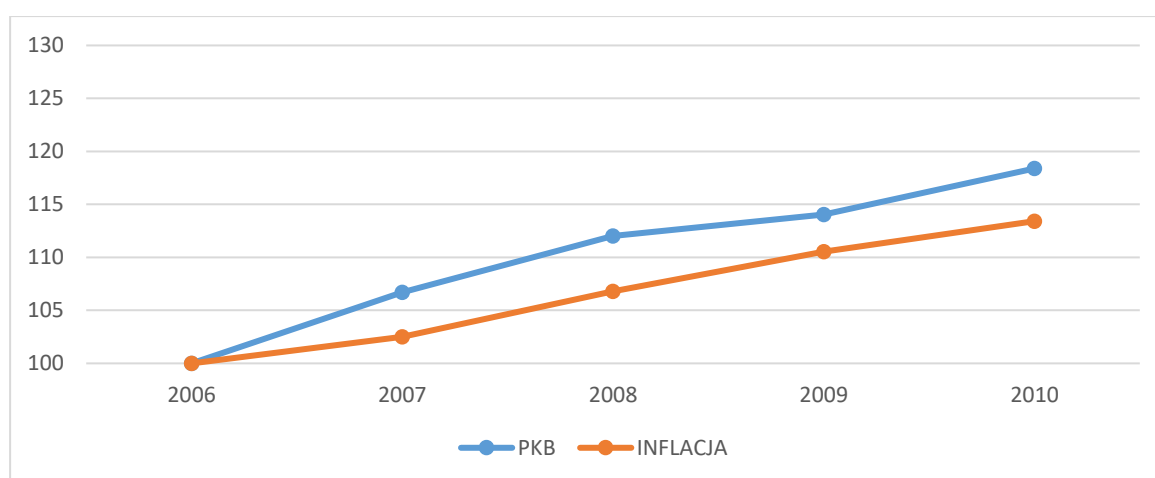
Na ograniczenie inflacji w 2010 r. wpłynął spadek cen odzieży i obuwia, średnio w roku o 3,8%. Taki sam skutek miał spadek krajowej sprzedaży detalicznej żywności, napojów i wyrobów tytoniowych o 1,9%, ograniczona presja popytowa oraz powolniejszy niż w 2009 r. wzrost płac i jednostkowych kosztów pracy. Rada Polityki Pieniężnej nie zmieniła w 2010 r. stóp procentowych. Stopa referencyjna wynosiła 3,5%, stopa lombardowa 5,0%, a stopa depozytowa 2,0%. Warunki na rynku pieniężnym uległy jednak zaostrzeniu, gdyż średnioroczna realna stopa referencyjna była wyższa o 0,62 p.p. niż w 2009 r. Wyższy poziom stóp realnych niż w 2009 r. sprzyjał ograniczeniu presji inflacyjnej. Na początku i w końcu 2010 r. realna stopa referencyjna była bliska zeru. Sprzyjało to wzmocnieniu popytu i wsparciu wzrostu gospodarczego, co jednak zwiększało ryzyko wzrostu inflacji.

Na decyzje RPP o pozostawieniu parametrów polityki pieniężnej na niezmiennym poziomie wpływ miały także wyniki prognoz i projekcji inflacji na rok 2010. Przewidywały

one sukcesywny wzrost inflacji w całym roku, jednak do poziomu nieprzekraczającego celu inflacyjnego⁴¹.

NBP w II kwartale uznał zbyt szybką aprecjację złotego za niepożądaną z punktu widzenia kształtowania się procesów gospodarczych. W tej sytuacji w kwietniu 2010 r. NBP przeprowadził interwencję walutową, kupując po raz pierwszy od oficjalnego upłynnienia złotego w kwietniu 2000 r. waluty obce na rynku walutowym. Po interwencji walutowej złoty w relacji do euro zdeprecjonował się i do końca 2010 r. pozostawał słabszy. Aprecjacja złotego w 2010 r. osłabiała konkurencyjność cenową produktów krajowych za granicą.

Wykres 4.16. Porównanie PKB i inflacji w latach 2007–2010

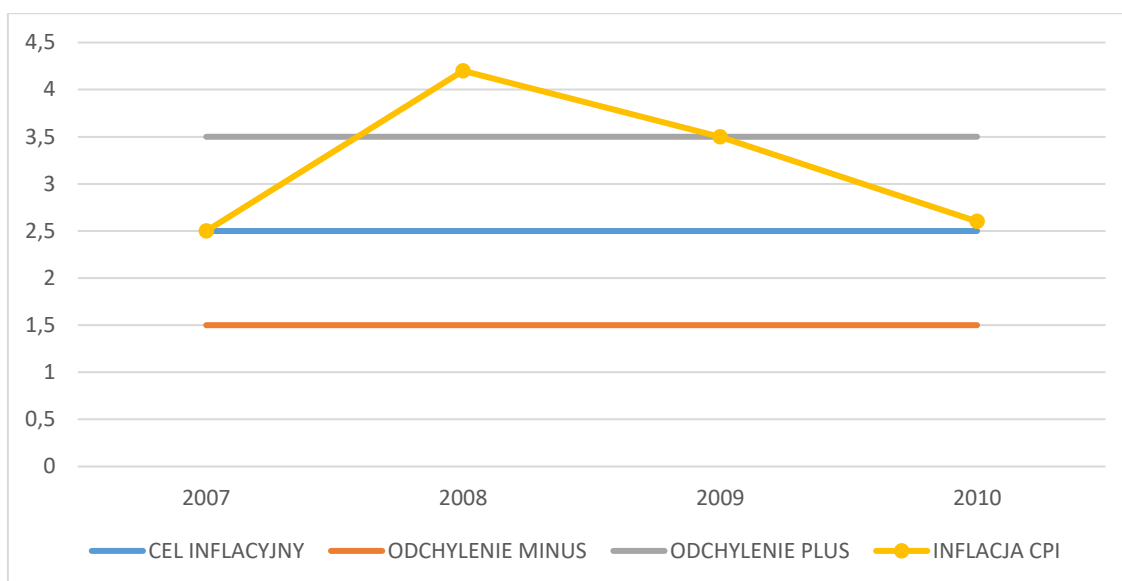


Źródło: opracowanie własne na podstawie danych NBP i GUS.

Omawiany okres był pierwszym, gdy PKB kształtowało się wyżej od inflacji. W znacznej części była to jednak zasługa lat poprzednich.

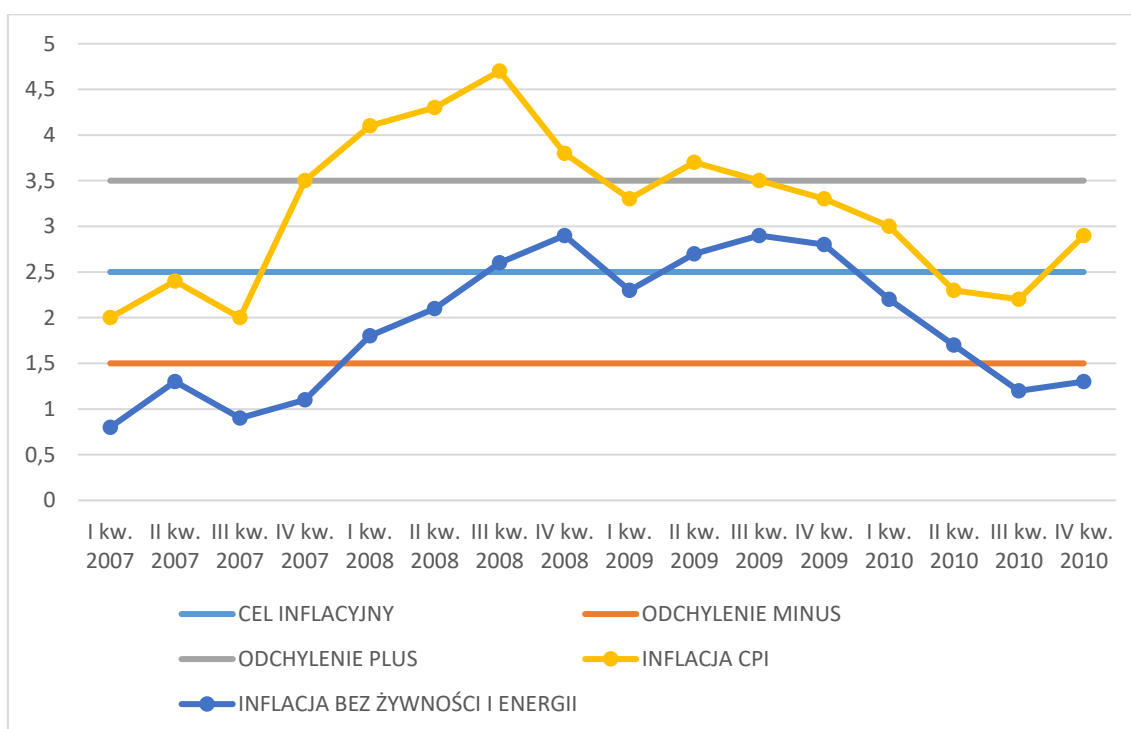
⁴¹ H.K. Scheller, *Europejski Bank Centralny – historia, rola, funkcje*, Frankfurt/M 2006, <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/ecbhistoryrolefunctions2006pl.pdf>, s. 43–45, s. 47.

Wykres 4.17. Porównanie założeń i realizacji celu inflacyjnego w latach 2007–2010



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych NBP i GUS.

Wykres 4.18. Porównanie założeń i realizacji celu inflacyjnego w latach 2007–2010 w ujęciu kwartalnym

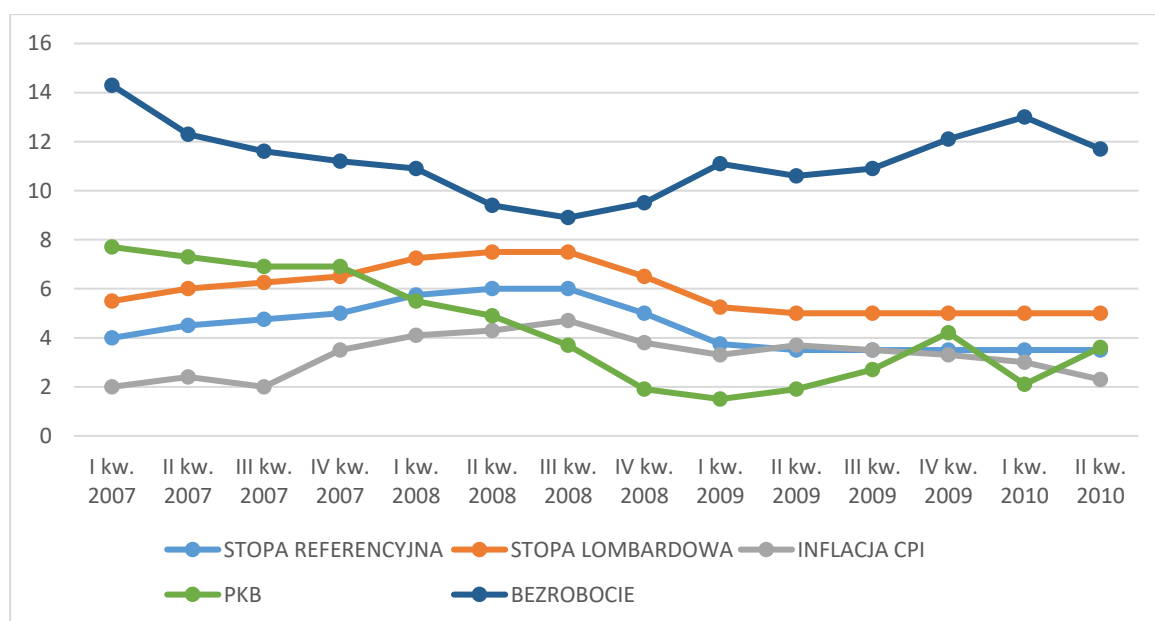


Źródło: opracowanie własne na podstawie danych NBP i GUS.

Inflacja, w okresie prezesury Sławomira Skrzypka, poza rokiem 2008 mieściła się w przyjętych przez RPP widełkach odchyień celu inflacyjnego przyjętego na lata 2007–2010 (wykresy 4.17 i 4.18).

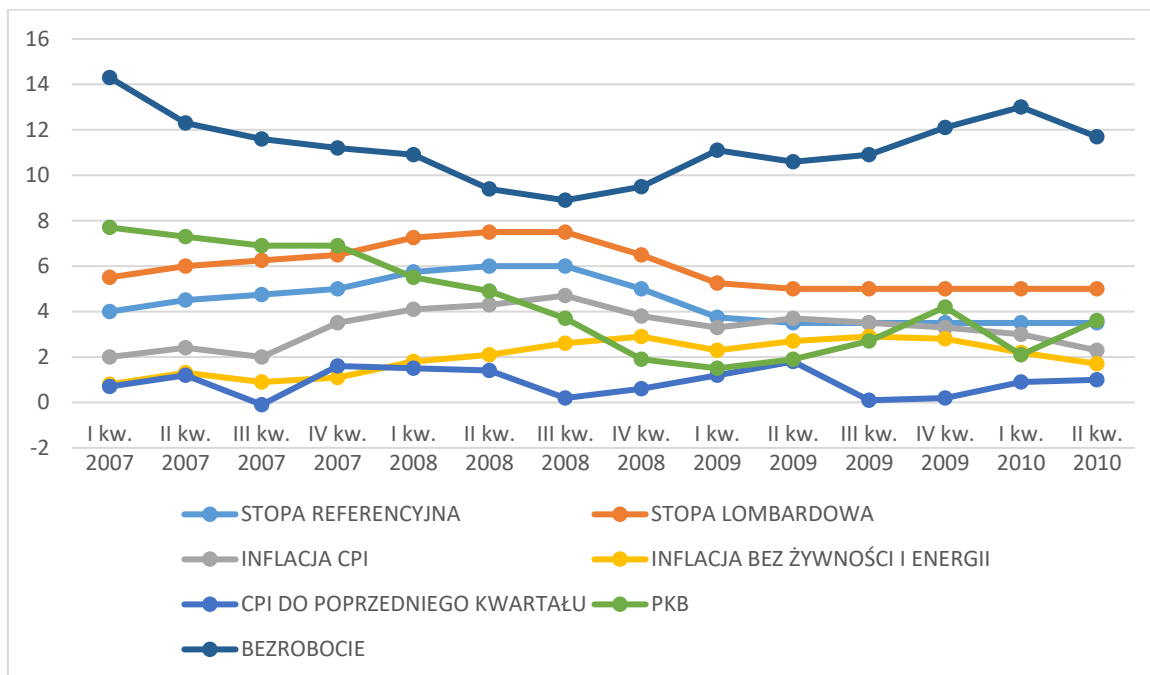
W okresie, gdy prezesem NBP był Sławomir Skrzypek, widać jednak współpracę NBP i rządu, co pozwoliło Polsce być „zieloną wyspą” na tle innych państw Europy w czasach kryzysu na świecie. Podwyżki stóp procentowych w latach 2007–2008 obniżyły rosnącą od końca 2007 r. inflację, jednocześnie w połączeniu z kryzysem światowym spowodowały znaczny spadek PKB. To z kolei wpłynęło, po okresie spadku bezrobocia do połowy 2008 r., na jego ponowny, znaczny wzrost. Inflacja spadła na chwilę do zakładanego poziomu, jednak na przełomie 2008–2009 r. Rada Polityki Pieniężnej podjęła, moim zdaniem słuszne, decyzje o sześciokrotnym obniżeniu stóp procentowych, co przyspieszyło gospodarkę i wzrost PKB. Po chwilowym wzroście inflacja zaczęła ponownie spadać, a PKB po wahaniach zaczęło rosnąć, co też docelowo w 2010 r. zaczęło wpływać na spadek bezrobocia.

Wykres 4.19. Wskaźniki stóp procentowych: referencyjnej i lombardowej, inflacja, PKB i bezrobocie w latach 2007–2010 w ujęciu kwartalnym



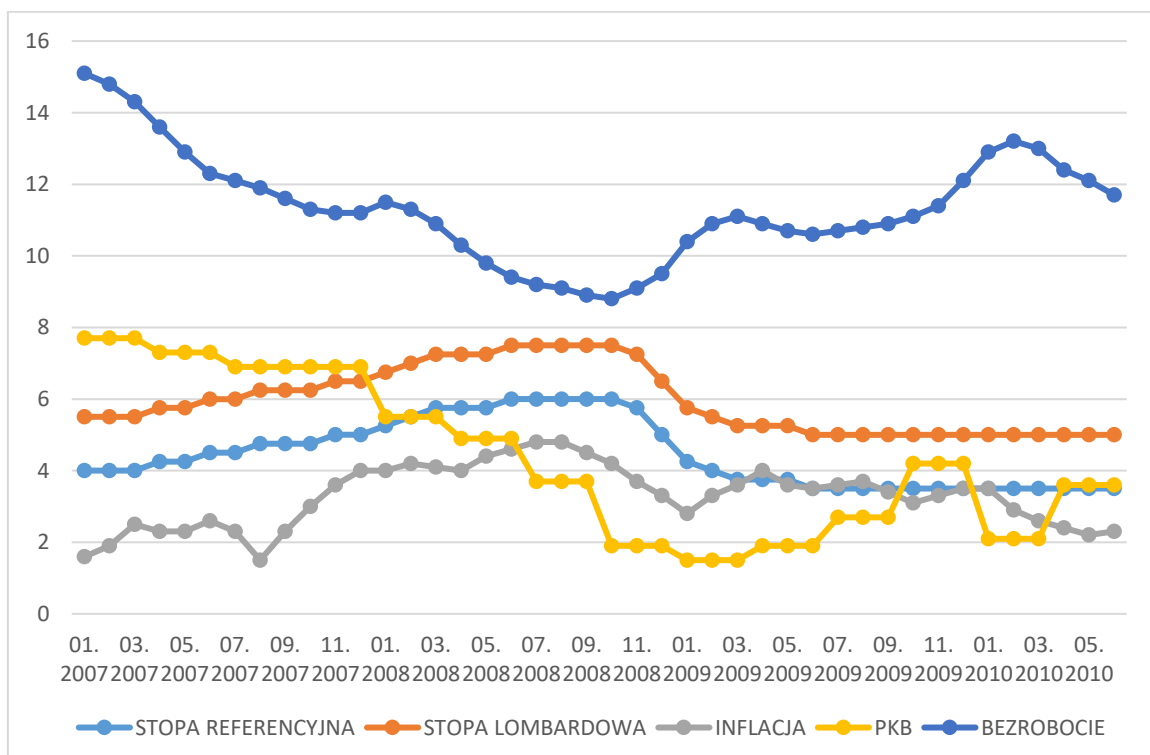
Źródło: opracowanie własne na podstawie danych NBP i GUS.

Wykres 4.20. Wskaźniki stóp procentowych: referencyjnej i lombardowej, inflacja, inflacja bez cen żywności i energii, PKB i bezrobocie w latach 2007–2010 w ujęciu kwartalnym



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych NBP i GUS.

Wykres 4.21. Wskaźniki stóp procentowych: referencyjnej i lombardowej, inflacji, PKB i bezrobocia w latach 2007–2010 w ujęciu miesięcznym



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych NBP i GUS

Prezura Sławomira Skrzypka w NBP miała miejsce w czasie dynamicznego wzrostu gospodarczego Polski, przy jednoczesnych wyzwaniach związanych z kontrolą inflacji i stabilnością finansową. Jego działania w Radzie Polityki Pieniężnej miały na celu utrzymanie równowagi między wsparciem dla gospodarki a kontrolą inflacji.

W 2010 roku Sławomir Skrzypek, ówczesny prezes Narodowego Banku Polskiego, był zaangażowany w kilka istotnych głosowań w Radzie Polityki Pieniężnej (RPP), które miały znaczący wpływ na funkcjonowanie banku centralnego oraz jego politykę.

Stopy procentowe w tym okresie podwyższano 8 razy by w drugiej połowie okresu obniżyć 6 razy.

Tabela 4.3. Obniżki i podwyżki stóp procentowych w latach 2007 – 2010.

ROK	LICZBA OBNIŻEK	LICZBA PODWYŻEK
2007	0	4
2008	2	4
2009	4	0
2010	0	0
2010	0	0

Zródło: Opracowanie własne na podstawie danych NBP i GUS

Rada Polityki Pieniężnej obradowała pod rządami Prezesa Sławomira Skrzypka 56 razy, podejmując 73 uchwały. Zdecydowana większość uchwał – 35 – była podjęta jednogłośnie, 12 razy Za i 17 Przeciw zgodnie z linią Prezesa NBP, choć to często jego głos był decydujący. 5 razy Prezes był w mniejszości a 3 razy Sławomir Skrzypek głosował sam przeciwko pozostałym członkom RPP, z czego raz Uchwała dotyczyła podwyżki stóp procentowych, a dwa razy w sprawach dotyczących organizacji NBP oraz opinii Trybunału Konstytucyjnego.

Sławomir Skrzypek przegrywa w latach 2007 – 2010 10 głosowań, z czego 3 jednogłośnie, mając politycznie większość rady przeciwko sobie - z SLD. Siedmiokrotnie jego głos decyduje o jego opcji.

W 2007 roku:

- 25.04.2007 – przegrywa 4 do 6 i RPP podnosi wysokość stóp procentowych o 0,25 pkt. proc.

- podobnie 27.06.2006

- 29.08.2007 przegrywa jednogłośnie i RPP ponownie podnosi wysokość stóp procentowych o 0,25 pkt. proc.

W 2008:

- jednogłośnie przegrywa 29.01.2008 roku głosowanie Uchwały w sprawie przywrócenia stanu organizacyjnego zgodnego z ustawą o Narodowym Banku Polskim – jako jedyny Sławomir Skrzypek był przeciw.

- 26.11.2008 przegrywa 2 do 8 Wniosek o obniżenie wysokości stóp procentowych o 0,50 pkt. proc.

2009 rok to kolejne 3 przegrane głosowania Przewodniczącego RPP, w tym jedno jednogłośnie:

- 25.02.2009 – przegrywa wniosek o obniżenie wysokości stóp procentowych o 0,50 pkt. proc. 3 do 7

- 7.04.2009 jako jedyny głosuje przeciwko Uchwale w sprawie przedstawienia opinii Trybunałowi Konstytucyjnemu odnoszącej się do znaczenia KDPW S.A. oraz zmian zakresu podmiotowego akcjonariuszy KDPW S.A. (Krajowy Depozyt Papierów Wartościowych).

- 22.04.2009 przegrywa 4 do 5 Uchwałę w sprawie przyjęcia rocznego sprawozdania finansowego Narodowego Banku Polskiego sporządzonego na dzień 31 grudnia 2008 r.

W 2010 roku jedno głosowanie Sławomir Skrzypek wygrywa, gdzie jego głos decyduje i jedno – Uchwałę zmieniającą uchwałę w sprawie zasad tworzenia i rozwiązywania rezerwy na pokrycie ryzyka zmian kursu złotego do walut obcych w Narodowym Banku Polskim – gdzie jest w mniejszości przeciwko – przegrywa.

Po tragicznej śmierci Sławomira Skrzypka obowiązki tymczasowego przewodniczącego Rady Polityki Pieniężnej pełnił Piotr Wiesiołek. W ciągu trzech miesięcy swojego urzędowania przegrał trzy mniej istotne głosowania, będąc w mniejszości. Mimo że te głosowania były mniej istotne, pokazują one, że Rada Polityki Pieniężnej to ciało decyzyjne, w którym różnice zdań i dyskusje na temat polityki monetarnej mogą być często obecne.

W kontekście funkcjonowania NBP i Rady Polityki Pieniężnej te głosowania ilustrują, jak ważne jest uzyskanie wsparcia dla decyzji dotyczących polityki pieniężnej oraz jak istotne może być stanowisko prezesa w procesie podejmowania decyzji⁴².

⁴² Prezes NBP jest odpowiedzialny za formułowanie i realizację polityki pieniężnej, która ma na celu utrzymanie stabilności cen i stabilność makroekonomiczną. Decyzje dotyczące stóp procentowych, operacji rynkowych i innych narzędzi polityki monetarnej są podejmowane przez Radę Polityki Pieniężnej NBP, której przewodniczy prezes. Pełni ponadto funkcję banku centralnego Polski, co oznacza, że zarządza rezerwami walutowymi kraju oraz monitoruje stabilność systemu finansowego. Prezes NBP nadzoruje emisję i obieg

Z całą pewnością można jednak stwierdzić, że analiza wyników głosowań oraz stopień autonomii RPP wobec otoczenia politycznego wskazują na wyraźną wewnętrzną pluralizację Rady. W perspektywie politologicznej okres ten pokazuje, że sam konflikt wewnątrz RPP nie jest jeszcze dowodem upolitycznienia, ale może stanowić przesłankę do badania relacji między układem personalnym a skutecznością procesu decyzyjnego.

5. Prezes NBP Marek Belka – od 11 czerwca 2010 do 20 czerwca 2016

Marek Belka⁴³ objął stanowisko prezesa Narodowego Banku Polskiego (NBP) w okresie, gdy władza w Polsce była sprawowana przez trzy kolejne rządy:

1. Rząd Donalda Tuska (PO-PSL): Belka rozpoczął swoją prezesurę w NBP za czasów tego rządu, który sprawował władzę do września 2014 roku. Platforma Obywatelska (PO) miała w tym okresie dominującą rolę w polityce.
2. Rząd Ewy Kopacz (PO-PSL): Po dymisji Donalda Tuska, Ewa Kopacz objęła urząd premiera we wrześniu 2014 roku. Belka kontynuował swoją funkcję prezesa NBP podczas jej urzędowania, które trwało do listopada 2015 roku.
3. Rząd Beaty Szydło (PiS-Polska Razem/Porozumienie-Solidarna Polska): Po wyborach parlamentarnych w 2015 roku nowym premierem została Beata Szydło. Marek Belka nadal pełnił funkcję prezesa NBP do czerwca 2016 roku, kiedy to jego kadencja dobiegła końca.

Okres jego prezesury przypadł na czas znaczących zmian politycznych i ekonomicznych w Polsce, w tym na konflikty i spory dotyczące polityki gospodarczej między różnymi obozami politycznymi. Był to jednak okres obiektywnie względnie spokojny, co rodzi pytanie, czy wynikało to z lepszego dopasowania decyzji RPP do

pieniądza, dbając o to, aby podaż pieniądza była odpowiednio dostosowana do potrzeb gospodarki, zapewniając stabilność kursu walutowego. Jednym z głównych celów NBP jest kontrola inflacji. Prezes jest odpowiedzialny za monitorowanie wskaźników inflacji i podejmowanie działań mających na celu utrzymanie jej na odpowiednim poziomie. Prezes NBP reprezentuje Polskę w międzynarodowych organizacjach finansowych i gospodarczych, takich jak Międzynarodowy Fundusz Walutowy (IMF) czy Bank Światowy. Prezes NBP odpowiada za przestrzeganie ustawy o Narodowym Banku Polskim oraz za sprawowanie nadzoru nad wszystkimi działaniami banku, a także odgrywa również rolę w komunikowaniu decyzji banku oraz wyjaśnianiu jego polityki opinii publicznej i rynkom finansowym.

⁴³ Marek Belka to polski ekonomista i polityk, profesor nauk ekonomicznych, nauczyciel akademicki i urzędnik w międzynarodowych instytucjach finansowych. Prezes Rady Ministrów w latach 2004–2005. Wiceprezes Rady Ministrów i minister finansów w 1997 w rządzie Włodzimierza Cimoszewicza oraz w latach 2001–2002 w rządzie Leszka Millera. W latach 2004–2005 przewodniczący Komitetu Integracji Europejskiej, w 2005 minister sportu w swoim drugim rządzie, w latach 2010–2016 prezes Narodowego Banku Polskiego, poseł do Parlamentu Europejskiego IX kadencji (2019–2024).

warunków makroekonomicznych, czy także z bardziej sprzyjającego układu większości w Radzie. Jego nominacja na stanowisko prezesa NBP była również częściowo motywowana potrzebą rozwiązania konfliktu dotyczącego linii kredytowej z Międzynarodowym Funduszem Walutowym (MFW), o co zabiegało Ministerstwo Finansów pod przewodnictwem Jacka Rostowskiego.

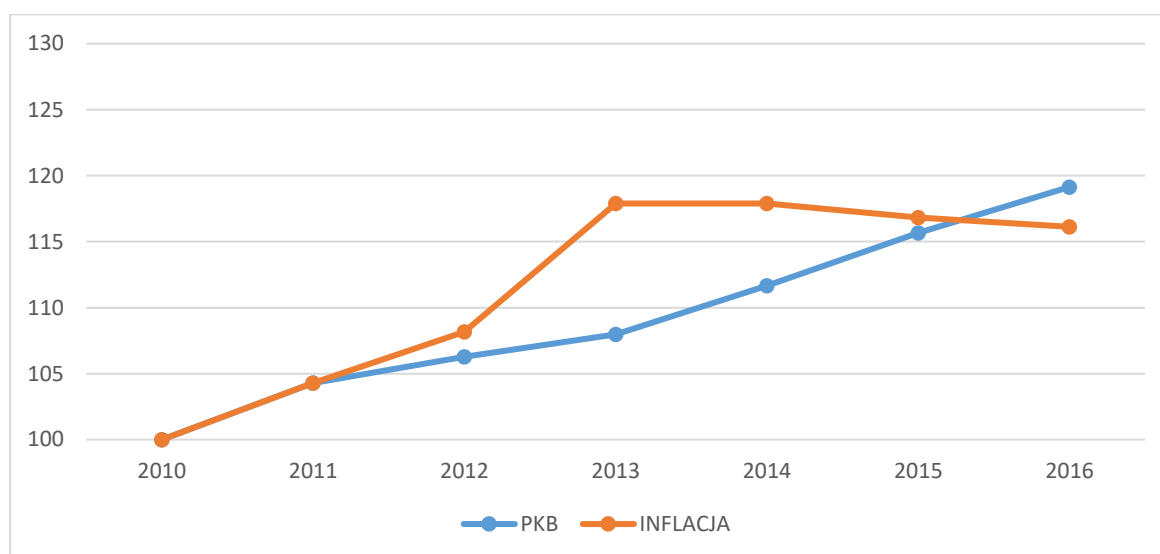
Sytuacja gospodarcza w latach 2011–2012 pogorszyła się w skali globalnej. Kraje Unii Europejskiej odnotowały ujemny wzrost PKB (–0,3%). Kryzys gospodarczy był najgłębszy w południowych krajach strefy euro⁴⁴.

W 2010 r. Rada Polityki Pieniężnej nie dokonała zmian stóp procentowych, za to w dniu 27 października 2010 r. podwyższyła stopę rezerwy do 3,5% – głosem przewodniczącego Belki. Wcześniej, w sierpniu wniosek nie przeszedł, między innymi głosem przewodniczącego. Zmiana ta miała zastosowanie do rezerwy obowiązkowej podlegającej utrzymaniu od 31 grudnia 2010 r., tj. od pierwszego okresu rezerwowego w 2011 r. Decyzja o podwyższeniu stopy rezerwy obowiązkowej wiązała się z wygaśnięciem zaburzeń na rynkach finansowych i była próbą zasygnalizowania gotowości do reagowania na nasilanie presji inflacyjnej. Zgodnie z szacunkami NBP wpływ tej zmiany na ograniczenie płynności rynku pieniężnego miał wynosić około 3,8 mld zł.

Warunki realizacji Założeń polityki pieniężnej na 2011 r. były odmienne, niż przewidywane w prognozach NBP dostępnych w czasie ich opracowywania. Niższe niż prognozowano, umiarkowane ożywienie gospodarcze, konsumpcja i popyt krajowy oraz podwyższona stopa bezrobocia sprzyjały osłabieniu presji inflacyjnej. Także umiarkowany wzrost płac i jednostkowych kosztów pracy nie stwarzały ryzyka przeniesienia się oczekiwań inflacyjnych na ceny, szczególnie w II połowie 2011 r. Wzrostowi inflacji sprzyjała natomiast dynamika inwestycji, która przy rosnącej absorpcji środków z Unii Europejskiej, wykorzystywanych głównie na inwestycje publiczne, ukształtowała się nieco powyżej oczekiwań. Decydujące znaczenie dla kształtowania się uporczywie podwyższonej inflacji miał silny wzrost cen surowców rolnych i energetycznych, a także osłabienie złotego.

⁴⁴ W. Grostal, M. Ciżkowicz-Pękała, op. cit., s. 14.

Wykres 4.22. Porównanie PKB i inflacji w latach 2011–2016



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych NBP i GUS.

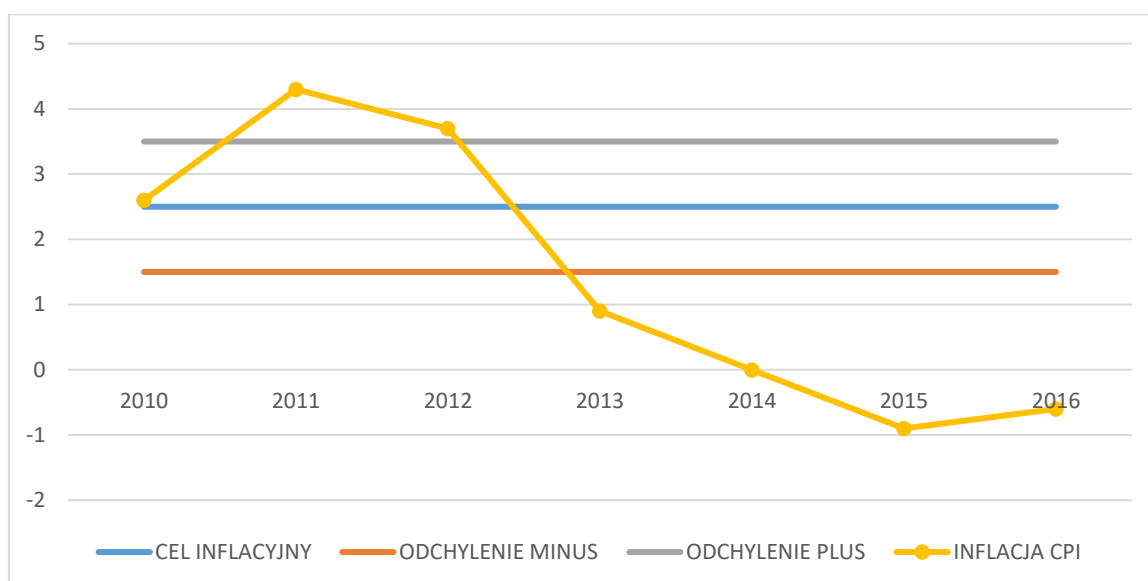
Po znacznie większym wzroście inflacji od PKB w pierwszych trzech latach tego okresu odnotowano znaczący spadek inflacji, deflację i większy łączny wzrost PKB w okresie 2010–2016 (wykres 4.22). Polska była w dużym stopniu zależna od sytuacji w Europie Zachodniej, w tym zwłaszcza w Niemczech. W raporcie OECD Economic Survey of Poland z marca 2012 r. wskazano, że od 2007 r. w okresie globalnego kryzysu gospodarczego Polska osiągała najwyższy wzrost PKB spośród państw członkowskich organizacji. Polska gospodarka w latach 2007–2011 wzrosła o 15%, co było również najlepszym wynikiem pośród państw UE. W tym samym okresie gospodarka całej UE zmalała o 0,5%. Pomimo bardzo dobrych wyników gospodarczych na tle reszty Europy w poprzednich latach Polska pozostawała szóstym najbiedniejszym państwem UE z PKB per capita wynoszącym 64% średniej unijnej.

Tempo wzrostu gospodarczego w Polsce w 2011 r. było stabilne. Produkt krajowy brutto zwiększył się realnie o 4,3% wobec wzrostu o 3,9% w 2010 r. i 1,6% w 2009 r. Polska gospodarka okazała się odporna na niekorzystne procesy zachodzące w gospodarce światowej i europejskiej⁴⁵.

W kolejnych kwartałach 2011 r. tempo wzrostu gospodarczego w Polsce nie ulegało większym zmianom. Najwyższy wzrost odnotowano w I kwartale 2011 r. (4,9%). W 2011 r. korzystnie na dochody budżetu państwa wpływał wyższy niż rok wcześniej wzrost cen towarów i usług konsumpcyjnych. Najwyższy wzrost cen wystąpił w II i IV kwartale.

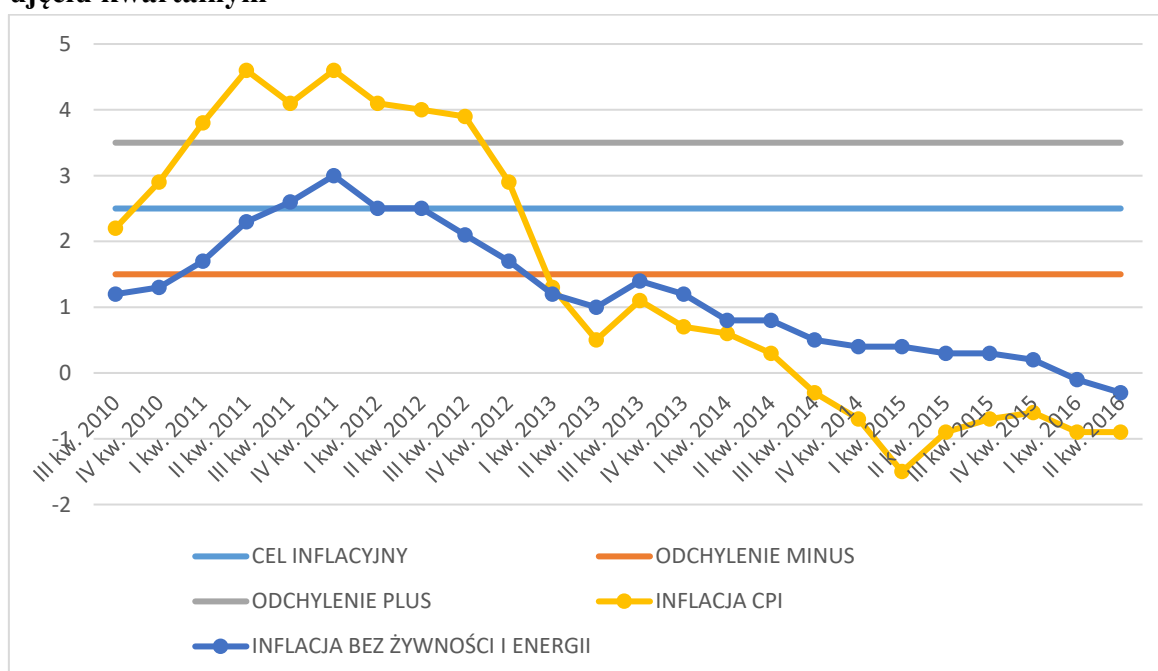
⁴⁵ M. Skopowski, M. Wiśniewski, op. cit., s. 59.

Wykres 4.23. Porównanie założeń i realizacji celu inflacyjnego w latach 2010–2016



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych NBP i GUS.

Wykres 4.24. Porównanie założeń i realizacji celu inflacyjnego w latach 2010–2016 w ujęciu kwartalnym



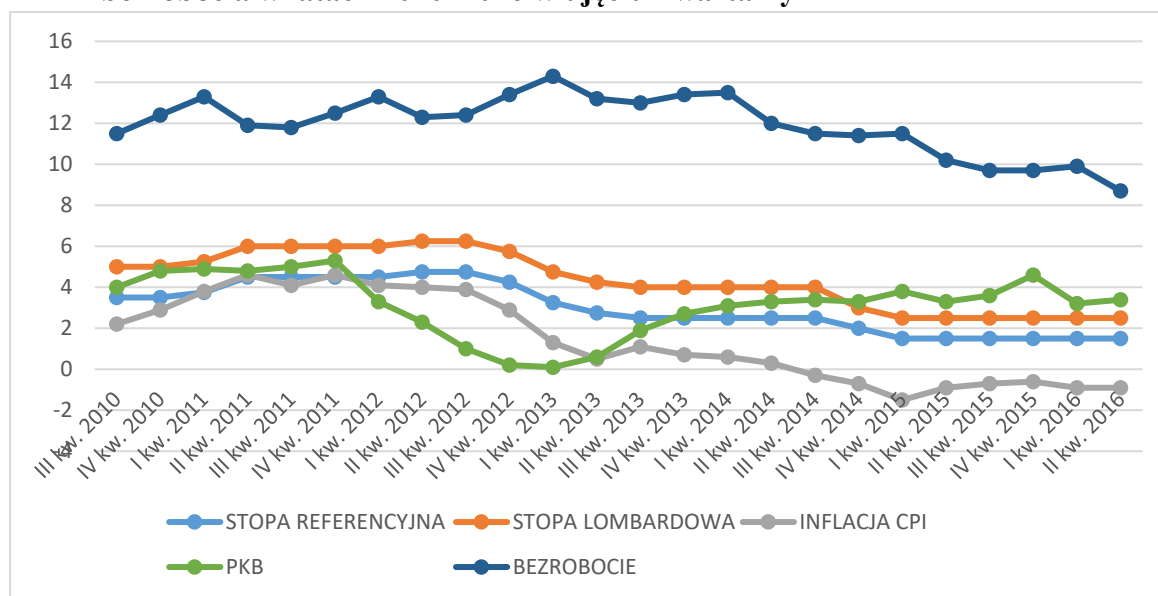
Źródło: opracowanie własne na podstawie danych NBP i GUS.

Inflacja w 2011 r. kształtowała się powyżej celu inflacyjnego, jak i powyżej górnej granicy przedziału odchylenia od celu. Inflacja mierzona wskaźnikiem cen towarów i usług

konsumpcyjnych (CPI) wynosiła 3,6% w styczniu i lutym, a w pozostałych miesiącach mieściła się w przedziale 3,9–5,0%. Średnioroczna inflacja w 2011 r. wyniosła 4,3%⁴⁶.

Największy wpływ na poziom średniorocznego wskaźnika cen konsumpcyjnych w 2011 r. miał wzrost cen żywności o 5,4%, wzrost kosztów użytkowania mieszkań i nośników energii o 6,2% oraz cen paliw o 13,7%, co stanowiło odpowiednio 1,3; 1,3; 0,6 p.p. wzrostu CPI. Wzrost cen żywności wynikał przede wszystkim ze zwiększenia cen produktów rolnych i mięsa w związku z niższą ich podażą. Wzrost cen paliw i nośników energii był skutkiem wzrostu cen ropy naftowej na rynkach światowych, dodatkowo wzmocnionego w II połowie roku istotną deprecjacją złotego, a także zatwierdzenia przez prezesa Urzędu Regulacji Energetyki wyższych taryf na energię elektryczną, gaz i ciepło.

Wykres 4.25. Wskaźniki stóp procentowych: referencyjnej i lombardowej, inflacji, PKB i bezrobocia w latach 2010–2016 w ujęciu kwartalnym

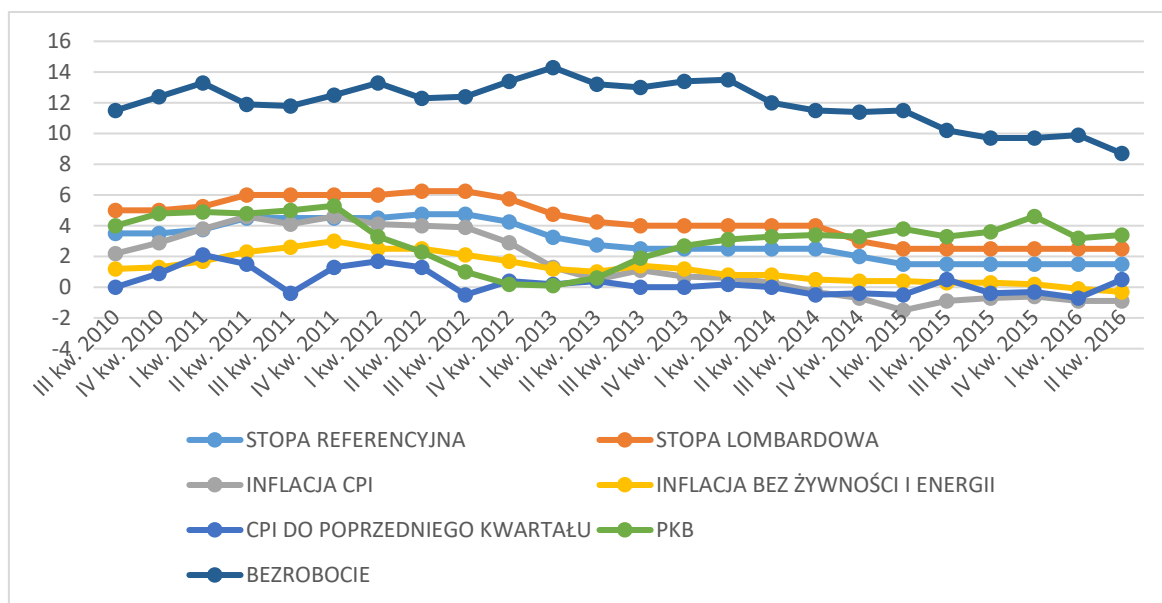


Źródło: opracowanie własne na podstawie danych NBP i GUS.

RPP podwyższyła w I połowie 2011 r. stopy procentowe w styczniu, kwietniu, maju i czerwcu, łącznie o 1,0 p.p. i zacieśniła politykę pieniężną, biorąc pod uwagę silny wzrost cen surowców na świecie i zatrudnienia w kraju oraz kontynuację ożywienia gospodarczego. Czynniki te stwarzały ryzyko nasilenia się presji płacowej i utrwalenia podwyższonej inflacji.

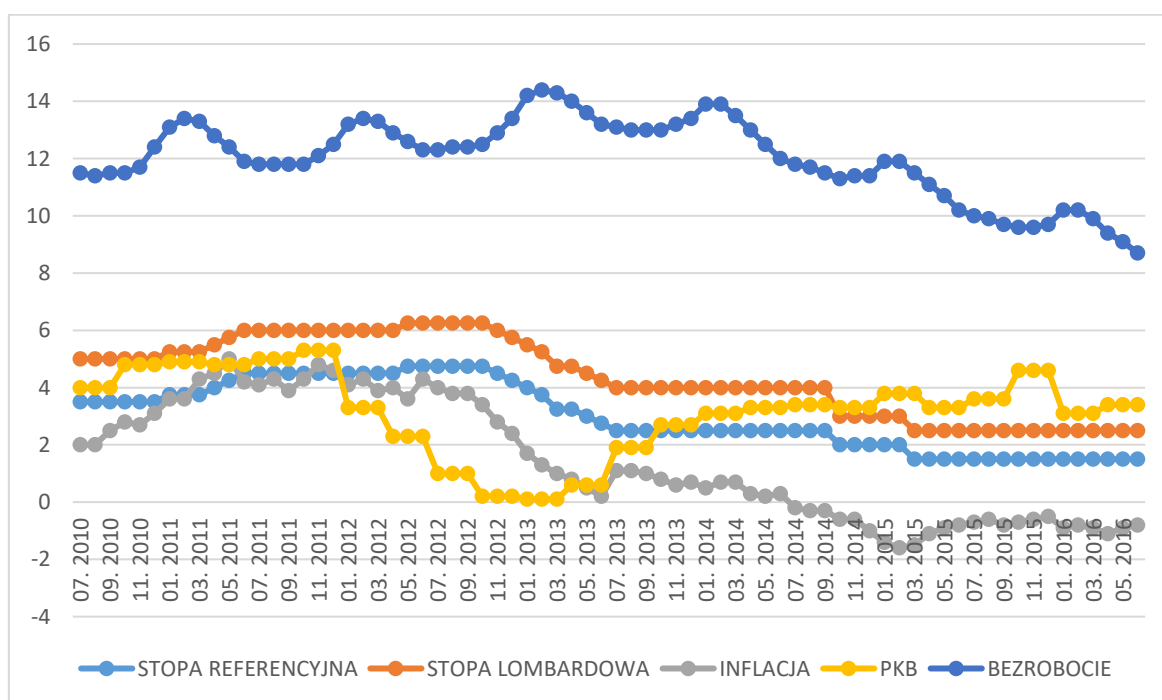
⁴⁶ E. Kwiatkowski, *Inflacja*, w: *Podstawy ekonomii*, red. R. Milewski, E. Kwiatkowski, Warszawa 2018, s. 577–579.

Wykres 4.26. Wskaźniki stóp procentowych: referencyjnej i lombardowej, inflacji, inflacji bez cen żywności i energii, PKB i bezrobocia w latach 2010–2016 w ujęciu kwartalnym



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych NBP i GUS.

Wykres 4.27. Wskaźniki stóp procentowych: referencyjnej i lombardowej, inflacji, PKB i bezrobocia w latach 2010–2016 w ujęciu miesięcznym



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych NBP i GUS.

Niewielkie przyspieszenie wzrostu gospodarczego w 2011 r. wpłynęło na wzrost liczby pracujących w gospodarce narodowej, w tym w sektorze przedsiębiorstw. Nie zahamowało to jednak wzrostu liczby bezrobotnych – zarejestrowanych w urzędach pracy

na koniec 2011 r., która wyniosła 1.983 tys. osób i była wyższa o 1,4% niż na koniec 2010 r. Stopa bezrobocia na koniec 2011 r. wyniosła 12,5%, co oznacza, że wzrosła nieznacznie w skali roku.

Przeciętne miesięczne wynagrodzenie brutto ogółem wyniosło 3400 zł i było o 5,4% (realnie o 1,2%) wyższe niż przed rokiem. Polska gospodarka okazała się w 2011 r. odporna na zjawiska kryzysowe w otoczeniu zewnętrznym. Wzrosły obroty handlowe z zagranicą i aktywność inwestorów zagranicznych⁴⁷.

Pomimo utrzymania w II połowie 2011 r. stóp procentowych na niezmiennym poziomie nastąpiło wyraźne zwiększenie trzymiesięcznej stawki pożyczek międzybankowych WIBOR 3M z 4,72% w sierpniu do 4,98% w grudniu 2011 r., przy niewielkim wzroście stawek pożyczek międzybankowych dla pozostałych krótszych terminów zapadalności.

W 2011 r. złoty od stycznia do sierpnia uległ niewielkiej aprecjacji, a w okresie do grudnia jego kurs gwałtownie osłabiał się. Średni miesięczny kurs złotego do euro w grudniu 2011 r. wzrósł o 12,0% w stosunku do grudnia 2010 r., a średni miesięczny kurs złotego do dolara amerykańskiego w tym samym okresie wzrósł o 12,5%. Zmienność kursu EUR/PLN mierzona średniomiesięczną implikowaną zmiennością z opcji walutowych wzrosła z poziomu 10% w styczniu 2011 r. do najwyższego poziomu 14,7% we wrześniu, a następnie spadła do poziomu 11,9% w grudniu 2011 r.

Oslabienie złotego w II połowie 2011 r. znacząco obniżyło konkurencyjność cenową towarów importowanych na rynku krajowym. Obniżenie tempa wzrostu importu było silniejsze niż tempa wzrostu eksportu. Znalazło to przede wszystkim odzwierciedlenie w spadku importu dóbr konsumpcyjnych. W krótkim horyzoncie deprecjacja kursu zwiększała konkurencyjność cenową produktów krajowych za granicą, co przekładało się na wzmocnienie eksportu przy jednoczesnym spadku importu.

W 2012 r. kryzys w Unii Europejskiej spowodował spowolnienie tempa wzrostu całej gospodarki światowej, w tym gospodarki Polski, która odnotowała wzrost PKB na poziomie 1,9%. Nie nastąpił wzrost zatrudnienia i realnych wynagrodzeń. Zwiększyła się liczba osób pozostających bez pracy. Wzrost cen towarów i usług konsumpcyjnych był większy niż zakładano⁴⁸.

⁴⁷ Artus, P., Barroux Y., *Monetary Policy. A Theoretical and Econometric Approach*. Springer, Dordrecht, 1990, s. 25.

⁴⁸ D. Tymoczko, op. cit., s. 49.

W odróżnieniu od lat poprzednich głównym czynnikiem wspierającym wzrost gospodarczy w 2012 r. był eksport netto, którego wpływ na tempo wzrostu PKB był większy niż w poprzednim roku i wyniósł 2,1 p.p. Spadek tempa wzrostu importu wywołany spowolnieniem inwestycji był głębszy niż ograniczenie dynamiki eksportu wywołane gorszą sytuacją gospodarczą u naszych głównych partnerów handlowych. Liczba bezrobotnych zarejestrowanych w urzędach pracy na koniec 2012 r. wyniosła 2,137 mln osób i była wyższa o 7,8% niż na koniec 2011 r. Stopa bezrobocia na koniec 2012 r. była najwyższa od 2006 r. i wynosiła 13,4%. Wartość złotego wobec walut obcych największym wahaniom ulegała w styczniu i lutym oraz od maja do lipca 2012 r. Począwszy od sierpnia złoty umacniał się. Jego średni kurs do euro w grudniu był o 4,9% niższy niż w czerwcu, a do dolara amerykańskiego o 9,3%⁴⁹.

Inflacja mierzona wskaźnikiem CPI od stycznia do września 2012 r. wynosiła od 3,6% do 4,3%, tj. powyżej celu inflacyjnego, a także powyżej górnej granicy dopuszczalnych odchyłeń od celu określonego w Założeniach. Znaczący spadek inflacji wystąpił w IV kwartale 2012 r. W grudniu wskaźnik CPI obniżył się do 2,4%, tj. nieco poniżej celu inflacyjnego NBP. Średnioroczna inflacja w 2012 r. wyniosła 3,7%⁵⁰.

Inflacja w 2012 r. kształtowała się głównie pod wpływem zewnętrznych czynników podażowych pozostających poza bezpośrednim oddziaływaniem krajowej polityki pieniężnej. Świadczył o tym średnioroczny wskaźnik inflacji bazowej po wyłączeniu cen żywności i energii (2,2%), który kształtował się wyraźnie poniżej celu inflacyjnego. Największy wpływ na poziom średniorocznego wskaźnika cen konsumpcyjnych w 2012 r. miał wzrost cen towarów i usług związanych z użytkowaniem mieszkania i nośników energii o 5,8%, cen żywności i napojów bezalkoholowych o 4,3% oraz cen w transporcie o 7,0%.

Do wzrostu cen żywności przyczynił się utrzymujący się podwyższony poziom cen surowców rolnych na rynkach światowych, szczególnie rosące ceny zbóż, a także ograniczona podaż mięsa i ryb w Polsce. Na wzrost cen żywności wpłynął także wzrost o 15,1% polskiego eksportu artykułów rolno-spożywczych w 2012 r.

W IV kwartale 2012 r. inflacja zaczęła się obniżać wskutek pogorszenia sytuacji gospodarczej w kraju związanej z dekoniunkturą gospodarczą w strefie euro i na świecie, a także okresową aprecjacją złotego. Umocnienie waluty krajowej ograniczało dynamikę cen

⁴⁹ M. Lubiński, Ograniczenia polityki stabilizacyjnej, w: *Polityka gospodarcza. Teoria i realia*, red. J. Stecewicz, Warszawa 2008, s. 71.

⁵⁰ A. Kosior, P. Wiesiołek, *To What Extent Can We Trust Core Inflation Measures? The Experience of CEE Countries*, BIS Papers chapters, w: *Measurement of Inflation and the Philippine Monetary Policy Framework*, t. 49, Bank for International Settlements, Basel 2010, s. 230–324

towarów pochodzących z importu, w szczególności surowców rolnych i energetycznych. Do obniżenia inflacji CPI przyczyniło się trwające od III kwartału 2011 r. spowolnienie wzrostu popytu krajowego, o czym świadczy zarówno bardzo niski wzrost sprzedaży detalicznej żywności, jak i spadek przeciętnych realnych płac w sektorze przedsiębiorstw.

RPP w maju 2012 r. podwyższyła wszystkie stopy procentowe o 25 p.b., w wyniku czego stopa referencyjna wyniosła 4,75%, natomiast w listopadzie i grudniu obniżyła stopy po 25 p.b., ustalając na koniec roku stopę referencyjną na poziomie 4,25%. Podstawą tych decyzji była projekcja listopadowa, która przewidywała dalszy w stosunku do projekcji z lipca spadek CPI do 2,5% i spadek tempa wzrostu PKB do 1,5% w 2013 r.

W I połowie 2012 r. RPP prowadziła politykę pieniężną w sytuacji niepewności co do przebiegu przyszłych procesów gospodarczych. Na decyzję o niepodwyższaniu stóp procentowych do maja wpływ miała inflacja utrzymująca się powyżej górnej granicy odchyień od celu inflacyjnego, jak również dane makroekonomiczne i projekcja PKB, które nie wskazywały jednoznacznie na wyraźne spowolnienie aktywności gospodarczej w Polsce. NBP przewidywał tempo wzrostu PKB w 2012 r. na poziomie 3,0%.

W październiku 2012 r. zarówno wskaźnik CPI, jak i wszystkie cztery wskaźniki inflacji bazowej zmniejszyły się poniżej górnego pułapu odchyień od celu inflacyjnego. Świadczyło to o rzeczywistym osłabieniu presji inflacyjnej. Rozpoczęcie cyklu obniżek stóp procentowych przez RPP w listopadzie nastąpiło w momencie obniżenia się inflacji do poziomu zbliżonego do celu inflacyjnego.

Pierwszy wniosek o podwyżkę stóp procentowych o 0,25 p.p., złożony w kwietniu przez troje członków RPP, nie zyskał akceptacji większości. Podwyżki dokonano w maju większością głosów 8 do 2. Elżbieta Chojna-Duch z PSL i Andrzej Bratkowski z PO od lipca kilkakrotnie wnioskowali o obniżenie stóp procentowych: o 0,25–0,5 p.p. we wrześniu, październiku i listopadzie a w grudniu o 1,5 p.p. Niestety ich wnioski nie przeszły. RPP dokonała obniżek 7 listopada i 5 grudnia – o 0,25 p.p. Rok 2013 rozpoczął się od podobnych wniosków o obniżenie stóp procentowych – w styczniu o 1,25 p.p., w lutym o 1 p.p. i o 0,5 p.p., w maju i czerwcu o 0,5 p.p. Nie uzyskały one jednak większości głosów. W moim przekonaniu decyzje rady z listopada i grudnia były spóźnione, co spowodowało spadek inflacji poniżej założeń, ale przede wszystkim spadek PKB na przełomie 2012 i 2013 r. do 0,1% i 0,2 % kwartalnie.

W 2012 r. kurs złotego do euro i dolara umocnił się. W pierwszych dwóch miesiącach 2012 r. złoty uległ aprecjacji, od marca do maja osłabiał się, a następnie od czerwca 2012 r. do końca roku umacniał się. Średni miesięczny kurs złotego do euro w grudniu 2012 r.

obniżył się o 8,5% w stosunku do grudnia 2011 r., a kurs do dolara amerykańskiego obniżył się o 8,03%.

Kurs złotego zapewnił utrzymanie opłacalności polskiego eksportu w 2012 r. Pozytywny wpływ kursu złotego na gospodarkę spowodował, że eksport netto (nadwyżka eksportu nad importem) pozostał głównym czynnikiem wzrostu gospodarczego w 2012 r. Jego dodatni wkład do wzrostu PKB wyniósł 2,1%⁵¹.

Rok 2013 był drugim z kolei rokiem, w którym tempo wzrostu gospodarczego w Polsce uległo spowolnieniu. Podobnie jak w roku poprzednim głównym czynnikiem wspierającym wzrost gospodarczy w 2013 r. był eksport netto, którego wpływ na tempo wzrostu PKB był jednak mniejszy niż w poprzednim roku i wyniósł 1,6 p.p. Wzrost gospodarczy w Polsce ulegał spowolnieniu przez cały 2012 r. aż do I kwartału 2013 r. W 2013 r. średnioroczny wzrost cen towarów i usług konsumpcyjnych wyniósł 0,9%. Wzrost cen był dużo słabszy niż w 2012 r. Największy wpływ na poziom wskaźnika cen konsumpcyjnych w 2013 r. miały wzrosty cen żywności i napojów bezalkoholowych oraz towarów i usług związanych z mieszkaniem. Na obniżenie wskaźnika cen wpłynął spadek cen towarów i usług związanych z łącznością i transportem oraz spadek cen odzieży i obuwia. W końcu grudnia 2013 r. liczba bezrobotnych zarejestrowanych w urzędach pracy wyniosła 2,1579 mln i była większa o 1,0%, tj. o 21,1 tys. niż rok wcześniej. Stopa bezrobocia rejestrowanego wyniosła 13,4% i ukształtowała się na poziomie sprzed roku⁵².

Narodowy Bank Polski nie zrealizował ustalonego celu polityki pieniężnej. Przez 11 miesięcy wskaźnik wzrostu cen towarów i usług konsumpcyjnych kształtował się od 0,2% do 1,3%, tj. poniżej dolnej granicy przedziału odchyień. Tylko w styczniu inflacja wyniosła 1,7% i mieściła się w dopuszczalnych granicach wahań. Brak skuteczności realizacji celu był przede wszystkim wynikiem czynników niezależnych od banku centralnego⁵³. Ponadto na spadek inflacji poniżej celu oddziaływały decyzje organów NBP, podejmowane głównie w 2012 r. na podstawie przeszacowanych prognoz, i spóźnione obniżki stóp procentowych⁵⁴.

W 2013 r. Rada Polityki Pieniężnej, podążając za spadkiem inflacji, dokonała sześciu obniżek stóp procentowych, jednak ich realny poziom nadal należał do najwyższych w Europie. Moim zdaniem powinna dokonać większych obniżek.

⁵¹ W. Rutkowski, op. cit., s. 165–167.

⁵² Ibidem, s. 100.

⁵³ R. Hutera, *Niezależność banku centralnego*, op. cit., s. 106–107.

⁵⁴ P. Szpunar, *Cele pośrednie a skuteczność polityki pieniężnej*, „Bank i Kredyt” 1998, nr 1–2, s. 18.

Rada Polityki Pieniężnej na etapie opracowywania Założeń polityki pieniężnej na rok 2013, przewidywała głębsze osłabienie koniunktury, popytu krajowego, wyhamowanie inwestycji oraz powolniejszą poprawę na rynku pracy niż zakładał minister finansów w uzasadnieniu do ustawy budżetowej. Na niski poziom inflacji w 2013 r. oddziaływały decyzje RPP o wysokości stóp procentowych NBP, podjęte w szczególności w roku poprzednim, w tym decyzja o podwyżce stopy referencyjnej NBP do wysokości 4,75% w maju 2012 r. oraz utrzymywanie jej na tym poziomie do listopada 2012 r.

W sytuacji nieprzewidzianego i silnego obniżenia inflacji w I połowie 2013 r. Rada Polityki Pieniężnej kontynuowała rozpoczęty w listopadzie 2012 r. cykl obniżek stóp procentowych NBP, podążając za obniżającą się stopą inflacji. W styczniu, lutym, maju, czerwcu i lipcu 2013 r. rada obniżyła wszystkie stopy procentowe NBP po 0,25 p.p. procentowego, natomiast w marcu obniżyła je o kolejne 0,50 p.p. Łączna skala obniżek wyniosła 1,75 p.p. i na koniec 2013 r. stopa referencyjna wynosiła 2,5%, a stopa lombardowa 4%.

Członkowie rady różnili się w poglądach co do skali obniżki stóp, wyrażając obawy o z jednej strony negatywny wpływ spadku aktywności inwestycyjnej sektora prywatnego i publicznego na popyt krajowy, a z drugiej o możliwy spadek skłonności do oszczędzania w sektorze bankowym.

Po zakończeniu w lipcu 2013 r. cyklu obniżek stóp procentowych rada zdecydowała się na wprowadzenie w komunikacji polityki pieniężnej deklaracji co do horyzontu, w którym prawdopodobne będzie utrzymanie stóp procentowych na niezmiennym poziomie (tzw. forward guidance). Od listopada 2013 r. RPP zapowiedziała utrzymanie stóp na niezmiennym poziomie co najmniej do końca pierwszego półrocza 2014 r. Ta warunkowa deklaracja uzależniona była od kształtowania się przyszłej presji inflacyjnej i skali ożywienia gospodarczego. Wprowadzenie tej formy komunikacji, zgodnie z intencjami rady, ograniczyło niepewność rynku dotyczącą prawdopodobnych zmian wysokości stóp procentowych NBP.

Obniżki stóp nie zahamowały istotnie osłabienia wzrostu gospodarczego. Spadek stopy referencyjnej NBP o 1,75 p.p. nie w pełni przełożył się na zmniejszenie oprocentowania kredytów dla gospodarstw domowych, które wyniosło 1,40 p.p. przy wzroście marży kredytowej o 0,2 p.p. dla tej grupy. Obniżki stóp procentowych nie ożywiły istotnie akcji kredytowej, która wzrosła ogółem o 4,1%. W szczególności nieznacznie – o 0,2% – wzrosły kredyty dla przedsiębiorstw, co można przypisać pogarszającej się sytuacji makroekonomicznej i utrzymującemu się ryzyku kredytowemu.

Natomiast najważniejszym czynnikiem ograniczającym poziom płynności był przyrost poziomu pieniądza gotówkowego w obiegu – w ujęciu średniomiesięcznym o 12,414 mln zł. NBP wnioskował o zmniejszenie przyrostu nadpłynności poprzez ograniczenie przez ministra finansów sprzedaży walut w banku centralnym⁵⁵. Wynikiem ustaleń podjętych z Ministerstwem Finansów była zamiana środków z funduszy unijnych w walutach obcych w coraz większych kwotach na rynku, a nie w banku centralnym. Ponadto 19 września 2013 r. podpisano aneks nr 4 do umowy rachunku bankowego ministra finansów w NBP w walutach obcych, konsolidujący rachunki funduszy unijnych z rachunkiem walutowym na spłatę zadłużenia zagranicznego. Minister przekazał większość salda tych rachunków do BGK. Od momentu wejścia w życie aneksu, tj. od 25 września 2013 r., Ministerstwo Finansów praktycznie nie wymieniało walut obcych pochodzących z Unii Europejskiej na złote w NBP. Ograniczenie zamiany walut obcych w NBP wpłynęło na ustabilizowanie się płynności w sektorze bankowym w IV kwartale 2013 r.⁵⁶.

W 2014 r. tempo wzrostu gospodarczego w Polsce, po dwóch latach spowolnienia, nabrało przyspieszenia. Średnioroczne ceny towarów i usług konsumpcyjnych pozostały na poziomie niezmiennym w porównaniu do 2013 r. Poprawiła się sytuacja na rynku pracy. Widoczny był w końcu wpływ działań podjętych przez RPP – obniżek stóp. Głównym czynnikiem wzrostu był popyt krajowy – zarówno konsumpcyjny, jak i inwestycyjny. Zanotowano stopniową poprawę na rynku pracy. Umocniła się nieco dynamika przeciętnego zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw. Wzrost produkcji sprzedanej przemysłu (PPI) i sprzedaży detalicznej był znacznie większy niż w 2013 r. Import w 2014 r. rósł szybciej niż eksport, co wpłynęło na wyższe ujemne saldo w handlu zagranicznym niż w roku poprzednim.

W 2014 r. produkt krajowy brutto w Polsce zwiększył się realnie o 3,4%, tj. dwukrotnie więcej niż w 2013 r. Tempo wzrostu gospodarczego było stosunkowo równomierne w całym okresie – w I kwartale wyniosło 3,1%, w II kwartale – 3,4%, a w kolejnych – 3,3% w ujęciu rocznym. PKB brutto w przeliczeniu na mieszkańca w 2014 r. wyniósł 44 919 zł i był wyższy niż w 2013 r. (43 184 zł) o 4,0%.

Inaczej niż w latach poprzednich głównym czynnikiem wspierającym wzrost gospodarczy w 2014 r. był popyt krajowy. Wpływ tego czynnika na tempo wzrostu gospodarczego wyniósł 4,8 p.p. Rozwój gospodarczy Polski był coraz bardziej uzależniony

⁵⁵ R. Hutowski, *Niezależność banku centralnego*, op. cit., s. 109-111.

⁵⁶ M. Lubiński, Ograniczenia polityki stabilizacyjnej, w: *Polityka gospodarcza. Teoria i realia*, red. J. Steciewicz, Warszawa 2008, s. 72.

od sytuacji gospodarczej w Unii Europejskiej. Średnioroczne ceny towarów i usług konsumpcyjnych w 2014 r. pozostały na poziomie z 2013 r. Największy wpływ na poziom wskaźnika cen konsumpcyjnych w 2014 r. miał spadek cen odzieży i obuwia, usług związanych z edukacją oraz transportem, a także wzrost cen napojów alkoholowych i wyrobów tytoniowych oraz towarów i usług związanych z użytkowaniem mieszkania lub domu i nośnikami energii⁵⁷.

Przeciętne zatrudnienie w gospodarce narodowej w 2014 r. było wyższe niż w poprzednim roku, w tym w sektorze przedsiębiorstw wzrosło o 0,6%. W końcu grudnia 2014 r. liczba bezrobotnych zarejestrowanych w urzędach pracy wyniosła 1,8252 mln i była niższa o 15,4%, tj. o 332,7 tys. niż przed rokiem. Stopa bezrobocia rejestrowanego wyniosła 11,4% i była niższa o 2 p.p. w porównaniu z końcem 2013 r. Czynnikiem wpływającym na rynek pracy była także emigracja zarobkowa Polaków. Wyniki spisu ludności potwierdziły obserwowany w ostatnich latach wzrost liczby Polaków przebywających za granicą. W momencie spisu powszechnego ponad 2 mln osób przebywało powyżej trzech miesięcy poza krajem. Najczęściej Polacy wyjeżdżali za granicę z zamiarem podjęcia pracy, a motywem do wyjazdu była perspektywa wyższych zarobków niż w Polsce. Emigracja na takim poziomie zmniejszyła popyt na pracę w Polsce i bezrobocie, z drugiej jednak strony wyjechali najczęściej ludzie młodzi⁵⁸.

Podstawowy cel polityki pieniężnej na 2014 r. nie został zrealizowany. Przez cały rok inflacja kształtowała się poniżej dolnej granicy dopuszczalnych odchyłeń od celu, tj. poniżej 1,5%, a od lipca notowana była deflacja. Wskaźnik wzrostu cen towarów i usług konsumpcyjnych ulegał systematycznemu obniżeniu z 0,7% w lutym i marcu do -1,0% w grudniu. W całym II półroczu 2014 r. występowała deflacja. Średnioroczny wskaźnik inflacji w 2014 r. wyniósł 0%, podczas gdy w roku poprzednim 0,9%. Średniomiesięczne odchylenie wskaźnika inflacji od celu NBP w 2014 r. wynosiło -2,5 p.p. i było jednym z największych ujemnych odchyłeń wśród państw realizujących strategię bezpośredniego celu inflacyjnego. Brak skuteczności w osiągnięciu celu inflacyjnego w 2014 r. był przede wszystkim wynikiem silnego spadku cen paliw (średniorocznie o 3,4%), energii elektrycznej (o 3,4%) oraz cen żywności nieprzetworzonej (średniorocznie o 1,8%), tj. czynników pozostających poza sferą oddziaływania polityki pieniężnej. Zmiany tych cen pozostawały pod wpływem silnego obniżenia cen surowców energetycznych i produktów rolnych na

⁵⁷ A. Wojtyna, *Za i przeciw*, „Życie Gospodarcze” 1994, nr 30, s. 62-63.

⁵⁸ Z. Polański, *Polityka pieniężna*, [w:] *System finansowy w Polsce*, red. B. Pietrzak, Z. Polański, B. Woźniak, Warszawa 2008, t. I, s. 159

rynkach światowych. Wpływ na ceny żywności miały także ograniczenia w wymianie handlowej, spowodowane embargiem na polskie produkty rolne nałożonym przez Federację Rosyjską.

Do kształtowania się inflacji w Polsce poniżej celu przyczyniły się także decyzje Rady Polityki Pieniężnej o wysokości stóp procentowych, podejmowane w latach 2012–2013 między innymi pod wpływem prognoz inflacji, które w rzeczywistości okazały się przeszacowane. Dodatkowo utrzymywanie stóp procentowych NBP na niezmiennym poziomie od lipca 2013 r. do października 2014 r. przyczyniło się do oddalenia perspektywy osiągnięcia celu inflacyjnego w średnim okresie. Obniżenie stóp procentowych w październiku 2014 r. nie mogło doprowadzić do ograniczenia deflacji w 2014 r., gdyż wpływ zmiany stóp procentowych NBP ujawnia się najsilniej po upływie od czterech do sześciu kwartałów.

O wpływie polityki pieniężnej na kształtowanie się cen towarów i usług konsumpcyjnych świadczą wskaźniki inflacji bazowej. W 2014 r. inflacja bazowa, odpowiadająca wskaźnikowi inflacji ogółem po wyłączeniu cen żywności i energii, utrzymywała się wyraźnie poniżej dolnej granicy odchyień od celu inflacyjnego NBP. Jej średnioroczny wskaźnik uległ obniżeniu z 1,2% w 2013 r. do 0,6% w 2014 r., co wskazywało na brak presji popytowej w gospodarce. Kształtowanie się od lutego 2014 r. inflacji bazowej powyżej wskaźnika cen towarów i usług konsumpcyjnych wskazuje na silniejsze oddziaływanie deflacyjnych czynników zewnętrznych niż krajowych czynników popytowych, na które wpływ ma polityka pieniężna.

Rada Polityki Pieniężnej, podejmując w 2014 r. decyzje w warunkach niepewności co do rozwoju sytuacji makroekonomicznej, działała ostrożnie. Wobec zapowiadanej poprawy koniunktury gospodarczej oraz niestabilnej sytuacji międzynarodowej RPP od listopada 2013 r. do lipca 2014 r. wydłużyła okres stabilizacji głównej stopy procentowej NBP (stopy referencyjnej) na poziomie 2,5%.

W dniu 8 października 2014 r. Rada Polityki Pieniężnej podjęła decyzję o obniżeniu stopy referencyjnej z 2,5% do 2%. Stopa lombardowa została obniżona z 4% do 3%, stopa redyskonta weksli z 2,75% do 2,25%, a stopa depozytowa pozostała niezmienną na poziomie 1%. Wskutek tego nastąpiło zmniejszenie różnicy między stopą lombardową a depozytową z 3 do 2 p.p.

Na obniżenie stopy referencyjnej NBP wpływ miały bieżące informacje wskazujące na spowolnienie dynamiki PKB w Polsce oraz w strefie euro oraz silne spadki cen surowców, w tym szczególnie ropy naftowej, co doprowadziło do wyraźnej deflacji.

Jednocześnie RPP nie wykluczała dostosowania polityki pieniężnej w późniejszym okresie w przypadku pogorszenia koniunktury w Polsce i na świecie lub utrzymania się deflacji. Decyzja o dostosowaniu stóp procentowych do przedłużającej się deflacji i obniżeniu stóp procentowych NBP o 0,5 p.p. została podjęta w marcu 2015 r.

W 2014 r. nie doszło do głębszego obniżenia nominalnych stóp procentowych, gdyż decyzje takie nie uzyskały większości w RPP. Rada brała pod uwagę przede wszystkim zewnętrzny charakter podaźowych szoków surowcowych, które decydowały o deflacji, jeden z najwyższych realny wzrost gospodarczy spośród krajów europejskich, jak i wzrost akcji kredytowej. W ocenie części członków rady dalsze obniżenie stóp procentowych mogłoby pobudzić w nadmiernym stopniu akcję kredytową w gospodarce i osłabić bodźce do restrukturyzacji przedsiębiorstw.

We wrześniu pojawiły się pierwsze wnioski o obniżenie stóp procentowych o 0,5 p.p. i o 0,25 p.p. – wnioskodawcami byli E. Chojna-Duch i J. Osiatyński - nie uzyskały większości głosów. Po obniżkach stóp w październiku kolejnych domagało się kilku członków RPP w listopadzie i grudniu – nawet o 1 p.p. Wnioski te również nie uzyskały większości. Po stronie wnioskujących o mniejsze obniżki stóp – na poziomie 0,25–0,5 p.p. – opowiadał się prezes Marek Belka, jednak przegrywał głosowania w stosunku 4 do 6.

Decyzje RPP skutkowały utrzymaniem najwyższych dodatnich realnych stóp procentowych w Europie i jednych z najwyższych na świecie. Stopy urealnione bieżącą inflacją (ex post) wyniosły średniorocznie 2,4%, natomiast te urealnione oczekiwaną inflacją (ex ante) wyniosły 0,55%. Pomimo obniżki stóp procentowych w 2014 r. do najniższego poziomu w historii nastąpił wzrost stopnia restrykcyjności polityki pieniężnej.

Istniała przestrzeń do dalszego łagodzenia polityki pieniężnej, które stanowiłoby wsparcie dla polityki gospodarczej rządu, między innymi poprzez silniejsze obniżenie kosztów obsługi długu publicznego.

Utrzymywanie relatywnie wysokich realnych stóp procentowych oddziaływało negatywnie na popyt krajowy i na dalsze obniżenie presji inflacyjnej, co sprzyjało przedłużającej się deflacji.

Głębsze obniżenie stóp stwarzałoby niewielkie ryzyko wzrostu inflacji poza górną granicę odchyień celu inflacyjnego, natomiast dalszy spadek cen oznaczał wzrost realnej stopy procentowej, czyli zaostrzenie polityki pieniężnej z negatywnym oddziaływaniem na popyt, a więc prawdopodobnie pogłębianie procesów deflacyjnych⁵⁹.

⁵⁹ P. Misztal, *Oddziaływanie inflacji na wzrost gospodarczy w Polsce w okresie od 1991–2009*, „Ekonomia i Zarządzanie” 2010, t. 2, nr 3, s. 48.

Oslabienie się kursu złotego w 2014 r. zapewniło utrzymanie opłacalności polskiej sprzedaży zagranicznej rozliczanej w euro i USD, a tym samym kursy złotego względem tych walut nie stanowiły bariery dla wzrostu eksportu. Jednak w 2014 r. wzrost polskiego eksportu zagranicznego był istotnie niższy niż wzrost importu z powodu ograniczonego popytu zewnętrznego ze strony krajów Europy Środkowo-Wschodniej, w tym szczególnie Rosji, na towary rolno-spożywcze. W efekcie wkład eksportu netto do PKB w 2014 r. był ujemny (-1,2%).

Wyższe stopy procentowe NBP w stosunku do zagranicy utrzymywały różnicę stóp między WIBOR 3M i EURIBOR 3M, który w grudniu 2014 r. zmniejszył się do 2%. Nie wpłynęło to na ograniczenie napływu kapitału zagranicznego do Polski, stwarzając presję na aprecjację złotego. W efekcie oddziaływało to na obniżenie poziomu cen i stwarzało presję deflacyjną.

W 2015 r. w Polsce utrzymywała się korzystna sytuacja gospodarcza. Odnotowano wyższy wzrost gospodarczy, a stopa bezrobocia była równie niska, co w 2008 r. Wzrost realnych wynagrodzeń był najwyższy od 2008 r. Po raz pierwszy od lat 90. wartość eksportu z Polski była wyższa od wartości importu. Ożywieniu gospodarczemu w Polsce towarzyszyła poprawa sytuacji na rynku pracy. W 2015 r. stopa bezrobocia zmniejszyła się z 11,4% do 9,7%. Od czasu transformacji ustrojowej tak niską stopę bezrobocia zanotowano w Polsce tylko raz – w 2008 r., niemniej jednak nie można było jeszcze uznać, że problem bezrobocia został rozwiązany.

Od III kwartału 2014 r., po raz pierwszy od 1989 r., występowało w Polsce zjawisko deflacji, oznaczające łączne zmniejszenie cen towarów i usług konsumpcyjnych. Z wyjątkiem I kwartału 2015 r. deflacja w żadnym z kwartałów nie przekraczała 1%. Niższe ceny przyczyniły się do wzrostu krajowej konsumpcji ze względu na zwiększenie siły nabywczej wynagrodzeń, jednak utrzymywanie się deflacji w dłuższym okresie mogło skutkować obniżeniem się poziomu inwestycji przedsiębiorstw ze względu na obniżanie się marży⁶⁰.

Produkt krajowy brutto wzrósł w 2015 r. o 3,6%. Głównym czynnikiem wzrostu był popyt krajowy, który zwiększył się o 3,4%. Niższe tempo wzrostu popytu krajowego to w głównej mierze efekt spowolnienia tempa wzrostu inwestycji z 10,0% w 2014 r. do 5,8% w

⁶⁰ T. Chmielewski, A. Kocięcki, T. Łyziak, J. Przystupa, E. Stanisławska, M. Walerych, E. Wróbel, *Mechanizm transmisji polityki pieniężnej w Polsce. Stan wiedzy w 2019 roku*, Warszawa 2019, s. 12.

2015 r. W lutym 2015 r. roczna deflacja była rekordowa (-1,6%). Rekordowe było także ujemne odchylenie od celu inflacyjnego Narodowego Banku Polskiego (-4,1 p.p.)⁶¹.

Wraz z wydłużeniem się okresu deflacji rosło ryzyko, że przekształci się ona w zjawisko o negatywnych konsekwencjach dla gospodarki i że będzie też rósł jej skumulowany niekorzystny wpływ na dochody podatkowe⁶².

Przedłużenie deflacji mogło spowodować, że przeszłaby ona w fazę „złej deflacji”, gdy podmioty zmniejszają wydatki w oczekiwaniu na dalszy spadek cen prowadzący do recesji. Wtedy w warunkach spadku cen zmniejsza się lub całkowicie zanika skuteczność tradycyjnej polityki pieniężnej ze względu na zerowe dolne ograniczenie nominalnej stopy procentowej. Dotychczas ryzyko pojawienia się negatywnych konsekwencji spadku cen było niskie. W 2015 r. utrzymywały się niezakłócone warunki wzrostu gospodarczego. Średnioroczne tempo wzrostu PKB wyniosło 3,6%, kurs złotego był względnie stabilny, tempo akcji kredytowej banków utrzymywało się na poziomie około 7%, płace nominalne rosły w zbliżonym tempie do wzrostu PKB, sytuacja na rynku pracy uległa poprawie, gdyż zatrudnienie rosło, a stopa bezrobocia rejestrowanego w grudniu 2015 r. wyniosła 9,7%, tj. o 1,6 p.p. mniej niż w grudniu 2014 r.

W 2015 r. Rada Polityki Pieniężnej jeden raz obniżyła stopy procentowe o 0,5 p.p., uznając, że głębsza reakcja nie jest potrzebna. W ten sposób realny poziom stóp procentowych w Polsce pozostał jednym z najwyższych na świecie. Wnioski o obniżkę w styczniu o 1 p.p. w styczniu i lutym o 0,25 p.p. (A. Bratkowski i J. Osiatyński) nie uzyskiwały większości głosów rady. Decyzja o obniżeniu stóp procentowych zapadła 4 marca 2015 r. - stopy referencyjnej z 2% do 1,5%, stopy lombardowej z 3,0% do 2,5%, stopy redyskonta weksli z 2,25% do 1,75% oraz stopy depozytowej z 1% do 0,5%. Rada brała pod uwagę wydłużenie się okresu deflacji i wyraźny wzrost ryzyka pozostania inflacji poniżej celu w średnim okresie – na co wskazywała projekcja NBP z marca 2015 r. Na decyzję RPP wpłynęły również niższy od oczekiwanego nominalny wzrost PKB w IV kwartale 2014 r., utrzymujący się ujemny poziom większości wskaźników inflacji bazowej, ujemna luka popytowa, obniżający się do historycznych minimów poziom oczekiwań inflacyjnych, znaczny wzrost poziomu realnych stóp procentowych NBP oraz wzrost ryzyka aprecjacji złotego, spowodowany rosnącym dysparytetem stóp procentowych pomiędzy strefą euro a

⁶¹ A. Kosior, P. Wiesiołek, *To What Extent Can We Trust Core Inflation Measures? The Experience of CEE Countries*, BIS Papers chapters, w: *Measurement of Inflation and the Philippine Monetary Policy Framework*, t. 49, Bank for International Settlements, Basel 2010, s. 300-303.

⁶² R. Kokoszyński, op. cit., s. 151.

Polską. Jednocześnie rada zadeklarowała zakończenie cyklu łagodzenia polityki pieniężnej. Deklaracja ta miała ograniczyć niepewność dotyczącą przyszłej polityki pieniężnej i wpłynąć na utrzymanie stabilności rynku finansowego oraz kursu złotego.

Jednorazowe obniżenie stóp procentowych w marcu 2015 r. nie mogło doprowadzić do ograniczenia deflacji w 2015 r.

W opinii większości rady dalsze obniżenie stóp mogłoby wywrzeć negatywny wpływ na stabilność systemu finansowego z uwagi na dalszy odpływ depozytów z powodu coraz niższych stóp procentowych. Decyzje RPP skutkowały utrzymaniem najwyższych dodatnich realnych stóp procentowych w Europie i jednych z najwyższych na świecie. Średnioroczna realna stopa procentowa ex post (uwzględniająca inflację bieżącą) wyniosła 2,5% w 2015 r. i była zbliżona do poziomu z poprzedniego roku (2,6%). Zdaniem rady do oceny restrykcyjności polityki pieniężnej należy brać pod uwagę wysokość realnych stóp procentowych ex ante (uwzględniających oczekiwaną inflację), a także poziom realnego kursu walutowego uwzględniającego poziom cen w kraju i za granicą.

Na początku 2015 r. wystąpiła podwyższona krótkookresowa zmienność kursu złotego do euro spowodowana silnym dostosowaniem na globalnym rynku walutowym po rezygnacji przez Szwajcarski Bank Narodowy z obrony minimalnego kursu franka szwajcarskiego do euro. Biorąc pod uwagę przyczyny tej sytuacji, Narodowy Bank Polski nie dokonywał interwencji walutowych⁶³.

Średni kurs złotego wobec euro w grudniu 2015 r. wyniósł 4,2905 zł i był wyższy o 1,6% niż w grudniu 2014 r. (4,2233 zł). Średni miesięczny kurs złotego do dolara amerykańskiego w grudniu 2015 r. wyniósł 3,9417 zł i był wyższy o 14,9% niż rok wcześniej (3,4287 zł). Od stycznia do kwietnia złoty umacniał się, natomiast od maja stopniowo deprecjonował.

Wśród czynników lokalnych oddziaływał wzrost oceny ryzyka politycznego związany z okresem wyborczym w kraju oraz niepewnością rynku dotyczącą programu gospodarczego przyszłego rządu. Występowały obawy o stabilność sektora finansowego po wprowadzeniu planowanego dla instytucji finansowych podatku od aktywów i po zapowiedzi restrukturyzacji portfela kredytów walutowych banków⁶⁴.

W 2016 r. nastąpiło w Polsce znaczące spowolnienie tempa wzrostu gospodarczego z 3,6% w 2015 r. do 3%. Spowolnienie to wynikało z niższych niż w 2015 r. inwestycji.

⁶³ Z. Polański, *Polityka pieniężna*, [w:] *System finansowy w Polsce*, red. B. Pietrzak, Z. Polański, B. Woźniak, Warszawa 2008, t. I, s. 161.

⁶⁴ S. Kubiczek, *Od barteru do pieniądza wirtualnego*, Katowice 2015, s. 54.

Głównym czynnikiem wzrostu gospodarczego była szybko rosnąca konsumpcja prywatna. Jej wzrost wynikał z poprawy sytuacji materialnej mieszkańców Polski. W 2016 r. odnotowano rekordowo niską stopę bezrobocia, stosunkowo wysoki wzrost przeciętnych oraz minimalnych wynagrodzeń, a także wzrost siły nabywczej rodzin wychowujących dzieci, związany z wypłatą świadczenia wychowawczego z Programu Rodzina 500 plus.

Wielkość PKB w Polsce wzrosła w 2016 r. zaledwie o 3%. Po okresie szybkiego wzrostu inwestycji nastąpiło zmniejszenie ich skali, które przypadło na rok 2016.

Zmniejszenie się tempa wzrostu gospodarczego w 2016 r. nie wpłynęło na zmianę trendu poprawy sytuacji na rynku pracy. Przeciwnie, tak niskiej stopy bezrobocia, jak w 2016 r., nie obserwowano w Polsce od 1991 r., tj. początków transformacji gospodarczej. W 2016 r. bez pracy pozostawało średnio 6,2% ludności aktywnej zawodowo, a w samym IV kwartale – tylko 5,5%. W 2016 r. liczba zarejestrowanych w urzędach pracy w Polsce bezrobotnych zmniejszyła się o 228,1 tys. osób, a stopa bezrobocia wyniosła 8,2%.

W całym 2016 r. inflacja kształtowała się wyraźnie poniżej celu polityki pieniężnej ustalonego na 2,5% z przedziałem odchyień ± 1 p.p.

W listopadzie 2016 r. zakończyła się deflacja. Choć w ocenie Rady Polityki Pieniężnej miała być zjawiskiem krótkotrwałym, utrzymywała się przez 28 miesięcy. Nie spowodowała ona negatywnych skutków dla gospodarki ani dla stabilności sektora finansowego, choć takie obawy były.

W miesiącach od stycznia do października 2016 r. w stosunku do analogicznego okresu roku poprzedniego utrzymywała się deflacja od $-1,1\%$ do $-0,2\%$, w listopadzie wskaźnik CPI wyniósł $0,0\%$, a w grudniu $0,8\%$. Średniorocznie deflacja w 2016 r. wyniosła $-0,6\%$ i była nieco mniejsza niż w roku poprzednim ($-0,9\%$). W całym 2016 r. wskaźnik CPI pozostawał poniżej dolnej granicy odchyień od celu inflacyjnego NBP i poniżej prognoz z okresu opracowywania Założeń. Średnioroczne ujemne odchylenie od celu osiągnęło $-3,1$ p.p., tj. nieznacznie mniej niż w 2015 r. ($-3,4$ p.p.). Polska należała do krajów o największym ujemnym odchyleniu wskaźnika CPI od celu inflacyjnego spośród realizujących strategię bezpośredniego celu inflacyjnego.

Wydłużenie się do października 2016 r. okresu deflacji w Polsce było wynikiem spadku cen surowców energetycznych na rynkach światowych, głównie ropy naftowej, co obniżało krajowe ceny energii, w tym ceny paliw, gazu ziemnego i administrowanych cen energii elektrycznej. Czynniki te pozostawały poza oddziaływaniem polityki pieniężnej NBP. Nieoczekiwane pogłębienie spadku cen ropy naftowej w IV kwartale 2015 r. i w I kwartale 2016 r. oddziaływało negatywnie na dynamikę cen przez większą część 2016 r. (do

września). Ceny paliw do prywatnych środków transportu w 2016 r. były średniorocznie o 6,7% niższe niż w 2015 r. Średnioroczny spadek cen gazu ziemnego o 7,9% oraz energii elektrycznej o 1,7% wynikał z zatwierdzenia przez prezesa Urzędu Regulacji Energetyki w I połowie 2016 r. nowych niższych taryf dla gospodarstw domowych.

W 2016 r. nastąpiło nieznaczne obniżenie restrykcyjności polityki pieniężnej w porównaniu do roku poprzedniego. Rada w Założeniach wskazała, że do oceny restrykcyjności polityki pieniężnej należy brać pod uwagę wysokość realnych stóp procentowych ex ante, a także poziom realnego kursu walutowego uwzględniającego poziom cen w kraju i za granicą.

Średnioroczna realna podstawowa stopa procentowa NBP ex ante wyniosła około -0,1% w 2016 r. wobec 0% w 2015 r.

Średni kurs złotego wobec euro w grudniu 2016 r. wyniósł 4,4371 zł i był wyższy o 3,4% niż w grudniu 2015 r. (4,2905 zł). Średni kurs złotego do dolara amerykańskiego w grudniu 2016 r. wyniósł 4,2049 zł i był wyższy o 6,7% niż rok wcześniej (3,9417 zł). Osłabienie złotego w 2016 r. zapewniło utrzymanie opłacalności polskiej sprzedaży zagranicznej, rozliczanej w euro i dolarze amerykańskim, a tym samym kursy złotego względem tych walut nie stanowiły bariery dla eksportu⁶⁵.

W badanym okresie NBP nie dokonywał interwencji walutowych. W ocenie NBP czynniki wpływające na istotne wahania kursu złotego miały charakter przejściowy i nie stanowiły zagrożenia dla stabilności makroekonomicznej i finansowej Polski⁶⁶.

Po zakończeniu swojej kadencji Marek Belka kontynuował działalność jako ekonomista i polityk, odgrywając dalej istotną rolę w debatach publicznych dotyczących gospodarki i finansów⁶⁷.

⁶⁵ F.S. Mishkin, *Ekonomika pieniądza, bankowości i rynków finansowych*, Warszawa 2002, s. 506.

⁶⁶ B.S. Bernanke, F.S. Mishkin, op. cit.

⁶⁷ Rola prof. Marka Belki jako ekonomisty jest bardzo wszechstronna i obejmuje zarówno aspekty teoretyczne ekonomii, jak i praktyczne działania w sferze polityki gospodarczej i finansowej na poziomie krajowym i międzynarodowym. Jego doświadczenie i wiedza są cenne dla rozwoju ekonomii oraz dla formułowania skutecznych strategii zarządzania gospodarczego. Jako ekonomista Belka zajmuje się analizą i prognozowaniem trendów gospodarczych, co ma istotne znaczenie dla podejmowania decyzji zarówno w sferze polityki gospodarczej, jak i biznesowej. Prof. Belka jest autorem licznych publikacji naukowych z zakresu ekonomii, które wpłynęły na rozwój teorii i praktyki ekonomicznej. Jego wkład w edukację ekonomiczną jest także znaczący, prowadzi wykłady i seminaria, dzieli się swoją wiedzą i doświadczeniem z przyszłymi ekonomistami.

Tabela 4.4. Obniżki i podwyżki stóp procentowych w latach 2010 – 2016.

ROK	LICZBA OBNIŻEK	LICZBA PODWYŻEK
2010 2 połowa	0	0
2011	0	4
2012	2	1
2013	6	0
2014	1	0
2015	1	0
2016 1 połowa	0	0

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych NBP

Stopy procentowe w tym okresie najpierw podnoszono 5 razy by później 10 razy obniżyć. Rada Polityki Pieniężnej w czasie gdy Prezesem NBP był Marek Belka, obradowała 70 razy i podjęła 113 Uchwał, z czego 51 uchwał przyjęto jednogłośnie zgodnie ze stanowiskiem Prezesa NBP, 24 niejednogłośnie zgodnie z jego stanowiskiem, a w 24 przypadkach głosowanie przeciwne wnioskowi było zgodne ze stanowiskiem Prezesa. Tylko 4 razy Prezes był w mniejszości, która przegrywała głosowanie.

Prezes Marek Belka w drugiej połowie 2010 roku nie przegrał głosowań, ale 10 razy głosował z większością przeciwko wnioskodawcom. 3 razy jego głos decydował.

Pozostałe lata były dla Marka Belki względnie spokojne. Przegrywa 4 głosowania większością w latach 2012 i 2014 (z nim głosują A. Bratkowski, E.J. Osiatyński i A. Zielińska – Głębocka):

- 3.10.2012 przegrywa 4 do 5 wniosek o obniżenie wysokości stóp procentowych NBP o 25 punktów bazowych

- 7.11.2012 – podobnie, tym razem 4 do 6, wniosek o obniżenie wysokości stóp procentowych o 0,50 pkt. proc.

- 5.11.2014 – przegrywa 4 do 6 Wniosek o obniżenie stóp procentowych NBP o 0,50 pkt. proc.

- w tym samym dniu, w podobnym stosunku, przegrywa wniosek o obniżenie stóp o 0,25 pkt. proc.

W 2013 roku czterokrotnie jego głos decydował, w 2014 dwa razy.

Do połowy 2016 roku (do wyboru 21 czerwca 2016 roku Adama Glapińskiego) Marek Belka wygrywa jeszcze 4 głosowania jednogłośnie.

Oceniając ten okres należy stwierdzić, że procesu decyzyjnego była w znacznej mierze rezultatem zarówno bardziej przewidywalnych warunków makroekonomicznych, jak i układu personalnego sprzyjającego przewodniczącemu. Przesłanki możliwego oddziaływania czynnika politycznego pozostają tu słabsze niż w kadencji następnej. W ujęciu politologicznym okres ten sugeruje, że większa spójność decyzji RPP może wynikać zarówno z merytorycznego konsensusu, jak i z bardziej stabilnego układu większości w Radzie.

6. Prezes NBP Adam Glapiński – od 21 czerwca 2016

Ta część ma szczególne znaczenie dla rozprawy, ponieważ dotyczy okresu, w którym pytanie o granice autonomii banku centralnego i o możliwe oddziaływanie czynnika politycznego stało się najbardziej widoczne w debacie publicznej.

Analiza dotycząca decyzji Rady Polityki Pieniężnej pod rządami Prezesa Adama Glapińskiego wymaga rozróżnienia trzech faz: okresu względnej stabilizacji do 2019 r., okresu pandemicznego oraz okresu gwałtownego wzrostu inflacji w latach 2021–2022. Dopiero takie rozróżnienie pozwala ocenić adekwatność decyzji RPP i siłę przesłanek możliwego oddziaływania czynnika politycznego.

6.1. Adam Glapiński – lata 2016 – 2019 - okres stagnacji.

W tej fazie zasadniczym pytaniem pozostaje, czy utrzymywanie bardzo łagodnych warunków monetarnych było adekwatne do danych makroekonomicznych, czy też wynikało z preferencji dla podtrzymywania wzrostu i łagodnych warunków finansowania kosztem szybszego reagowania na narastające ryzyka inflacyjne.

W lutym 2016 roku Adam Glapiński został powołany na członka Zarządu NBP, a już w czerwcu tego samego roku został wybrany na stanowisko prezesa NBP. Po wyborze na kolejną kadencję w 2022 roku, podnoszono kwestie zgodności tego wyboru z przepisami, z uwagi na to, że Adam Glapiński wcześniej pełnił funkcję członka zarządu NBP, co mogło ograniczać jego możliwość objęcia drugiej kadencji jako prezes.

W listopadzie 2016 r. zakończyła się deflacja. Na wystąpienie inflacji w grudniu 2016 r. wpłynęły rosnące ceny ropy naftowej oraz produktów rolnych. Ceny ropy kształtowały się pod wpływem decyzji krajów OPEC o ograniczeniu wydobycia ropy od początku 2017 r. Kształtowanie się wskaźników inflacji bazowej poniżej zera wskazuje jednak, że do poziomu CPI znacznie poniżej przedziału odchyień od celu przyczyniły się nie tylko czynniki niezależne od NBP, ale także czynniki popytowe, na które oddziałuje polityka pieniężna banku centralnego⁶⁸.

W latach 2017–2019 polska gospodarka rozwijała się dużo szybciej niż w latach wcześniejszych. Wysokiemu wzrostowi konsumpcji prywatnej towarzyszyły zwiększone inwestycje, które powróciły na ścieżkę wzrostu po znaczącym spadku wartości w 2016 r. Wzrost gospodarczy przełożył się na poprawę sytuacji materialnej ludności. O ile realny wzrost przeciętnych wynagrodzeń był dosyć umiarkowany, to znacząco zwiększył się poziom najniższych wynagrodzeń, zmniejszyła się też stopa bezrobocia.

PKB wzrósł w 2017 r. w stosunku do poprzedniego roku o 4,6%. Dynamika spożycia była najważniejszym czynnikiem wzrostu gospodarczego w Polsce. Tempo wzrostu konsumpcji wyniosło w 2017 r. 4,7%. Kolejnymi czynnikami były szybko przyrastająca wartość zapasów oraz wysoka dynamika eksportu⁶⁹.

Zwiększenie tempa wzrostu gospodarczego w 2017 r. wpłynęło na dalszą poprawę sytuacji na rynku pracy. W listopadzie 2017 r. zanotowano najniższą od grudnia 1990 r. stopę bezrobocia rejestrowanego wynoszącą 6,6%.

Główną przyczyną ograniczenia stopy bezrobocia w Polsce było powstawanie nowych miejsc pracy. W 2017 r. liczba pracujących zwiększyła się o niemal 300 tys. osób. Najwięcej nowych miejsc pracy powstało w podmiotach zajmujących się przetwórstwem przemysłowym (89 tys.), handlem (55 tys.), transportem i gospodarką magazynową (41 tys.) oraz administrowaniem i działalnością wspierającą (40 tys.).

Obniżenie się stopy bezrobocia i ograniczona dostępność nowych pracowników w pewnym stopniu przyczyniły się do wzrostu dynamiki wynagrodzeń, zwłaszcza w sektorze przedsiębiorstw, w którym przeciętne miesięczne wynagrodzenie brutto było w 2017 r. o 5,9% wyższe niż w 2016 r. Jednak w związku z powrotem inflacji realny wzrost wynagrodzeń w 2017 r. nie był tak wysoki.

Założenia polityki pieniężnej na rok 2017 zostały zrealizowane. Roczna inflacja w poszczególnych miesiącach 2017 r. wynosiła od 1,5% do 2,5%, a zatem kształtowała się w

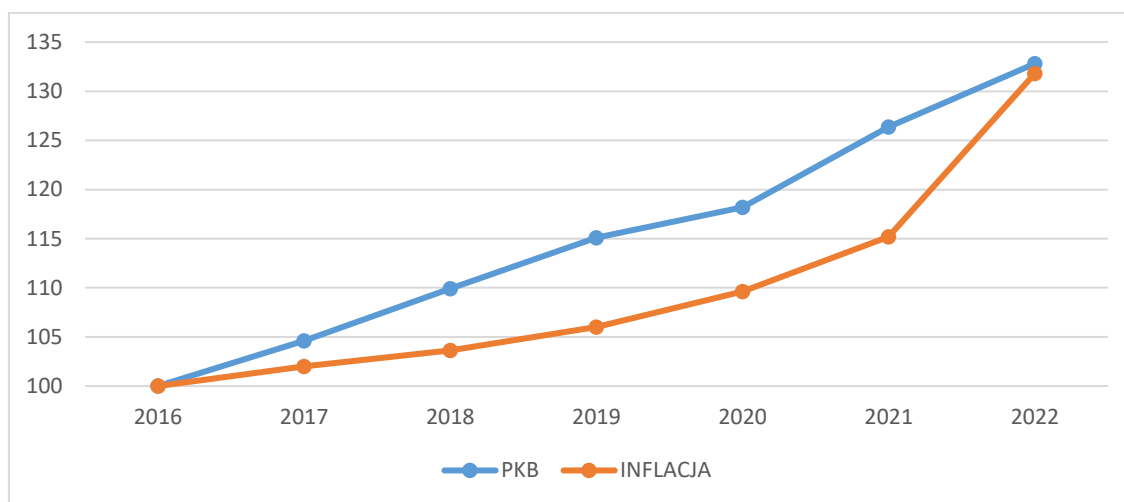
⁶⁸ W. Baka, *Niezależność i odpowiedzialność banku centralnego*, „Prawo Bankowe” 2002, nr 5.

⁶⁹ B. Winiarski, *Polityka gospodarcza*, Warszawa 2002, s. 431.

paśmie odchyień od celu polityki pieniężnej ustalonego na 2,5% z symetrycznym przedziałem odchyień ± 1 p.p.

W latach 2017, 2018 i 2019 Rada Polityki Pieniężnej nie dokonała zmiany stóp procentowych. Wobec wzrostu inflacji wystąpiły w Polsce ujemne realne stopy procentowe, które jednak pozostały nadal wysokie na tle krajów europejskich.

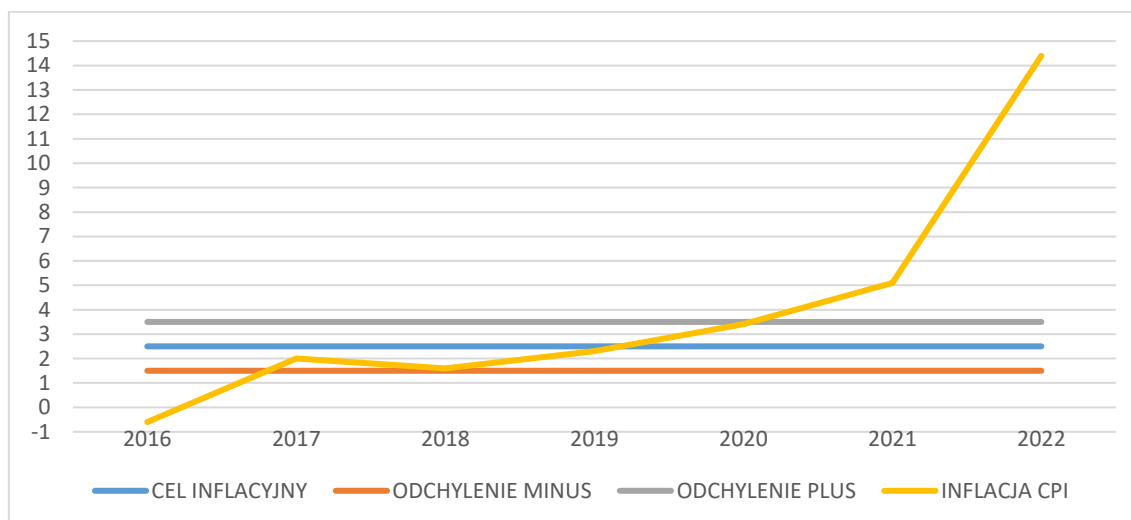
Wykres 4.28. Porównanie PKB i inflacji w latach 2016–2022



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych NBP i GUS.

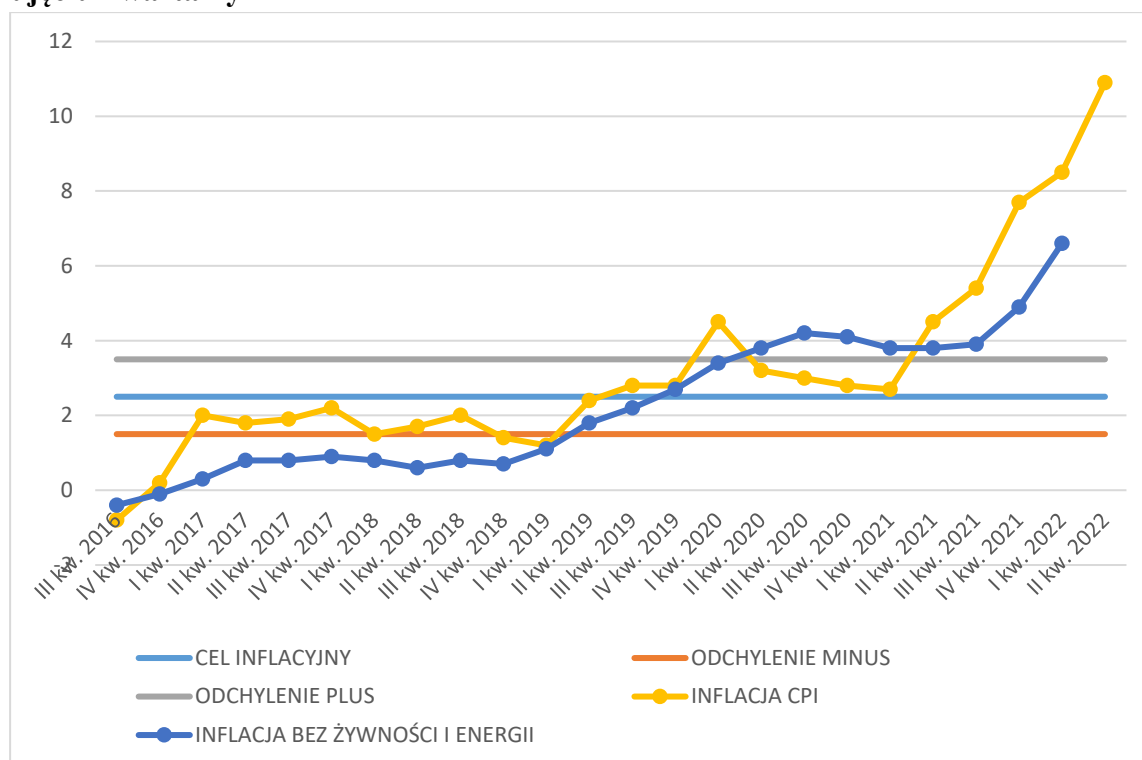
Wykres 4.28 uwidocznia znacznie większą dynamikę wzrostu PKB, szczególnie w pierwszych trzech latach omawianego okresu. Pod koniec 2022 r. inflacja dogoniła PKB i przekroczyła go w kolejnych miesiącach.

Wykres 4.29. Porównanie założeń i realizacji celu inflacyjnego w latach 2016–2021



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych NBP i GUS.

Wykres 4.30. Porównanie założeń i realizacji celu inflacyjnego w latach 2016–2022 w ujęciu kwartalnym



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych NBP i GUS.

Średniorocznie inflacja w 2017 r. wyniosła 2,0% i była istotnie wyższa niż w latach poprzednich.

Na inflację wpłynął także wzrost krajowych cen żywności średniorocznie o 4,2%, związany z niekorzystnymi warunkami pogodowymi panującymi najpierw na południu Europy, a następnie w Polsce, oraz niższą podażą niektórych produktów nabiałowych. Czynniki te pozostawały poza oddziaływaniem polityki pieniężnej Narodowego Banku Polskiego. Czynnikiem przyczyniającym się do wzrostu cen żywności w 2017 r. było zwiększenie krajowego popytu na żywność⁷⁰. Wpływ na to miał wzrost dochodów do dyspozycji gospodarstw domowych o 5,1% w wyniku wzrostu zatrudnienia i płac. Skutki presji płacowej ujawniły się szczególnie w IV kwartale 2017 r., gdy tempo przyrostu wynagrodzeń w gospodarce narodowej w stosunku do analogicznego kwartału roku poprzedniego sięgnęło 7,1%. Do wyższej dynamiki cen przyczyniał się również wzrost presji kosztowej w polskiej gospodarce, przejawiający się istotnym wzrostem cen PPI o 4–5% od początku roku do maja 2017 r.

⁷⁰ W. Grostal, M. Ciżkowicz-Pękała et al., op. cit., s. 23.

Wzrost średniorocznego wskaźnika inflacji bazowej, liczonego jako CPI po wyłączeniu cen żywności i energii, z historycznie najniższego poziomu $-0,2\%$ w 2016 r. do $0,7\%$ w 2017 r. wskazuje, że do ukształtowania się CPI przyczyniły się nie tylko czynniki niezależne od Narodowego Banku Polskiego, ale także czynniki popytowe, na które oddziałuje polityka pieniężna banku centralnego.

Do podwyższenia inflacji bazowej przyczynił się wzrost wskaźnika cen usług, których dynamika średniorocznie sięgnęła $2,4\%$, tj. o $1,6$ p.p. więcej niż rok wcześniej. Najbardziej w tej grupie wzrosły ceny usług restauracyjnych i hotelowych. W kierunku podwyższenia inflacji bazowej oddziaływał systematyczny wzrost popytu konsumpcyjnego. Wyrazem zwiększenia się presji popytowej w skali całej gospodarki było domknięcie się luki popytowej z ujemnego poziomu stanowiącego $-0,8\%$ potencjalnego PKB w I kwartale 2017 r. do $0,8\%$ w IV kwartale 2017 r.

Narodowy Bank Polski nie doszacował w swoich prognozach z 2017 r. rzeczywistego tempa wzrostu PKB w 2017 r., w szczególności w prognozie z marca 2017 – o $0,9$ p.p. Wzrost PKB w całym 2017 r. wyniósł $4,6\%$ wobec $3,0\%$ w 2016 r. Do utrzymania się inflacji bazowej na relatywnie niskim poziomie przyczyniła się ujemna dynamika cen towarów nieżywnościowych, wynosząca średniorocznie $-0,8\%$. Najbardziej wpłynęły na to spadki cen odzieży i obuwia o $5,2\%$, które obniżyły CPI o $0,3$ p.p. Wzrost cen z jednej strony ograniczył siłę nabywczą dochodów ludności i związaną z nią skalę spożycia, a z drugiej strony – z uwagi na to, że oprocentowanie depozytów było na ogół niższe od wskaźnika inflacji – zniechęcał do gromadzenia oszczędności w bankach, co jednak nie musiało się przekładać automatycznie na wzrost konsumpcji⁷¹.

W 2017 r. inflacja przyczyniła się, według szacunków Narodowego Banku Polskiego, do zwiększenia dochodów budżetu państwa o około 1 mld zł. Związane to było ze wzrostem dochodów z podatku od towarów i usług, które były wyższe o $13,3$ mld w stosunku do 2016 r., przede wszystkim z powodu poprawy ściągальności tego podatku w wyniku zmian legislacyjnych oraz wyższego niż zakładano w ustawie budżetowej spożycia prywatnego.

O utrzymaniu się relatywnie wysokiego wzrostu popytu konsumpcyjnego świadczyła wysoka średnioroczna dynamika sprzedaży detalicznej – $8,4\%$ w 2017 r. Konsumpcję wspierała systematyczna poprawa sytuacji na rynku pracy, bardzo dobre nastroje konsumentów, zwiększanie się dochodów do dyspozycji gospodarstw domowych

⁷¹ B. Pietrzak, Z. Polański, B. Woźniak (red.), op. cit., s. 132.

wynikające z utrzymującego się wzrostu zatrudnienia i przyspieszenia wzrostu wynagrodzeń, w tym podniesienia płacy minimalnej, oraz wypłaty świadczeń w ramach realizacji programu Rodzina 500 plus.

Decyzja rady o pozostawieniu stóp procentowych bez zmian stanowiła wsparcie polityki gospodarczej rządu.

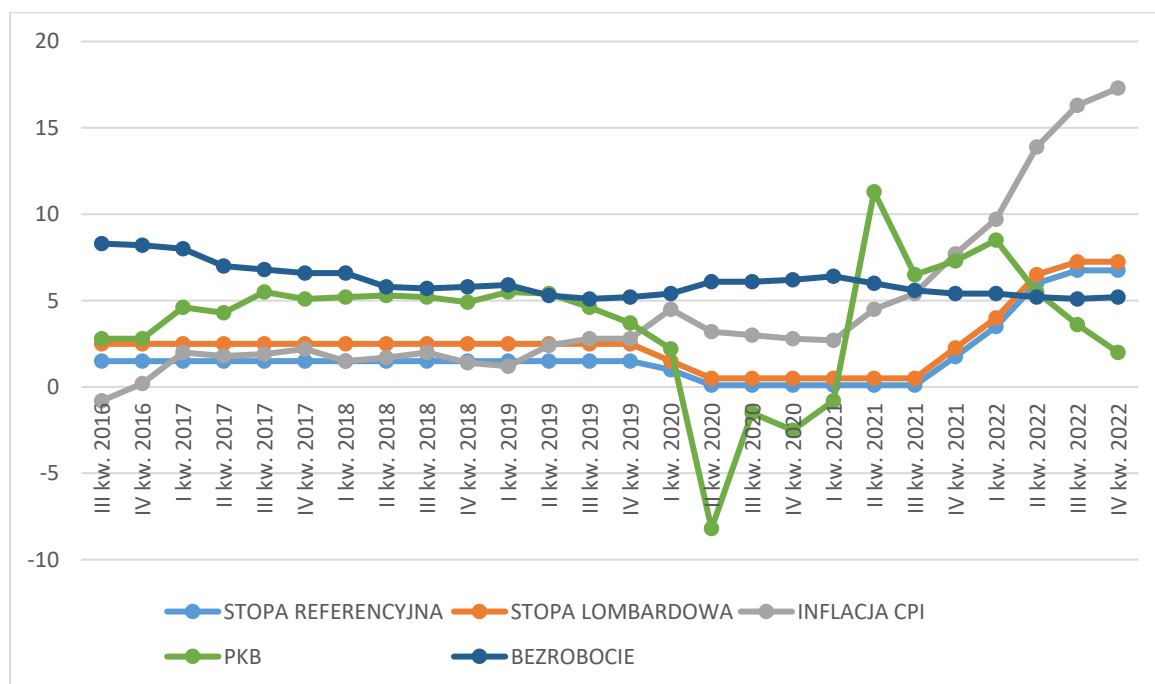
Kwartalnie, jak widać na wykresie 4.30., realizacja założeń dotyczących inflacji nie przebiegała już tak dobrze, jednak wskaźnik nie odbiegał mocno od zakresu 1,5–3,5%.

Zasadniczymi czynnikami wpływającymi na zwiększenie płynności w ujęciu średniorocznym były przede wszystkim: wpłata z zysku Narodowego Banku Polskiego do budżetu państwa (9,003 mln zł), skup netto walut obcych przez Narodowy Bank Polski (8,504 mln zł), wypłaty Narodowego Banku Polskiego z tytułu dyskonta bonów pieniężnych i odsetek od rezerwy obowiązkowej (1,645 mln zł).

W ciągu 2017 r. złoty umocnił się wobec euro o 5,3%. Jednocześnie deprecjacja dolara wobec euro przełożyła się na większe, co do skali, umocnienie złotego wobec dolara amerykańskiego, które w 2017 r. wyniosło 15,6%.

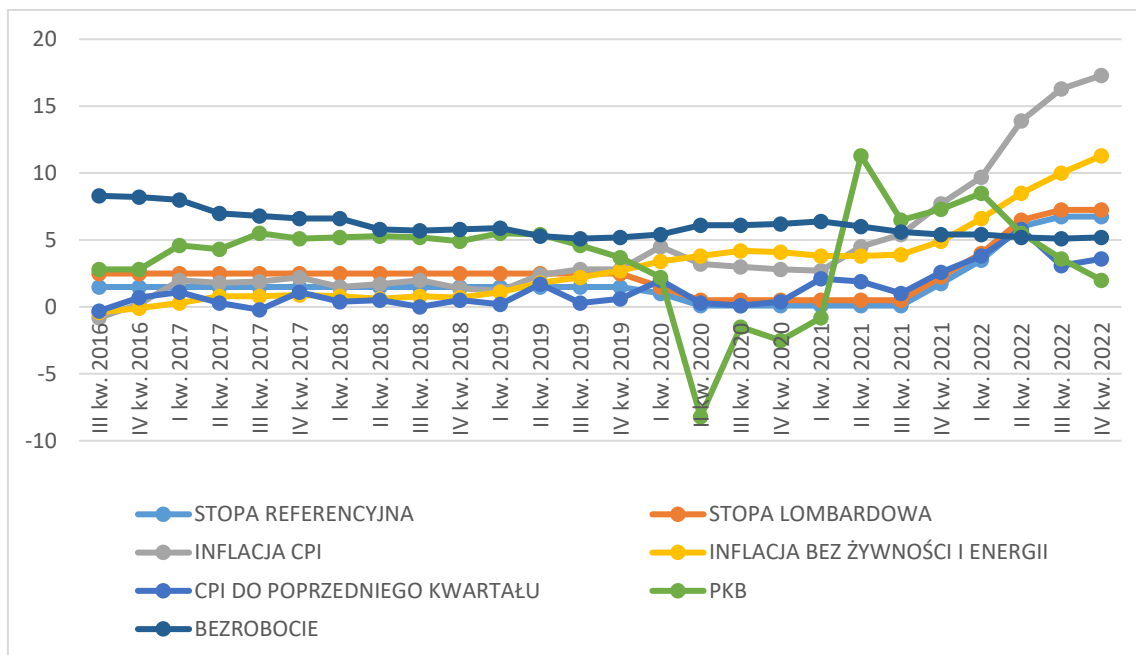
W grudniu 2017 r. w kierunku aprecjacji złotego oddziaływały również spekulacje uczestników krajowego rynku walutowego o aktywności Banku Gospodarstwa Krajowego, sprzedającego waluty za złote na zlecenie ministra rozwoju i finansów.

Wykres 4.31. Wskaźniki stóp procentowych: referencyjnej i lombardowej, inflacji, PKB i bezrobocia w latach 2016–2022 w ujęciu kwartalnym



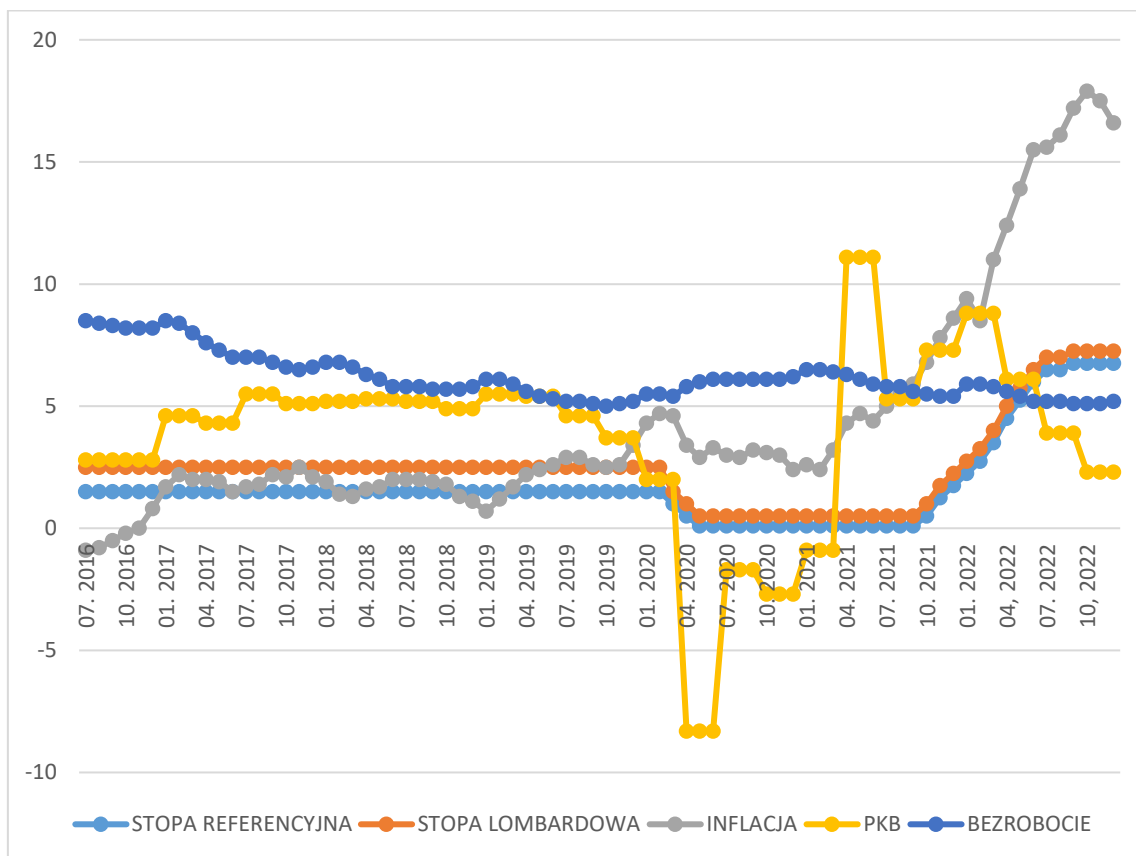
Źródło: opracowanie własne na podstawie danych NBP i GUS.

Wykres 4.32. Wskaźniki stóp procentowych: referencyjnej i lombardowej, inflacji, inflacji bez cen żywności i energii, PKB i bezrobocia w latach 2016–2022 w ujęciu kwartalnym



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych NBP i GUS.

Wykres 4.33. Wskaźniki stóp procentowych: referencyjnej i lombardowej, inflacji, PKB i bezrobocia w latach 2016–2022 w ujęciu miesięcznym



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych NBP i GUS.

W 2017 r. Narodowy Bank Polski nie dokonywał interwencji walutowych, gdyż czynniki wpływające na wahania kursu złotego miały charakter przejściowy i nie stanowiły zagrożenia dla stabilności makroekonomicznej i finansowej Polski. Narodowy Bank Polski nie przeprowadzał również swapów walutowych z bankami komercyjnymi.

Rok 2018 był jednym z najbardziej udanych pod względem sytuacji gospodarczej okresów w historii Polski po 1989 r. Wysokiemu wzrostowi gospodarczemu towarzyszyła niska inflacja oraz równowaga na rachunku bieżącym bilansu płatniczego. Taka kombinacja zjawisk gospodarczych wskazuje, że wysoki wzrost gospodarczy w Polsce przebiegał w stabilnych warunkach, nie prowadził do nierównowagi na rynku krajowym i w wymianie międzynarodowej, co pokazuje, że wzrost ten miał solidne fundamenty ekonomiczne i nie był sztucznie wykreowany⁷².

Wielkość PKB w Polsce wzrosła w 2018 r. w stosunku do 2017 r. o 5,1%. Głównym czynnikiem umożliwiającym wysoki wzrost gospodarczy była dynamicznie rosnąca konsumpcja prywatna, która przyczyniła się do wzrostu PKB w 2018 r. o 2,6 p.p. Drugim ważnym czynnikiem wzrostu były inwestycje. Rosnąca od dwóch lat dynamika nakładów brutto na środki trwałe przyczyniła się do wzrostu dynamiki PKB o 1,5 p.p. Nieco wyższa dynamika importu (107,1%) względem dynamiki eksportu (106,3%) spowodowała, że w 2018 r. saldo obrotów z zagranicą było o około 6 mld zł niższe niż w roku 2017. Czynnikiem wspierającym wyższą konsumpcję była również niższa niż rok wcześniej inflacja. Założenia polityki pieniężnej na rok 2018 zostały więc zrealizowane⁷³.

W 2018 r. Rada Polityki Pieniężnej nie dokonała zmiany stóp procentowych, także w sytuacji, gdy w czterech miesiącach tego roku dwunastomiesięczne wskaźniki inflacji spadły poniżej 1,5%. Utrzymanie stóp procentowych na niezmiennym poziomie oraz zapowiedź ich stabilizacji w kolejnych kwartałach była wsparciem polityki gospodarczej rządu, w szczególności sprzyjała obniżeniu kosztów obsługi długu Skarbu Państwa.

Po deflacji, jaka wystąpiła w latach 2015–2016, oraz po powrocie wskaźnika inflacji w 2017 r. w okolice celu inflacyjnego, w 2018 r. występował mniej dynamiczny wzrost cen towarów i usług konsumpcyjnych niż w roku poprzednim. W 2018 r. wskaźnik tego wzrostu zwiększył się z 1,3% w marcu do 2,0% w czerwcu, lipcu i sierpniu, by ponownie spaść do 1,1% w grudniu. We wszystkich miesiącach 2018 r. wskaźnik ten kształtował się poniżej celu inflacyjnego NBP (2,5%), a w czterech miesiącach – lutym, marcu, listopadzie i grudniu – także poniżej dolnej granicy przedziału odchyień od celu inflacyjnego, czyli poniżej 1,5%.

⁷² W. Przybylska-Kapuścińska, *Polityka pieniężna. Cele, strategie i instrumenty*, Warszawa 2002, s. 7-8.

⁷³ M. Szyszko, *Prognozowanie inflacji w polityce pieniężnej*, Warszawa 2009, s. 24.

Inflacja bazowa utrzymywała się wyraźnie poniżej dolnej granicy odchyień od celu inflacyjnego NBP. W 2018 r., tak jak w roku poprzednim, wyniosła ona średniorocznie 0,7%. Notowania inflacji bazowej wskazują, że to głównie czynniki uznawane za pozostające pod wpływem polityki pieniężnej przyczyniały się do odchylenia się bieżących notowań inflacji ogółem od celu inflacyjnego. Główną składową hamującą wzrost inflacji bazowej było zerowe średnioroczne tempo wzrostu cen towarów nieżywnościowych. Wzrost cen usług wyniósł natomiast średnio w roku 1,5%.

W 2018 r. średnioroczny wzrost cen towarów i usług konsumpcyjnych wyniósł 1,6%, o 0,4 p.p. mniej niż rok wcześniej. Szybciej od tego wskaźnika rosły, drugi rok z rzędu, ceny żywności (2,7% w 2018 r.), transportu (4,2%) oraz opału (6,7%) i energii, przez co konsumenci mogli odnieść wrażenie wyższej niż rzeczywista inflacji.

Wzrost cen energii związany był z rosnącymi cenami surowców energetycznych, w tym ropy naftowej, na rynkach światowych. Wskutek tego wzrosły krajowe ceny energii – średniorocznie o 3,6%, w tym ceny paliw o 7,8%. Główną przyczyną wzrostu cen ropy naftowej na rynkach światowych był spadek światowych zapasów i wydobycia tego surowca, do czego przyczyniła się napięta sytuacja polityczna na Bliskim Wschodzie oraz w Wenezueli. Wzrostowi cen ropy sprzyjał również utrzymujący się popyt na nią w warunkach korzystnej sytuacji gospodarczej na świecie. Tendencję tę zmieniło dopiero w końcu roku złagodzenie sankcji międzynarodowych na zakup ropy z Iranu, rosnące wydobycie ropy przez Stany Zjednoczone, Arabię Saudyjską oraz inne państwa należące do Organizacji Krajów Eksportujących Ropę Naftową, a także wzrost obaw o spowolnienie globalnego wzrostu gospodarczego⁷⁴.

Na inflację wpłynął także wzrost krajowych cen żywności średniorocznie o 2,6%. Wzrost ten w I połowie roku był konsekwencją mniejszej podaży na niektórych rynkach surowców rolnych (zbóż, mleka i produktów mlecznych oraz jaj). Od połowy roku ceny żywności kształtowały się w szczególności pod wpływem niekorzystnych warunków meteorologicznych związanych z przedłużającą się suszą w 2018 r., powodującą wzrost cen zbóż i warzyw. Czynnikiem przyczyniającym się do wzrostu cen żywności w 2018 r. był także wzrost krajowego popytu na żywność. Wpływ na to miał wzrost dochodów do dyspozycji gospodarstw domowych o 5,1% w wyniku zwiększania zatrudnienia i płac.

Problemy przedsiębiorców z zatrudnieniem pracowników ze względu na obniżenie wieku emerytalnego i stabilizację skali imigracji zarobkowej utrzymywały presję płacową

⁷⁴ M. Skopowski, M. Wiśniewski, op. cit., s. 116.

na wysokim poziomie, o czym świadczył najwyższy od dekady roczny wzrost nominalnych wynagrodzeń w gospodarce narodowej, zanotowany w IV kwartale 2018 r. (7,7%).

Rada wskazywała w II połowie 2018 r., że czynnikiem podwyższającym inflację może być silniejszy wzrost cen energii w związku z 400-procentowym wzrostem w 2018 r. cen uprawnień do emisji dwutlenku węgla, wyższymi cenami tzw. kolorowych certyfikatów stanowiących mechanizm zwiększenia produkcji energii elektrycznej z odnawialnych źródeł energii oraz wprowadzeniem od 2019 r. opłaty emisyjnej. W listopadowej projekcji inflacji Narodowy Bank Polski przewidywał zwiększenie tempa wzrostu cen energii do 7,2% w 2019 r. Ryzyko krótkoterminowej perspektywy wzrostu cen tej grupy czynników produkcji obniżyło się, gdy 28 grudnia 2018 r. Sejm uchwalił ustawę obniżającą stawkę akcyzy i opłaty przejściowej, mającą prowadzić do utrzymania cen energii elektrycznej dla odbiorców końcowych w 2019 r. na poziomie z połowy 2018 r. W projekcji inflacji z marca 2019 r. Narodowy Bank Polski ograniczył zakładany wzrost cen energii do 1,2% w 2019 r., przewidując podwyższony przyrost tych cen w 2020 r. (o 4,3%).

Projekcja Narodowego Banku Polskiego z listopada 2018 r. przewidywała wzrost inflacji o 3,2% w 2020 r. W tej sytuacji na posiedzeniu Rady Polityki Pieniężnej w listopadzie 2018 r. podniesiono argumenty za podwyższeniem stóp procentowych. Wskazywano na zwiększenie ryzyka utrzymywania się inflacji powyżej 2,5% w dłuższym okresie. Zgłoszony 7 listopada przez Kamila Zubelewicza, wybranego z rekomendacji prezydenta Dudy, pierwszy od dwóch lat wniosek o podwyższenie stóp procentowych Narodowego Banku Polskiego o 25 p.b. nie został jednak przyjęty głosami przewodniczącego i jego opcji.

Zasadniczymi czynnikami wpływającymi na zwiększenie płynności w ujęciu średniorocznym w 2018 r. były przede wszystkim: skup netto walut obcych przez Narodowy Bank Polski (wzrost płynności średniorocznie o 26,097 mln zł) oraz rozliczenie wykorzystania przez ministra finansów wypłaty z zysku Narodowego Banku Polskiego dokonanej w 2017 r. (średnioroczny wzrost płynności o 3,904 mln zł)⁷⁵.

W ciągu 2018 r. złoty osłabił się wobec euro o 2,1% oraz wobec dolara amerykańskiego o 6,2%. Wśród czynników globalnych na osłabienie kursu złotego wpływały między innymi obawy inwestorów o trwałość ożywienia gospodarczego na świecie, zwiększane utrzymującą się niepewnością co do przełożenia się napięć w relacjach

⁷⁵ A. Wojtyna, *Za i przeciw*, „Życie Gospodarcze” 1994, nr 30, s. 61–62

handlowych pomiędzy Stanami Zjednoczonymi i Chinami na globalną aktywność gospodarczą.

W II połowie 2018 r. kurs euro wykazywał tendencję utrzymywania się wokół poziomu 4,30 zł, przy odchyleniu nieprzekraczającym $\pm 1\%$. Czynnikiem sprzyjającym stabilizacji złotego było utrzymywanie stabilnych stóp procentowych. W 2018 r. Głównym czynnikiem umożliwiającym stosunkowo wysoki wzrost gospodarczy w Polsce pozostała konsumpcja, mimo zmniejszającej się drugi rok z rzędu dynamiki. Na wzrost konsumpcji oddziaływało przede wszystkim zwiększenie się liczby pracujących i wysoki wzrost wynagrodzeń. Wzrost konsumpcji przyczynił się do zwiększenia w 2019 r. dynamiki produktu krajowego brutto o 2,2 p.p.

Drugim ważnym czynnikiem wzrostu gospodarczego w 2019 r. były inwestycje. Realna wartość nakładów brutto na środki trwałe zwiększyła się względem wartości z 2018 r. o 7,2%, co wskazuje na utrzymywanie się wysokiego tempa wzrostu inwestycji, odnotowanego już w 2018 r.

Do utrzymania się wysokiego tempa wzrostu gospodarczego w 2019 r. przyczynił się również – oprócz konsumpcji i inwestycji – wzrost salda obrotów z zagranicą. Składnik ten miał zbliżony udział (1,2 p.p.) we wzroście produktu krajowego brutto do udziału inwestycji.

W kolejnych kwartałach 2019 r. można było obserwować stopniowe pogarszanie sytuacji gospodarczej w Polsce. Ostatni kwartał 2019 r. był szóstym z rzędu, w którym następowało osłabienie wzrostu gospodarczego.

Od stycznia do października 2019 r. stopa bezrobocia rejestrowanego stopniowo się obniżała, osiągając na koniec tego okresu 5%. Była to najniższa stopa bezrobocia rejestrowanego od września 1990 r. W listopadzie i grudniu 2019 r. stopa bezrobocia pozostawała na niemal równie niskim poziomie, co w październiku. Stopa bezrobocia długotrwałego wyniosła w 2019 r. średnio 0,7%, co wskazuje, że problem tego bezrobocia był marginalny.

Lata 2018–2019 były jednymi z najbardziej udanych pod względem sytuacji gospodarczej okresów w historii Polski po 1989 r. Wysokiemu wzrostowi gospodarczemu towarzyszyła rekordowo niska stopa bezrobocia, umiarkowana inflacja oraz – w 2019 r. – nadwyżka na rachunku bieżącym bilansu płatniczego. Założenia polityki pieniężnej na rok 2019 zostały zrealizowane.

W 2019 r. występował bardziej dynamiczny wzrost cen towarów i usług konsumpcyjnych niż w roku poprzednim. W 2019 r. roczny wskaźnik wzrostu tych cen

zwiększył się z 0,7% w styczniu do 2,9% w lipcu i sierpniu. W październiku inflacja uległa obniżeniu do 2,5%, by ponownie wzrosnąć w grudniu – do 3,4%. Przez dziesięć miesięcy 2019 r. omawiany wskaźnik mieścił się w dopuszczalnym przedziale odchyłeń od celu polityki pieniężnej, a w dwóch miesiącach – w styczniu i lutym – kształtował się poniżej dolnej granicy przedziału odchyłeń, czyli poniżej 1,5%.

Średnioroczny zharmonizowany indeks cen konsumpcyjnych w Polsce (HICP), obliczany według metodologii określonej przez Komisję Europejską, będący między innymi podstawą oceny spełniania kryterium stabilności cen w Unii Europejskiej, wyniósł w 2019 r. 2,1%. Był on wyższy niż średnia w krajach Unii Europejskiej (1,5%) i krajach strefy euro (1,2%). Oznacza to, że czynniki krajowe przyczyniały się do wzrostu cen w Polsce silniej niż zagraniczne⁷⁶.

Najbardziej wzrosła inflacja bazowa po wyłączeniu cen administrowanych. W grudniu 2019 r. osiągnęła 3,6%. Tym samym przekroczyła górną granicę odchyłeń od celu inflacyjnego. W całym roku jej notowania były wyższe niż notowania inflacji ogółem. Jej średnioroczny wskaźnik wyniósł 2,5%. Kształtował się o 0,2 p.p. powyżej wskaźnika inflacji ogółem. Z kolei odczyty inflacji bazowej po wyłączeniu cen żywności i energii przez cały rok były niższe niż wskaźniki wzrostu cen towarów i usług konsumpcyjnych ogółem. Średnioroczna wielkość tego wskaźnika inflacji bazowej w 2019 r. wyniosła 2%. Potwierdza to tezę o zróżnicowanych czynnikach wzrostu cen w 2019 r.

W kierunku wzrostu inflacji ogółem przez większość roku oddziaływały przede wszystkim zmiany cen żywności i usług. Średnioroczny wzrost cen żywności i napojów bezalkoholowych wyniósł 4,9%.

Wynikał on z silnie rosnących od II kwartału 2019 r. cen żywności nieprzetworzonej – średniorocznie o 7,8%. Było to konsekwencją ograniczeń w produkcji roślinnej spowodowanych niekorzystnymi warunkami meteorologicznymi oraz spadkiem produkcji mięsa wieprzowego z uwagi na rozprzestrzenianie się na świecie afrykańskiego pomoru świń. Największy roczny wzrost cen warzyw zanotowany został w sierpniu, gdy wyniósł 34,8%, a owoców i mięsa w grudniu 2019 r., gdy sięgnął 12,8%.

Czynnikiem przyczyniającym się do wzrostu cen żywności w 2019 r. był także wzrost krajowego popytu na żywność. Wpływ na to miał wzrost dochodów do dyspozycji gospodarstw domowych o 6,6%, wyższy niż w 2018 r. o 1,5 p.p. Był on wynikiem zwiększania zatrudnienia i płac, zmian prawnych powodujących zwiększenie wydatków na

⁷⁶ C. Kosikowski, *Finanse publiczne i prawo finansowe – realia i perspektywy zmian*, Białystok, 2012, s. 215–216.

świadczenia społeczne oraz obniżenia podatku dochodowego od niektórych grup osób fizycznych. Czynniki te częściowo wpłynęły także na wzrost cen usług. Średnio w 2019 r. wyniósł on 3,8%. Oddziaływał na niego również wzrost cen administrowanych usług mieszkaniowych. W tej grupie najsilniej proinflacyjnie oddziaływała podwyżka opłat za wywóz śmieci, sięgająca średniorocznie 21,4%. Była ona wywołana między innymi koniecznością spełnienia unijnych norm dotyczących gospodarki odpadami, w tym selektywnej zbiórki nieczystości.

Czynnikami, który od początku roku ograniczał wzrost cen, było obniżenie opłat za energię elektryczną. Spadek ten był efektem wejścia w życie ustawy zamrażającej ceny energii elektrycznej dla odbiorców końcowych w 2019 r. na poziomie z czerwca 2018 r. oraz obniżającej stawkę podatku akcyzowego i opłatę przejściową za energię elektryczną. Niższym cenom energii sprzyjał spadek cen ropy naftowej na rynkach światowych. Były one średnio o 10,5% niższe niż w roku poprzednim. Średnioroczny spadek cen energii o 0,4% miał wpływ na obniżenie średniorocznego wskaźnika inflacji ogółem o 0,1 p.p. Analogiczny wpływ na inflację miał spadek cen w grupie odzież i obuwie o 1,9%.

Rada Polityki Pieniężnej, nie zmieniając wysokości stóp, brała w szczególności pod uwagę, że pomimo wciąż relatywnie wysokiego wzrostu gospodarczego oraz utrzymującego się wzrostu płac średnioroczna dynamika cen konsumpcyjnych nie przekroczyła celu inflacyjnego⁷⁷.

Na posiedzeniach Rady Polityki Pieniężnej wyrażano opinię, że utrzymanie stóp na niezmiennym poziomie w 2019 r. sprzyjało utrzymaniu polskiej gospodarki na ścieżce zrównoważonego wzrostu i pozwalało zachować równowagę makroekonomiczną. Wskazywano na prawdopodobieństwo utrzymania w najbliższych kwartałach nominalnych stóp procentowych na niezmiennym poziomie. Natomiast przewodniczący RPP regularnie na konferencjach prasowych po posiedzeniach rady w całym 2019 r. deklarował duże prawdopodobieństwo utrzymania dotychczasowej wysokości stóp procentowych Narodowego Banku Polskiego do końca kadencji, tj. do czerwca 2022 r.

Wnioski o zmiany stóp procentowych zgłaszane w II półroczu 2019 r. na posiedzeniach RPP wynikały z własnych ocen wnioskodawców na temat bieżącej i przyszłej sytuacji gospodarczej. Wniosek o podwyższenie stóp złożony w lipcu 2019 r. przez E. Gatnara i K. Zubelewicza był argumentowany tym, że tempo wzrostu gospodarczego i dynamika cen będą prawdopodobnie wyższe niż wskazuje aktualna lipcowa projekcja. W

⁷⁷ P. Szpunar, *Skuteczna strategia polityki pieniężnej w małej gospodarce otwartej – wybór dla Polski*, „Bank i Kredyt”, nr 7–8, s. 120–123

efekcie inflacja może przekraczać cel inflacyjny w kolejnych latach. Natomiast wnioski o obniżenie stóp procentowych NBP zgłaszane od września 2019 r. na kolejnych czterech posiedzeniach rady przez E. Łona – przedstawiciela Sejmu z rekomendacji PiS, zwolennika wysokiej inflacji na poziomie 8% – argumentowano nasilającymi się sygnałami o pogorszeniu światowej koniunktury i ryzyku negatywnego wpływu tego zjawiska na wzrost gospodarczy w Polsce. Podnoszono także, że ryzyko trwałego odchylenia inflacji od celu NBP jest ograniczone. Inni członkowie rady podtrzymywali opinie, że w dłuższym okresie w przypadku zmiany sytuacji makroekonomicznej w kraju zasadne może być rozważenie obniżenia stóp procentowych lub zastosowania niestandardowych narzędzi polityki pieniężnej. Ostatecznie żadne wnioski o zmianę wysokości stóp procentowych w 2019 r. nie zostały przyjęte.

W końcu 2019 r. i na początku 2020 r. narastała presja inflacyjna. Dwunastomiesięczny wskaźnik inflacji sięgnął w grudniu 2019 r. 3,4%, a w lutym 2020 r. 4,7%. Przekroczył tym samym górną granicę odchyień od celu inflacyjnego. Tymczasem prognozy NBP z listopada 2019 r. i z początku marca 2020 r. wskazywały, że inflacja do 2021 r. będzie rosła, lecz w najbardziej prawdopodobnym scenariuszu nie przekroczy 2,8%⁷⁸.

Wraz ze wzrostem inflacji obniżyło się w stosunku do 2018 r. realne średnioroczne oprocentowanie depozytów odpowiednio do -0,8% i do -1,2%. Pomimo tego przyrost depozytów gospodarstw domowych w 2019 r. w stosunku do roku poprzedniego wyniósł średniorocznie 9,3%, a przyrost depozytów przedsiębiorstw – 10,1%.

Decyzje Rady Polityki Pieniężnej o pozostawieniu stóp procentowych bez zmian stanowiły wsparcie polityki gospodarczej rządu. Utrzymanie niskich stóp procentowych oraz zapowiedzi ich prawdopodobnej stabilizacji w kolejnych kwartałach ograniczały skalę oczekiwanego tempa wzrostu gospodarczego oraz ryzyka nierównowag makroekonomicznych. Wspierało to wzrost wpływów podatkowych i składkowych sektora finansów publicznych.

Czynnikami, które w 2019 r. wpływały na zwiększenie płynności w sektorze bankowym w ujęciu średniorocznym, były przede wszystkim skup netto walut obcych przez NBP (wzrost płynności średniorocznie o 15,844 mln zł), wypłaty NBP z tytułu dyskonta bonów pieniężnych i odsetek od rezerwy obowiązkowej (średnioroczny wzrost płynności o

⁷⁸ E. Kwiatkowski, *Inflacja*, w: *Podstawy ekonomii*, red. R. Milewski, E. Kwiatkowski, Warszawa 2018, s. 577–580.

1,523 mld zł) oraz niższe wykorzystanie operacji depozytowo-kredytowych w porównaniu do roku poprzedniego (średnioroczny wzrost płynności o 245 mln zł).

W 2019 r. złoty umocnił się w relacji do euro o 0,4% i osłabił wobec dolara amerykańskiego o 2%. Dla porównania, w 2018 r. złoty osłabił się wobec euro o 2,1% oraz względem dolara amerykańskiego o 6,2%. Osłabienie złotego miało miejsce głównie w III kwartale 2019 r. W I półroczu zmiany kursu złotego były niewielkie.

Wniosek dla lat 2016–2019 jest taki, że przy relatywnie sprzyjającej koniunkturze i niskiej zmienności makroekonomicznej RPP mogła prowadzić politykę stabilnych stóp procentowych bez wyraźnego napięcia z celem inflacyjnym. Jednocześnie właśnie w tym okresie ukształtował się układ większości, który będzie miał znaczenie dla oceny późniejszych reakcji na pandemię i inflację. W tej fazie zasadniczy problem dotyczy tego, czy utrzymywanie bardzo łagodnych warunków monetarnych pozostawało adekwatne do danych gospodarczych, czy też wpisywało się w szerszą logikę polityki państwa preferującej podtrzymywanie wysokiej dynamiki popytu.

6.2. Adam Głapiński – rok 2020 pandemii Covid.

Ocena roku 2020 wymaga oddzielenia działań nadzwyczajnych, które można uznać za uzasadnione kryzysowo, od takich decyzji, które mogły zwiększać ryzyko późniejszego wzrostu inflacji lub prowadzić do zbyt silnego powiązania polityki pieniężnej z bieżącym wsparciem polityki gospodarczej rządu.

W 2020 r. odnotowano spadek wartości światowej gospodarki względem wartości z 2019 r., szacowany na –3,4%. Była to najgłębsza recesja gospodarcza na świecie od lat 40. XX w.⁷⁹.

Na skutek działań podjętych w celu przeciwdziałania pandemii COVID-19 nastąpiło ograniczenie działalności niektórych branż gospodarki, które doprowadziło do spadku wartości konsumpcji i inwestycji, a w rezultacie także do zmniejszenia wartości PKB w Polsce o 2,7% względem wartości z 2019 r.

pozytywnymi czynnikami wpływającymi na stabilizację sytuacji gospodarczej Polski były wysoki poziom eksportu i powiązana z nim wysoka nadwyżka na rachunku

⁷⁹ H. Żywiecka, *Quantitative easing jako reakcja banków centralnych na niedobór płynności sektora bankowego na przykładzie Systemu Rezerwy Federalnej*, w: *Wyzwania współczesnej polityki pieniężnej*, red. W. Przybylska-Kapuścińska, M. Szyszko, Warszawa 2012, s. 73-75.

bieżącym bilansu płatniczego, dodatnie tempo wzrostu spożycia publicznego, a także szybka poprawa sytuacji przedsiębiorstw działających w obszarze przetwórstwa przemysłowego.

Światowa gospodarka doznała wstrząsu spowodowanego pojawieniem się i bardzo szybkim rozprzestrzenianiem pandemii COVID-19 oraz wprowadzeniem w większości państw ogólnonarodowej kwarantanny. W wielu krajach całkowicie wstrzymano działalność niektórych branż usługowych, a działalność innych branż gospodarki znacząco ograniczono. Częściowo wstrzymano również możliwość odbywania podróży zagranicznych, a nawet krajowych. Ze względu na zamknięcie szkół część rodziców musiała wstrzymać lub spowolnić swoją aktywność zawodową. Działania te pozwoliły osłabić skalę pandemii, lecz jednocześnie spowodowały znaczące zmniejszenie wartości gospodarki.

Spożycie prywatne, będące w poprzednich latach motorem wzrostu gospodarczego, w 2020 r. stanowiło jeden z głównych czynników odpowiedzialnych za recesję. Realna wartość konsumpcji była w 2020 r. o 3% niższa niż w 2019 r., na co duży wpływ miało ograniczenie działalności wielu branż usługowych oraz sklepów, a także niepewność konsumentów dotycząca przyszłych skutków epidemii.

Z tych samych powodów, dla których w 2020 r. zmniejszyła się wartość konsumpcji, nastąpiło również ograniczenie wartości realizowanych inwestycji. Nakłady brutto na środki trwałe były w 2020 r. realnie o 9,6% niższe niż w 2019 r. Jednocześnie przedsiębiorstwa zmniejszyły wielkość zgromadzonych wcześniej zapasów. Łączny wpływ spożycia prywatnego, nakładów brutto na środki trwałe oraz zmiany stanu zapasów na realną zmianę PKB wyniósł -4,3 p.p.

Analiza danych kwartalnych dotyczących realnej dynamiki produktu krajowego brutto wskazuje, że po początkowym, mocnym ograniczeniu aktywności gospodarczej w Polsce nastąpiło szybkie ożywienie. O ile realna wartość gospodarki w II kwartale 2020 r. była aż o 8,2% niższa niż w analogicznym kwartale roku poprzedniego, to w III kwartale różnica pomiędzy 2019 r. a 2020 r. pod względem wielkości PKB wynosiła już tylko 1,5%. W IV kwartale 2020 r. różnica ta ponownie wzrosła do 2,5% na skutek wystąpienia drugiej fali pandemii i ponownego wprowadzenia wielu ograniczeń w kontaktach społecznych.

Mimo wsparcia przedsiębiorstw środkami publicznymi w celu utrzymania miejsc pracy oraz niedopuszczenia do bankructw stopa bezrobocia od stycznia do grudnia 2020 r. wzrosła z 5,5% do 6,2%, a liczba bezrobotnych zarejestrowanych w urzędach pracy zwiększyła się o 180 tys., do 1,046 mln osób.

W 2020 r. gospodarka rozwijała się w warunkach podwyższonej inflacji. Średnioroczny wzrost cen towarów i usług konsumpcyjnych wyniósł 3,4% (rok wcześniej

2,3%), przy czym w kolejnych kwartałach wartość tego wskaźnika się zmniejszała, osiągając w IV kwartale 2,8%, choć w I wynosiła 4,5%. Warto jednak zwrócić uwagę na wysoki wzrost cen żywności, który w 2020 r. wyniósł aż 5%. Biorąc pod uwagę także 2019 r., można wskazać, że w ciągu zaledwie dwóch lat ceny żywności wzrosły o ponad 10%. Jednocześnie ceny użytkowania mieszkania zwiększyły się w 2020 r. o 7,3% względem cen z 2019 r., a ceny towarów i usług związanych ze zdrowiem wzrosły o 4,8%. Zmniejszyły się natomiast ceny transportu (o 5,6%) oraz ceny odzieży i obuwia (o 2,6%).

Założenia polityki pieniężnej na rok 2020 zostały zrealizowane. W pierwszych trzech miesiącach 2020 r. wskaźniki inflacji przekroczyły 3,5%.

W reakcji na gwałtowne pogorszenie perspektyw globalnej i krajowej koniunktury spowodowane rozprzestrzenieniem się COVID-19 Rada Polityki Pieniężnej zdecydowanie złagodziła politykę monetarną. Po trzykrotnym obniżeniu stopa referencyjna NBP została ustalona w pobliżu zera – 0,1%, mimo rosnącej od początku roku inflacji, co było wbrew prawom ekonomii. Narodowy Bank Polski po raz pierwszy w historii zastosował także niestandardowe instrumenty polityki pieniężnej. Zapewniły one płynność instytucjom finansowym oraz wspomogły finansowanie rządowych programów pomocowych⁸⁰.

Na dynamikę cen towarów i usług konsumpcyjnych w Polsce w 2020 r. wpływały zarówno czynniki o charakterze podażowym, jak i popytowym, choć nierównomiernie w trakcie roku i w różnym stopniu w poszczególnych grupach towarów i usług. Do różnych poziomów wzrosły wskaźniki inflacji bazowej publikowane przez NBP. W największym stopniu wzrosła miara inflacji bazowej po wyłączeniu cen żywności i energii, czyli cen najbardziej wrażliwych na szoki podażowe. Wskaźnik ten w trzech miesiącach 2020 r. wyniósł 4,3%. Były to jego najwyższe odczyty od 2001 r. Średnio w roku wskaźnik inflacji bazowej po wyłączeniu cen żywności i energii w 2020 r. wyniósł 3,9%. Kształtował się zatem powyżej górnej granicy odchyień wskaźnika cen towarów i usług konsumpcyjnych od celu inflacyjnego. Wpłynęły na to przede wszystkim rosnące ceny usług mieszkaniowych, związane ze wzrostem cen za wywóz nieczystości – średniorocznie o 51,9%. Podwyższało to inflację bazową po wyłączeniu cen żywności i energii o 0,9 p.p. Dodatkowo czynnikiem wpływającym na zwiększenie omawianego wskaźnika inflacji bazowej i inflacji ogółem był wzrost podatku akcyzowego na napoje alkoholowe i wyroby tytoniowe o 10%. Podwyższył on inflację bazową po wyłączeniu cen żywności i energii o

⁸⁰ T. Chmielewski, A. Kocięcki, T. Łyziak, J. Przystupa, E. Stanisławska, M. Walerych, E. Wróbel, *Mechanizm transmisji polityki pieniężnej w Polsce. Stan wiedzy w 2019 roku*, Warszawa 2019, s. 12.

0,5 p.p. Łącznie oba te czynniki wzrostu cen zaliczanych do administrowanych podwyższyły omawianą miarę inflacji bazowej o 1,4 p.p.⁸¹.

W I kwartale 2020 r., przed rozwinięciem się pandemii COVID-19 w Polsce, na kształtowanie się wskaźnika inflacji ogółem powyżej górnej granicy przedziału odchyień od celu inflacyjnego wpływ miała przede wszystkim wysoka dynamika cen żywności i napojów bezalkoholowych, w tym mięsa, owoców i warzyw, oraz wysoka dynamika cen energii. Było to efektem wejścia w życie nowych, wyższych taryf na sprzedaż i dystrybucję energii elektrycznej oraz wzrostu cen paliw do prywatnych środków transportu.

Obniżenie się wskaźnika inflacji ogółem od kwietnia 2020 r. wynikało między innymi z wprowadzonych przez rząd środków zaradczych wobec pandemii koronawirusa. Skutkowały one ograniczeniem aktywności gospodarczej i doprowadziły do spadku popytu na większość dóbr i usług konsumpcyjnych. Związana z pandemią silna przecena ropy naftowej na rynkach światowych obniżyła dynamikę cen paliw do prywatnych środków transportu. Spadki cen hamowało zaostrzenie wymogów sanitarnych, przyczyniające się do wzrostu kosztów świadczenia części usług rynkowych. Rozprzestrzeniająca się pandemia spowodowała również spadek podaży niektórych artykułów i wzrost ich cen wskutek zaburzeń w łańcuchach dostaw.

Rada Polityki Pieniężnej w 2020 r. w reakcji na gwałtowne ograniczenia aktywności gospodarczej związane z pandemią znacząco i zdecydowanie złagodziła politykę pieniężną, obniżając trzykrotnie stopy procentowe Narodowego Banku Polskiego na posiedzeniach 17 marca, 8 kwietnia i 28 maja 2020 r. Stopa referencyjna banku centralnego została obniżona łącznie o 1,4 p.p. w trzech krokach odpowiednio o 0,5; 0,5 i 0,4 p.p., do poziomu 0,1%. Stopa depozytowa NBP została obniżona z 0,5% do 0%.

Do połowy marca 2020 r. RPP nie zmieniała stóp procentowych, pomimo kształtowania się inflacji na poziomie powyżej górnej granicy odchyień od celu inflacyjnego. Wnioski w styczniu o podwyższenie stóp składało trzech członków (E. Gatnar, Ł.J. Hardt, K. Zubelewicz). W styczniu, lutym i na początku marca E. Łon składał wnioski o obniżenie wysokości stóp procentowych o 0,25 p.p. Rada pozostawiając stopy na poziomie niezmiennym, podkreślała, że do wzrostu inflacji przyczyniły się czynniki o charakterze regulacyjnym i podażowym, pozostające poza wpływem krajowej polityki pieniężnej. Wskazywano, że wzrost inflacji nie wynikał z nadmiernego wzrostu kredytu w gospodarce, którego łączna dynamika pozostawała poniżej tempa wzrostu nominalnego PKB. W swoich

⁸¹ W. Grostal, M. Ciżkowicz-Pękała et al., op. cit., s. 15.

decyzjach RPP uwzględniała wyniki projekcji inflacji, które wskazywały, że wraz z wygaśnięciem wpływu wymienionych czynników (w tym spadku cen ropy naftowej) oraz oczekiwanym osłabieniem tempa wzrostu PKB inflacja w 2021 r. będzie się obniżać, a w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej będzie się kształtować w pobliżu celu inflacyjnego.

Obniżając trzykrotnie stopy procentowe NBP w I połowie 2020 r., RPP brała w szczególności pod uwagę napływające dane na temat bieżącej sytuacji gospodarczej na świecie, potwierdzające silny spadek aktywności gospodarczej w następstwie pandemii COVID-19. Zaznaczono, że szok związany z pandemią wyraźnie nasilił proces dekonunktury rozpoczęty w IV kwartale 2019 r. Członkowie rady podkreślali, że roczny wskaźnik inflacji ogółem obniżył się w maju 2020 r. do 2,9%, a więc w ciągu trzech miesięcy spadł o 1,8 p.p.

Rada brała także pod uwagę, że w następstwie spadku stóp procentowych nastąpi obniżenie rentowności obligacji skarbowych i kosztów obsługi długu publicznego, co zwiększy przestrzeń dla niezbędnej stymulacji fiskalnej. Sprzyjało to złagodzeniu negatywnego wpływu pandemii na aktywność gospodarczą. Ponadto obniżka stóp procentowych, zdaniem rady, ograniczała ryzyko dalszej aprecjacji złotego wobec głównych walut obcych.

Rada, decydując w II połowie 2020 r. o pozostawieniu stóp procentowych na poziomie niezmiennym, analizowała perspektywy inflacji i czynniki ryzyka wzrostu cen w przyszłości. Zgodnie z oczekiwaniami, w II połowie 2020 r. nastąpił spadek inflacji. W grudniu 2020 r. roczna inflacja ogółem wyniosła 2,4% (wobec 4,3% w styczniu 2020 r.), a zatem obniżyła się na przestrzeni roku prawie dwukrotnie i powróciła do poziomu zbliżonego do celu inflacyjnego. Spadek do tego poziomu nie okazał się trwały i w marcu 2021 r. inflacja wzrosła do 3,2%.

Po obniżeniu stóp procentowych przez Radę Polityki Pieniężnej realna podstawowa stopa procentowa NBP (stopa referencyjna) spadła z $-0,8\%$ w 2019 r. do -3% w 2020 r.

Decyzje RPP o zmianie stóp procentowych stanowiły wsparcie polityki gospodarczej rządu. Polskie władze monetarne w odpowiedzi na wybuch pandemii COVID-19 podjęły działania w celu złagodzenia polityki pieniężnej, co wraz z wprowadzonymi przez rząd programami osłonowymi dla przedsiębiorstw i gospodarstw domowych wpłynęło na

złagodzenie skali spadku aktywności gospodarczej w 2020 r. i powinno sprzyjać odbudowie aktywności w 2021 r.⁸².

Ukształtowanie się stóp procentowych oraz rentowności skarbowych papierów wartościowych na poziomie niższym od założonego w uzasadnieniu do ustawy budżetowej na 2020 r. przyczyniło się do spadku kosztów obsługi długu Skarbu Państwa w 2020 r. opartych na obligacjach o zmiennym oprocentowaniu o 1,1 mld zł, natomiast opartych na stałym oprocentowaniu w całym okresie zapadalności o 4,7 mld zł. Polityka pieniężna wspierała zatem politykę gospodarczą rządu.

Zarząd NBP postanowił uruchomić skup obligacji skarbowych na rynku wtórnym w ramach strukturalnych operacji otwartego rynku (outright buy). Pierwsza aukcja skupu odbyła się 19 marca 2020 r. W początkowym okresie NBP skupował wyłącznie obligacje skarbowe. Od 28 kwietnia 2020 r. zakres skupowanych aktywów został rozszerzony o dłużne papiery wartościowe gwarantowane przez Skarb Państwa, w tym obligacje emitowane przez Polski Fundusz Rozwoju S.A. oraz obligacje Banku Gospodarstwa Krajowego emitowane na rzecz Funduszu Przeciwdziałania COVID-19.

NBP w 2020 r. przeprowadził 16 strukturalnych operacji otwartego rynku outright buy, w ramach których skupił obligacje skarbowe i gwarantowane przez Skarb Państwa o wartości nominalnej 107,1409 mld zł, w tym obligacje skarbowe – 53,558 mld zł, obligacje emitowane przez Bank Gospodarstwa Krajowego – 34,7089 mld zł i obligacje emitowane przez Polski Fundusz Rozwoju S.A. – 18,874 mld zł.

W dniu 16 marca 2020 r. NBP przeprowadził również operację repo, polegającą na skupie papierów wartościowych od banków przy jednoczesnym przyrzeczeniu ich odkupu po z góry ustalonej cenie i w wyznaczonym terminie. Przyczyną zastosowania tej operacji był sygnalizowany w tym dniu, w trakcie monitoringu rynku, popyt banków na płynność z banku centralnego.

Na posiedzeniu 17 marca 2020 r. RPP obniżyła stopę rezerwy obowiązkowej do 0,5%. Pozwoliło to bankom i spółdzielczym kasom oszczędnościowo-kredytowym łatwiej zarządzać płynnymi środkami, bez konieczności przymusowego ich kumulowania w banku centralnym⁸³. Uwolnione zostały do swobodnego wykorzystania przez te instytucje finansowe środki przekraczające 40 mld zł.

W efekcie obniżki stopy rezerwy obowiązkowej średnia wymagana rezerwa w 2020 r. wyniosła 20,509 mld zł i była o 24,491 mld zł, to jest o 54% mniejsza niż w 2019 r.

⁸² F.S. Mishkin, *Ekonomika pieniądza, bankowości i rynków finansowych*, Warszawa 2002, s. 507.

⁸³ R. Hutowski, *Niezależność banku centralnego*, op. cit., s. 105–107.

Oprocentowanie środków zgromadzonych w postaci rezerwy obowiązkowej do 29 kwietnia 2020 r. wynosiło 0,5%. Na mocy uchwały RPP nr 3/2020 z dnia 17 marca 2020 r. wysokość oprocentowania środków rezerwy obowiązkowej została zrównana z wysokością oprocentowania stopy referencyjnej NBP, co do 28 maja 2020 r. pozostawiło ją na poziomie 0,5%. Od 29 maja 2020 r. do końca roku stopa ta została obniżona do 0,1% – w ślad za obniżeniem stóp procentowych NBP.

Od 10 kwietnia 2020 r. NBP uruchomił również kredyt wekslowy, który umożliwił bankom uzyskanie dodatkowej płynności. Polegał on na możliwości zdyskontowania przez banki w NBP weksli otrzymanych jako zabezpieczenie kredytów udzielanych przedsiębiorcom.

W 2020 r. złoty osłabił się w relacji do euro o 4,8% i umocnił się wobec dolara amerykańskiego o 4,3%. Dla porównania w 2019 r. złoty umocnił się w relacji do euro o 0,4% i osłabił wobec dolara amerykańskiego o 2%. Osłabienie złotego wobec tych walut miało miejsce głównie w II kwartale oraz w październiku 2020 r. Umocnienie złotego wystąpiło od stycznia do połowy marca, w III kwartale i od listopada do połowy grudnia 2020 r.

Jednak wraz z pogorszeniem sytuacji epidemicznej w III kwartale 2020 r. i ponownym wzrostem – chociaż w mniejszej skali niż w marcu – niepewności co do rozwoju pandemii zmienność kursu złotego ponownie wzrosła. Uległ on kolejnemu osłabieniu wobec euro w październiku, a jego kurs powrócił do poziomów notowanych w marcu 2020 r.

Dodatkowo w końcu grudnia 2020 r. czynnikiem, który przyczynił się do osłabienia złotego, były interwencje walutowe NBP polegające na zakupie za złote walut obcych na rynku walutowym. Celem było wzmocnienie oddziaływania łagodzenia polityki pieniężnej banku centralnego na gospodarkę. Zmienność kursu złotego w stosunku do euro wzrosła z 3,6% w 2019 r. do 7,2% w 2020 r. NBP dokonał interwencji walutowych, gdyż od 29 października do 15 grudnia 2020 r. utrzymywała się tendencja aprecjacyjna polskiej waluty (wobec euro o 4%)⁸⁴.

Zarząd banku wskazał, że celem interwencji było ograniczenie tempa potencjalnej dalszej aprecjacji złotego, którego kurs w niewielkim stopniu dostosował się do skali złagodzenia polityki pieniężnej w odpowiedzi na kryzys pandemiczny. Przez brak wyraźnego i trwalszego osłabienia kursu złotego od końca maja 2020 r. istotnie ograniczone

⁸⁴ D. Duwendag, K.H. Ketterer, W. Kosters, R. Pohl, D.B. Simmert, *Teoria pieniądza i polityka pieniężna*, Warszawa 1995, s. 306.

zostało oddziaływanie jednego z podstawowych mechanizmów amortyzacji negatywnych wstrząsów dla polskiej gospodarki⁸⁵.

Złoty słabszy wobec euro i dolara amerykańskiego w 2020 r. w stosunku do poziomu zakładanego na etapie ustalania Założeń, podwyższający ceny towarów i surowców importowanych, mógł przyczynić się do zwiększenia inflacji. Jednak ze względu na opóźnienia procesu transmisji polityki pieniężnej skutki deprecjacji złotego mającej miejsce w 2020 r. były w dużej mierze odczuwalne w 2021 r. Zgodnie z funkcją reakcji najsilniejsze przełożenie zmian kursu na inflację ma miejsce po pięciu, sześciu kwartałach od wystąpienia szoku⁸⁶.

W okresie pandemicznym kluczowe znaczenie ma odróżnienie działań nadzwyczajnych, uzasadnionych logiką kryzysową, od takich decyzji, które mogły wzmocnić późniejsze napięcia inflacyjne i zmieniać polityczny odbiór autonomii RPP.

6.3. Adam Głapiński – 2021 – 2022 - okres wysokiej inflacji

W latach 2021–2022 zasadniczym problemem analitycznym jest ustalenie, czy reakcja RPP na wzrost inflacji była terminowa i adekwatna, czy też pozostawała opóźniona względem dostępnych danych, projekcji i sygnałów makroekonomicznych.

W 2021 r. światowa gospodarka odnotowała wysoki wzrost, szacowany na 6,1%. Tym samym jej realna wartość zwiększyła się powyżej poziomu notowanego przed pandemią COVID-19. Na uwagę zasługuje przede wszystkim dynamicznie rosnąca inflacja, która w grudniu 2021 r. wyniosła 8,6%. Wartość polskiej gospodarki była w 2021 r. o 5,9% wyższa niż w 2020 r. Po raz ostatni tak wysokie tempo wzrostu gospodarczego odnotowano w Polsce w latach 2006–2007, czyli w okresie poprzedzającym kryzys finansowy.

Wartość konsumpcji była w 2021 r. o 6,1% wyższa w porównaniu z 2020 r. Po raz ostatni tak wysoki wzrost spożycia w sektorze gospodarstw domowych odnotowano w 2008 r. Wysoka dynamika konsumpcji wynikała przede wszystkim z uniknięcia w 2021 r. sytuacji znanej z 2020 r., gdy okresowo została wstrzymana lub istotnie ograniczona działalność dużej części gospodarki, w tym zwłaszcza działalność sektora usług i handlu. Część obostrzeń związanych z koniecznością przeciwdziałania skutkom pandemii COVID-19

⁸⁵ Z. Polański, *Polityka pieniężna*, [w:] *System finansowy w Polsce*, red. B. Pietrzak, Z. Polański, B. Woźniak, Warszawa 2008, t. I, s. 160.

⁸⁶ L. Góral, M. Karlikowska, K. Koperkiewicz-Mordel, *Polskie prawo bankowe*, Warszawa 2003, s. 45.

obowiązywała również w 2021 r., jednak w skali całej gospodarki były one o wiele mniej dotkliwe niż w roku poprzednim. W okresie od marca do grudnia 2021 r. obroty w handlu detalicznym były w każdym miesiącu wyższe niż w analogicznym miesiącu roku poprzedniego o co najmniej 8%, z tego od marca do maja i w dwóch ostatnich miesiącach roku o około 12–15%. Najbardziej wzrosła sprzedaż wyrobów z grupy tekstylia, odzież, obuwie. W 2021 r. realna wartość sprzedaży tych wyrobów była aż o 32% wyższa niż w roku poprzednim. Wartość sprzedaży pojazdów samochodowych, motocykli i części wzrosła realnie o 10,7%, a farmaceutyków, kosmetyków i sprzętu ortopedycznego o 8,6%.

W ostatnim kwartale 2021 r. nastąpiło ponowne, wyraźne pogorszenie nastrojów konsumenckich. Wpływ na to mogła mieć rosnąca szybko inflacja, a także obostrzenia wprowadzane w Polsce i za granicą w wyniku wzrostu zachorowalności na COVID-19, związanego między innymi z szybkim rozprzestrzenianiem się kolejnych odmian wirusa SARS-COV-2: delta i omikron.

Wzrost spożycia w sektorze gospodarstw domowych wynikał również z poprawy sytuacji na rynku pracy oraz ze wzrostu przeciętnych wynagrodzeń. Stopa bezrobocia rejestrowanego zmniejszyła się w trakcie 2021 r. z 6,5% w styczniu do 5,4% w grudniu. Ponadto przeciętne miesięczne wynagrodzenia brutto były w 2021 r., po wyeliminowaniu efektu inflacji, średnio o 3% wyższe niż w 2020 r.⁸⁷

Tempo wzrostu gospodarczego w II kwartale 2021 r. wyniosło 11,3%. Była to najwyższa wartość od co najmniej 2003 r. Szczególnie wysoką dynamiką charakteryzowało się spożycie w sektorze gospodarstw domowych. Wpływ tego składnika na dynamikę wzrostu gospodarczego wyniósł aż 7,2 p.p. W kolejnych dwóch kwartałach obie te wartości były bardziej wyrównane. W III kwartale 2021 r. tempo wzrostu konsumpcji obniżyło się do 5,5%, a tempo wzrostu nakładów brutto na środki trwałe wzrosło do 6,6%.

W IV kwartale ponownie zaobserwowano silniejsze ożywienie gospodarcze, skutkujące wzrostem PKB o 7,6% w stosunku do analogicznego okresu roku poprzedniego. Wartość ta byłaby jeszcze wyższa, gdyby nie silnie ujemny wpływ salda obrotów z zagranicą, który obniżył tempo wzrostu PKB aż o 2,5 p.p. Był to największy ujemny wpływ tej kategorii na wzrost gospodarczy co najmniej od 2010 r. Podczas gdy tempo wzrostu importu utrzymywało się trzeci miesiąc z rzędu powyżej 12%, dynamika eksportu wyraźnie słabła. W III kwartale 2021 r. eksport był o 7,3% wyższy niż w analogicznym okresie roku poprzedniego, a kwartał później – już tylko o 6,1% wyższy.

⁸⁷ T. Chmielewski, A. Kocięcki, T. Łyziak, J. Przystupa, E. Stanisławska, M. Walerych, E. Wróbel, *Mechanizm transmisji polityki pieniężnej w Polsce. Stan wiedzy w 2019 roku*, Warszawa 2019, s. 12.

W 2021 r. gospodarka rozwijała się w warunkach dynamicznie rosnącej inflacji. Średnioroczny wzrost cen towarów i usług konsumpcyjnych wyniósł 5,1% (rok wcześniej 3,4%), przy czym w kolejnych miesiącach wartość tego wskaźnika sukcesywnie się zwiększała. Jeszcze w lutym 2021 r. inflacja wynosiła zaledwie 2,4%, w lipcu wzrosła do 5%, a w grudniu do 8,6%. Najbardziej wzrosły ceny nośników energii, które w 2021 r. były średnio o 7,1% wyższe niż w 2020 r., ceny paliw do prywatnych środków transportu, które wzrosły o 22,1%, a także ceny wybranych usług, których wzrost przekraczał 5%.

Przyczyn rosnącej inflacji należy upatrywać zarówno w czynnikach zewnętrznych, związanych z silnym wzrostem światowych cen surowców, zwłaszcza energetycznych, i z ograniczoną dostępnością niektórych towarów importowanych, jak i w czynnikach krajowych, na co wskazywała wysoka inflacja bazowa. Jej wskaźnik znajdował się powyżej dopuszczalnego pasma odchyień od celu inflacyjnego nieprzerwanie od lutego 2020 r., zbliżając się w grudniu 2021 r. do 7%⁸⁸.

Średnioroczny wskaźnik inflacji, wynoszący 5,1%, także przekroczył górną granicę odchyień od celu inflacyjnego. Był najwyższy od 2001 r. Rada Polityki Pieniężnej do października 2021 r. nie zacieśniała polityki pieniężnej, gdyż w jej ocenie nie nastąpiło utrwalenie wzrostu gospodarczego po okresie luzowania ograniczeń związanych z pandemią COVID-19, a zaostrzenie polityki mogłoby doprowadzić do jego stłumienia. Narodowy Bank Polski uznał również, że do września 2021 r. nie było jednoznacznych danych wskazujących na zagrożenie wzrostem inflacji.

Ponadto w 2021 r. w Polsce i na Węgrzech odnotowano najwyższy spośród wszystkich państw Unii Europejskiej średnioroczny wskaźnik HICP (Harmonised Indices of Consumer Prices – zharmonizowane wskaźniki cen konsumpcyjnych) – 5,2%. Był on dwukrotnie wyższy niż średnia dla krajów strefy euro, która w 2021 r. wynosiła 2,6%⁸⁹.

Istotny wpływ na kształtowanie się wskaźnika inflacji HICP w Polsce w porównaniu do krajów Unii Europejskiej miała natomiast dynamika cen usług, której średnioroczny wskaźnik w 2021 r. wyniósł 7,3%. W krajach Unii Europejskiej wyniósł on średnio 1,9%, a w krajach strefy euro – 1,5%. W Polsce odnotowana została najwyższa w UE inflacja bazowa HICP po wyłączeniu cen żywności i energii, która wyniosła 4,8%. Jej poziom był ponad 2,7-krotnie wyższy niż w całej Wspólnocie (średni 1,8%) i ponad trzykrotnie wyższy niż w strefie euro (średni 1,5%).

⁸⁸ E. Denek, J. Sobiech, J. Wierzbicki, J. Wolniak, *Finanse publiczne*, Warszawa 1995, s. 189-190.

⁸⁹ Artus, P., Barroux Y., *Monetary Policy. A Theoretical and Econometric Approach*. Springer, Dordrecht, 1990, s. 25.

Na znaczący wzrost cen gazu w Europie wpływały niskie zapasy gazu ziemnego w Unii Europejskiej w połączeniu z ograniczaniem podaży gazu z Rosji w 2021 r. Od maja wzrosły ceny węgla na rynkach światowych. Ponadto wzrosły ceny uprawnień do emisji CO₂ w następstwie zaostrzenia polityki klimatycznej Unii Europejskiej, co miało istotny wpływ na podwyższone ceny energii elektrycznej, zauważalne zwłaszcza od II kwartału 2021 r. Od kwietnia ceny te w kraju sukcesywnie rosły powyżej 11,6% r/r, a w ostatnich dwóch miesiącach 2021 r. ich wzrost przekroczył 20% r/r. Najwyższy wzrost w grupie cen energii dotyczył krajowych cen paliw, których wskaźniki od kwietnia 2021 r. były wyższe niż 28% r/r. Najwyższy poziom, 36,6% r/r, wskaźniki te osiągnęły w listopadzie 2021 r. Wskaźniki wzrostu cen usług utrzymywały się w ciągu roku w przedziale od 6,1% do 7,6%. W ramach tej grupy cen podwyższone wartości dotyczyły zwłaszcza wskaźnika cen usług mieszkaniowych, który w I kwartale 2021 r. wynosił 11,2% i stopniowo obniżał się w przeciągu roku do 8,3% w IV kwartale 2021 r. W ramach tej grupy cen usług w 2021 r. na kształtowanie się wskaźnika inflacji wpływ miała głównie podwyższona dynamika opłat za wywóz śmieci oraz cen łączności.

Wpływ na wysoki wskaźnik inflacji w 2021 r. miały również rosnące, zwłaszcza od II kwartału, ceny żywności i napojów bezalkoholowych. W I kwartale 2021 r. roczny wskaźnik zmian cen w tej kategorii wynosił 0,6%, natomiast w IV kwartale 2021 r. ukształtował się już na poziomie 6,7%. Nieznaczny wzrost cen w tej grupie w I kwartale 2021 r. wynikał z ujemnej dynamiki cen żywności nieprzetworzonej. Od maja 2021 r. wskaźnik cen żywności nieprzetworzonej był dodatni i w grudniu osiągnął poziom 8,7%. W kolejnych kwartałach 2021 r. rósł również wyraźnie wskaźnik cen żywności przetworzonej. W I kwartale 2021 r. wynosił jeszcze 2,5%, ale w IV kwartale sięgnął już 7,1%. Wzrost cen żywności nieprzetworzonej był efektem ograniczeń podaży, a ceny żywności przetworzonej rosły w wyniku wzrostu kosztów energii, pracy, cen surowców oraz wprowadzenia tzw. opłaty cukrowej.

W I kwartale 2021 r. wskaźnik inflacji bazowej po wyłączeniu cen żywności i energii kształtował się powyżej górnej granicy odchylenia od celu inflacyjnego Narodowego Banku Polskiego. W II kwartale średnie wskaźniki inflacji bazowej po wyłączeniu cen administrowanych (4,1%) oraz po wyłączeniu cen żywności i energii (3,8%) przekraczały górną granicę dopuszczalnych odchylenia od celu Narodowego Banku Polskiego. Od sierpnia 2021 r. wszystkie miesięczne miary inflacji bazowej przekraczały górną granicę dopuszczalnych odchylenia od celu inflacyjnego, sięgając w grudniu 2021 r. 5%. Największy wzrost dotyczył inflacji bazowej po wyłączeniu cen administrowanych. Jej wskaźnik w

styczniu 2021 r. kształtował się na poziomie 1,5%, natomiast w grudniu zwiększył się do 8,5%. Średnia wartość wskaźnika inflacji bazowej po wyłączeniu cen administrowanych w 2021 r. wyniosła 4,7%.

Widoczny od II kwartału 2021 r. wyraźny wzrost dwóch podstawowych wskaźników inflacji bazowej, a w II połowie 2021 r. wszystkich miar inflacji bazowej powyżej górnej granicy pasma dopuszczalnych odchyłeń od celu inflacyjnego NBP wskazywał na istotne znaczenie dla kształtowania inflacji czynników popytowych, na które wpływ miała krajowa polityka pieniężna⁹⁰.

Rada nie podejmowała działań w celu zaostrzenia polityki pieniężnej w sytuacji, gdy inflacja przyspieszała i od kwietnia 2021 r. jej wskaźnik był wyższy od górnej granicy przedziału odchyłeń od celu inflacyjnego⁹¹.

Utrzymując do września 2021 r. łagodną politykę pieniężną, Rada Polityki Pieniężnej przedstawiała w informacjach po swoich posiedzeniach i opisach dyskusji w ich trakcie stanowisko, że roczny wskaźnik inflacji w 2021 r. będzie znajdował się powyżej górnej granicy odchyłeń od celu inflacyjnego głównie na skutek oddziaływania czynników zewnętrznych, niezależnych od krajowej polityki pieniężnej. Członkowie RPP w komunikatach i przewodniczący na konferencjach prasowych podkreślali, że wzrost inflacji ma zewnętrzny, przejściowy charakter, a dynamika cen obniży się w 2022 r. W swoich decyzjach RPP uwzględniała wyniki lipcowej projekcji inflacji, według której po wygaśnięciu czynników przejściowo podwyższających dynamikę cen inflacja od 2022 r. obniży się. Rada oceniała, że w miarę postępu szczepień i stopniowego ograniczania skali pandemii COVID-19 wygasać będzie wpływ na inflację globalnych i krajowych czynników podażowych, podwyższających koszty działania firm.⁹²

Od października 2021 r. RPP zmieniła swoje nastawienie i w IV kwartale trzykrotnie podwyższyła stopy procentowe. W szczególności podniosła stopę referencyjną łącznie o 1,65 p.p., do 1,75%. Podwyżki tej stopy wyniosły 0,40 p.p. w październiku, 0,75 p.p. w listopadzie i 0,50 p.p. w grudniu. Po nich nastąpiło kolejne 7 podwyżek stóp procentowych w I połowie 2022 r. aż do 6,50% w przypadku stopy redyskontowej i 7% w przypadku stopy lombardowej.

⁹⁰ M. Skopowski, M. Wiśniewski, op. cit., s. 155.

⁹¹ Celem polityki pieniężnej jest utrzymanie inflacji – rozumianej jako procentowa roczna zmiana indeksu cen towarów i usług konsumpcyjnych – na poziomie 2,5% z symetrycznym przedziałem odchyłeń o szerokości ± 1 punktu procentowego w średnim okresie.

⁹² T. Chmielewski, A. Kocięcki, T. Łyziak, J. Przystupa, E. Stanisławska, M. Walerych, E. Wróbel, *Mechanizm transmisji polityki pieniężnej w Polsce. Stan wiedzy w 2019 roku*, Warszawa 2019, s. 13.

Stanowisko o wspieraniu wzrostu gospodarczego Rada Polityki Pieniężnej, w tym jej przewodniczący, prezentowała w sytuacji, gdy od lipca 2021 r. dysponowała z jednej strony prognozami korzystnego rozwoju sytuacji gospodarczej w latach 2021–2023 na poziomie ponad 5% wzrostu PKB, a z drugiej strony prognozami inflacji bazowej w 2021 r. (3,6%, tj. powyżej górnej granicy pasma odchyłeń od celu inflacyjnego) oraz w latach 2022–2023 (powyżej punktowego celu inflacyjnego, tj. odpowiednio 3,2% i 3,5%). Ostatecznie wzrost inflacji okazał się wysoki i zarazem trwały. Na początku 2022 r. inflacja dalej rosła, w styczniu zbliżyła się do 10%, w kwietniu osiągnęła 12,4%, a w czerwcu 15,5%, kształtując się na poziomie nienotowanym od 24 lat, od początku tej analizy.

Do września 2021 r. w RPP nie uzyskały stosownej większości argumenty, że za wzrostem inflacji mogą stać inne niż zewnętrzne, istotne czynniki. W trakcie posiedzeń rady niektórzy jej członkowie od stycznia do lipca 2021 r. wskazywali na wpływ na inflację odłożonego popytu konsumentów, od marca 2021 r. na znaczenie presji płacowej, natomiast od czerwca 2021 r. podkreślali wzrost oczekiwań inflacyjnych. Wzrost popytu miał odzwierciedlenie w odbudowie koniunktury gospodarczej w II kwartale, na co wskazywał wzrost PKB o 11,2%, oraz w utrzymywaniu się od lutego do grudnia 2021 r. wskaźnika PMI powyżej 53,4 punktu.

Narodowy Bank Polski wobec perspektywy korzystnej koniunktury gospodarczej oraz wymienionych powyżej czynników i zagrożeń inflacyjnych powinien przede wszystkim realizować swój podstawowy cel działalności określony w art. 3 ust. 1 Ustawy o NBP, jakim jest utrzymanie stabilnego poziomu cen przy jednoczesnym wspieraniu polityki gospodarczej rządu, o ile nie ogranicza to celu podstawowego. Jednak Rada Polityki Pieniężnej czterokrotnie odrzucała wnioski niektórych swoich członków o sukcesywne podwyższenie stóp procentowych oraz trzykrotnie o podwyższenie stopy rezerwy obowiązkowej do 3,5%.

Do września 2021 r. w komunikacji RPP, w tym jej przewodniczącego, z otoczeniem bagatelizowany był wpływ zagrożeń inflacyjnych oraz brakowało działań zmierzających do ograniczenia wzrostu oczekiwań inflacyjnych. Wskazywano w szczególności, że inflacja nie jest problemem, dopóki jej dynamika jest niższa od dynamiki płac, a osłabienie złotego przedstawiano jako korzystne dla gospodarki, pomijając wynikające z tego faktu zagrożenia dla stabilności cen⁹³.

⁹³ A. Leszczyńska-Paczesna, *Inflacja bazowa w polityce pieniężnej*, Łódź 2020, s. 9.

Wielokrotne wypowiedzi prezesa NBP sygnalizowały zamiar utrzymania stóp procentowych bez zmian przynajmniej do połowy 2022 r. We własnej ocenie RPP tonowała w ten sposób nastroje i studziła oczekiwania na zacieśnianie polityki pieniężnej.

Podjęcie przez RPP w październiku 2021 r. decyzji o podwyższeniu stóp procentowych NBP było działaniem niespójnym z wcześniej prowadzoną komunikacją. Dopiero po podjęciu tej decyzji rada zmieniła swoją retorykę. W komunikacie po październikowym posiedzeniu rady po raz pierwszy przyznano, że podwyższona inflacja może być bardziej długotrwałym zjawiskiem, niż dotychczas oczekiwano.

Ceny światowych surowców energetycznych i rolnych wyraźnie zwiększały się już od końca I kwartału 2021 r. Np. ceny gazu ziemnego, sukcesywnie rosnące od końca I kwartału 2021 r., były prawie dwukrotnie wyższe w III kwartale w stosunku do II kwartału 2021 r. Świadczy to, że zewnętrzna presja ze strony światowych cen surowców na krajową inflację występowała także wcześniej.

Coraz szybsza utrata realnej wartości oszczędności w bankach powodowała, że część osób dokonywała zakupu nieruchomości, których ceny rosły znacznie szybciej niż inflacja. Badania NBP wskazywały, że w kolejnych kwartałach 2021 r. utrzymywała się zwiększona dynamika średnich cen transakcyjnych mieszkań, które w IV kwartale 2021 r. wzrosły do 13,5% r/r, wobec 7,6% w I kwartale 2021 r. r/r. Na rosnące ceny mieszkań miał wpływ wysoki popyt oraz rosnące koszty budowy⁹⁴.

W sytuacji ekspansywnej polityki budżetowej (fiskalnej) rządu realizowanej w formie programów socjalnych i transferów pomocowych, wzmacniającej popyt konsumpcyjny i stwarzającej dodatkowo presję inflacyjną, Narodowy Bank Polski powinien reagować dużo wcześniej zacieśnianiem polityki pieniężnej w sytuacji silnego przyspieszenia inflacji⁹⁵.

Czynnikami, które w 2021 r. wpływały na zwiększenie płynności w sektorze bankowym w ujęciu średniorocznym, były przede wszystkim operacje strukturalne outright buy (wzrost płynności średniorocznie o 64,309 mld zł), skup netto walut obcych przez Narodowy Bank Polski (średnioroczny wzrost płynności o 43,524 mld zł), wpłata z zysku NBP do budżetu państwa (8,099 mld zł), spadek depozytów sektora publicznego (2,875 mld zł), wypłaty NBP z tytułu dyskonta bonów pieniężnych i odsetek od rezerwy obowiązkowej (653 mln zł) oraz pozostałe pozycje netto (14,19 mld zł). Na zmniejszenie płynności w 2021

⁹⁴ M. Szyszko, *Prognozowanie inflacji w polityce pieniężnej*, Warszawa 2009, s. 24.

⁹⁵ M. Lubiński, Ograniczenia polityki stabilizacyjnej, w: *Polityka gospodarcza. Teoria i realia*, red. J. Stecewicz, Warszawa 2008, s. 73.

r. w ujęciu średniorocznym oddziaływał przede wszystkim wzrost pieniądza gotówkowego w obiegu, wyższe wykorzystanie operacji depozytowo-kredytowych w porównaniu do roku poprzedniego (7,481 mld zł) oraz rozliczenie rezerwy obowiązkowej (796 mln zł).

Zapoczątkowany w 2020 r. w odpowiedzi na negatywne skutki rozprzestrzeniającej się pandemii COVID-19 program skupu obligacji w postaci transakcji outright buy był kontynuowany również w 2021 r. W ramach operacji outright buy w 2021 r. NBP skupował na rynku wtórnym skarbowe papiery wartościowe i papiery dłużne gwarantowane przez Skarb Państwa, emitowane przez Bank Gospodarstwa Krajowego i Polski Fundusz Rozwoju⁹⁶. Spośród nabytych w 2021 r. przez bank centralny obligacji 77% stanowiły obligacje skarbowe (28,5562 mld zł), 20% obligacje emitowane przez Bank Gospodarstwa Krajowego (7,4007 mld zł) oraz 3% obligacje emitowane przez Polski Fundusz Rozwoju (929 mln zł). Największy skup obligacji przez Narodowy Bank Polski w 2021 r. nastąpił w II kwartale i wyniósł 22,4207 mld zł (60,8% skupu ogółem w 2021 r.).

Rada Polityki Pieniężnej poprzez podwyżkę krótkoterminowych stóp procentowych w październiku 2021 r. rozpoczęła proces zaostrzania polityki pieniężnej⁹⁷. Skup przez bank centralny papierów wartościowych w ramach strukturalnych operacji outright buy wpływa natomiast na obniżenie długoterminowych stóp procentowych. We wcześniejszych wypowiedziach publicznych zarówno prezes NBP, jak i inni pracownicy banku wskazywali, że prowadzenie skupu papierów wartościowych w warunkach zacieśniania polityki pieniężnej poprzez podwyżki stóp procentowych NBP byłoby działaniem niespójnym i niewiarygodnym.

W okresie od 1 stycznia do 29 listopada 2021 r. stopa rezerwy obowiązkowej utrzymywanej przez banki oraz spółdzielcze kasy oszczędnościowo-kredytowe w banku centralnym wynosiła 0,5% środków zgromadzonych w tych podmiotach, z wyłączeniem środków uzyskanych z tytułu operacji repo i sell-buy-back⁹⁸ oraz środków pozyskanych na co najmniej dwa lata. Uchwałą nr 10/2021 z dnia 6 października 2021 r. RPP podwyższyła od dnia 30 listopada 2021 r. podstawową stopę rezerwy obowiązkowej do 2%. Decyzja ta skutkowałą wzrostem rezerwy obowiązkowej z 8,243 mld zł w listopadowym okresie rezerwowym do 35,25 mld zł w grudniowym okresie rezerwowym, zmniejszając tym samym

⁹⁶ P. Szpunar, *Skuteczna strategia polityki pieniężnej w małej gospodarce otwartej – wybór dla Polski*, „Bank i Kredyt”, nr 7–8, s. 126-127.

⁹⁷ Z. Ofiarski, *Założenia polityki pieniężnej...*, op. cit., s. 124.

⁹⁸ Operacje repo (repurchase agreements) i sell-buy-back to dwie formy transakcji finansowych, które pozwalają na krótkoterminowe pożyczki zabezpieczone aktywami, zazwyczaj papierami wartościowymi. Obie metody są stosowane w celu zarządzania płynnością finansową, zarówno przez banki centralne, jak i instytucje finansowe.

poziom środków do swobodnego lokowania w dyspozycji banków i spółdzielczych kas oszczędnościowo-kredytowych o 27,007 mld zł.

Ustalenie stopy rezerwy obowiązkowej na wyższym poziomie niż 2%, a jednocześnie powrót do poziomu stopy rezerwy sprzed pandemii spowodowałyby ograniczenie wysokiej nadpłynności w sektorze bankowym. Nadpłynność ta powstała w efekcie skupu obligacji skarbowych i obligacji gwarantowanych przez Skarb Państwa w ramach operacji outright buy. Rada Polityki Pieniężnej nie przyjęła wniosków o podwyższenie stopy rezerwy obowiązkowej do 3,5% składanych trzykrotnie – w kwietniu, maju i lipcu 2021 r. Podwyższenie stopy rezerwy obowiązkowej odczytywane jest zazwyczaj jako sygnał zacieśniania polityki pieniężnej. Działanie w tym zakresie przed pierwszą podwyżką stóp procentowych NBP w październiku 2021 r. mogłoby sprzyjać umocnieniu złotego, a w konsekwencji obniżeniu cen importu zaopatrzeniowego, między innymi w surowce, co w efekcie oddziaływałoby wcześniej w kierunku obniżenia inflacji⁹⁹.

W 2021 r. złoty osłabił się w relacji do euro o 3,12%, a wobec dolara amerykańskiego o 11,03%. Na osłabienie w IV kwartale 2021 r. mogły oddziaływać komunikaty Rady Polityki Pieniężnej i interwencje słowne prezesa Narodowego Banku Polskiego. Niektórzy członkowie RPP w wypowiedziach medialnych potwierdzili, że efektywność kanału transmisji stopy procentowej w 2021 r. była dodatkowo osłabiona przez niedowartościowanie polskiej waluty. W ich ocenie było to po części efektem sygnalizowania przez radę w jej Komunikatach po posiedzeniach preferencji dla słabego złotego poprzez zapisy o możliwości prowadzenia interwencji walutowych. Bezskutecznie wnioskowali oni o rezygnację z tych zapisów w Komunikatach¹⁰⁰.

NBP nie dokonywał interwencji walutowych polegających na kupnie/sprzedaży walut obcych za złotego, co było jednym z instrumentów polityki pieniężnej przewidzianych w Założeniach. Działaniem w kierunku umocnienia złotego mogłaby być także uzgodniona z ministrem finansów zmiana sposobu przewalutowania środków unijnych otrzymywanych przez Polskę na złote, nie jak dotychczas w NBP, ale przez ministra finansów na rynku międzybankowym. W 2021 r. takich działań nie podjęto. Słabszy złoty jako podwyższający ceny towarów i surowców importowanych przyczynił się również do zwiększenia inflacji¹⁰¹.

⁹⁹ K. Łach, *Wpływ stopy procentowej na strategię finansowania przedsiębiorstw w Polsce*, Kraków 2012, s. 15.

¹⁰⁰ A. Leszczyńska-Paczesna, *Inflacja bazowa w polityce pieniężnej*, Łódź 2020, s. 9.

¹⁰¹ M. Skopowski, M. Wiśniewski, *Instrumenty współczesnej polityki pieniężnej*, Poznań 2014, s. 9.

W 2022 r. światowa gospodarka odnotowała umiarkowany wzrost, szacowany na 3,4%, mimo negatywnych efektów agresji Rosji na Ukrainę. Polska, pomimo oddziaływania niekorzystnych warunków zewnętrznych związanych z gwałtownym wzrostem cen surowców energetycznych oraz pogorszeniem się bezpieczeństwa w Europie Środkowo-Wschodniej, odnotowała wysokie tempo wzrostu gospodarczego, wynoszące 5,1%. Głównym motorem tego wzrostu był przyrost zapasów i, w mniejszym stopniu, wzrost inwestycji, a także wzrost konsumpcji, która jednak z każdym kolejnym kwartałem odznaczała się coraz niższą dynamiką, by w IV kwartale spaść poniżej poziomu zaobserwowanego w analogicznym okresie roku poprzedniego. Wzrost gospodarczy w Polsce przebiegał w 2022 r. w warunkach dynamicznie rosnącej inflacji, która średnio w roku wyniosła 14,4%, przyczyniając się do spadku realnej wartości wynagrodzeń.

Międzynarodowy Fundusz Walutowy opublikował prognozę, z której wynikało, że w 2022 r. tempo wzrostu gospodarczego wyniesie 4,9%, przy czym w gospodarkach wysoko rozwiniętych miało ono wynieść średnio 4,4%, a w gospodarkach rozwijających się 5,2%. To, że wzrost ten okazał się dużo niższy, niż wtedy prognozowano, i jednocześnie dużo niższy niż w 2021 r., kiedy wyniósł aż 6,3%, było przede wszystkim skutkiem wydarzeń na Ukrainie, które przyczyniły się do wzrostu światowej inflacji, ale również utrzymujących się ograniczeń aktywności gospodarczej w związku z pandemią COVID-19 oraz spowolnienia gospodarczego w Chinach. Dynamiczny wzrost cen powodował konieczność podnoszenia przez banki centralne stóp procentowych, co przyczyniło się do obniżenia tempa wzrostu gospodarczego. W IV kwartale 2022 r. tempo to wyniosło w gospodarkach wysoko rozwiniętych zaledwie 1,2%, czyli ponad połowę mniej niż w całym 2022 r. Dane te wskazują na znaczące spowolnienie aktywności gospodarczej, które nastąpiło w trakcie omawianego roku¹⁰².

Inflacja była największym problemem światowej gospodarki w 2022 roku. W 2021 r. prognozowano, że wraz z odtworzeniem łańcuchów dostaw i wzrostem podaży deficytowych towarów oraz komponentów do produkcji między innymi samochodów inflacja spadnie do poziomów zbliżonych w poszczególnych krajach do celu inflacyjnego. Agresja Rosji na Ukrainę wywołała jednak szok cenowy na rynku surowców energetycznych i żywności, windując inflację na poziomy nienotowane od kilkadziesiąt lat. Regionem, w którym w 2022 r. odnotowano szczególnie wysoki wzrost inflacji, była Europa Środkowo-Wschodnia. W Estonii ceny wzrosły średnio w roku o 19,4%, na Litwie o 18,9%, na Łotwie

¹⁰² B. Winiarski, *Pojęcia podstawowe*, w: *Polityka gospodarcza*, red. B. Winiarski, Warszawa 2006, s. 19.

o 17,2%, w Czechach o 15,1%, na Węgrzech o 14,5%, w Rumunii o 13,8%, w Bułgarii o 13%, a na Słowacji o 12,1%. Polska z inflacją na poziomie 14,4% znajdowała się w środku tej grupy.

Powyższe dane wskazują, że na wysoką inflację decydujący wpływ miało położenie geograficzne, silniejsze uzależnienie regionu od rosyjskich surowców energetycznych oraz bardziej energochłonna struktura gospodarek, natomiast nie miało wpływu przyjęcie waluty euro. W krajach Europy Zachodniej i Stanach Zjednoczonych inflacja, mimo że historycznie bardzo wysoka, była jednak wyraźnie niższa niż w krajach Europy Środkowo-Wschodniej. W Niemczech indeks cen konsumpcyjnych wyniósł w 2022 r. średniorocznie 8,7%, we Francji – 5,9%, we Włoszech – 8,7%, w Hiszpanii – 8,3%, w Holandii – 11,6%, a w Belgii – 10,3%. Podobnie w Wielkiej Brytanii ceny dóbr i towarów konsumpcyjnych wzrosły średniorocznie o 9,1%, a w Stanach Zjednoczonych o 8%¹⁰³.

W odpowiedzi na wysoką inflację banki centralne prowadziły restrykcyjną politykę pieniężną. System Rezerwy Federalnej Stanów Zjednoczonych od marca do grudnia 2022 r. podwyższył przedział, w którym powinna się zawierać stopa funduszy federalnych, z 0–0,25% do 4,25–4,50%. Również Europejski Bank Centralny poinformował w grudniu 2022 r. o planach realizacji tzw. zacieśniania ilościowego. Jednocześnie stopa procentowa podstawowych operacji refinansujących, stopa kredytu i stopa depozytu w tym banku wzrosły odpowiednio z 0,0%, 0,25% i –0,5% w lipcu 2022 r. do 2,5%, 2,75% oraz 2% w grudniu 2022 r. Z kolei banki centralne Czech i Węgier kontynuowały podwyżki stóp procentowych rozpoczęte w 2021 r.¹⁰⁴

Pomiędzy 2012 a 2022 r. wyrażona w euro wartość produktu krajowego brutto w przeliczeniu na jednego mieszkańca Polski zwiększyła się z 38,8% średniej liczonej dla Unii Europejskiej do 49,3%.

Wysoki wzrost gospodarczy Polski w 2022 r. wynikał głównie z przyrostu zapasów oraz ze wzrostu konsumpcji. Realna wartość konsumpcji była w 2022 r. wyższa o 3,3% w porównaniu z 2021 r., na co istotny wpływ miała korzystna sytuacja gospodarcza w pierwszych miesiącach 2022 r. oraz napływ do Polski znacznej liczby uchodźców z Ukrainy. W II połowie roku nastąpiło jednak znaczące spowolnienie spożycia w sektorze gospodarstw domowych.

¹⁰³ M. Lubiński, Ograniczenia polityki stabilizacyjnej, w: *Polityka gospodarcza. Teoria i realia*, red. J. Stecewicz, Warszawa 2008, s. 73.

¹⁰⁴ Ancyparowicz G., *Monetary policy as an element stabilizing the financial system*, 2018, s. 14.

Przeciętne miesięczne wynagrodzenie brutto w 2022 r. wyniosło 6346 zł i było o 11,7% wyższe niż w 2021 r. Od początku stycznia do września 2022 r. stopa referencyjna NBP wzrosła z 1,75% do 6,75%. Rada Polityki Pieniężnej podwyższyła także pozostałe stopy procentowe. Ich wzrost wpływał na zwiększenie rat kredytów, w związku z czym kredytobiorcy dysponowali mniejszymi środkami, jakie mogli przeznaczyć na zakup towarów i usług. Mniejszy był również popyt na kredyt konsumpcyjny oraz na zakup nieruchomości, co wpłynęło na zmniejszenie sprzedaży detalicznej towarów z grupy meble, RTV i AGD.

W 2022 r. wartość transakcji z tytułu bezpośrednich inwestycji zagranicznych wyniosła 118,7 mld zł, czyli o 3,8% więcej niż w 2021 r. Analiza danych kwartalnych dotyczących realnego tempa wzrostu PKB wskazuje, że od II kwartału 2022 r. gospodarka Polski rozwijała się coraz wolniej, a sam proces hamowania przebiegał bardzo dynamicznie¹⁰⁵.

Chociaż restrykcyjna polityka pieniężna NBP i dosyć łagodna polityka fiskalna rządu nie przyniosły pozytywnych rezultatów w walce z inflacją, to umożliwiły utrzymanie się korzystnej sytuacji na rynku pracy, pomimo znaczącego zahamowania tempa wzrostu gospodarczego oraz obniżenia się poziomu konsumpcji. Już w 2021 r., dzięki ożywieniu gospodarczemu i powrotowi gospodarki na ścieżkę wzrostu, bezrobocie w Polsce zaczęło się zmniejszać.

Przyczyny rosnącej inflacji to zarówno czynniki zewnętrzne, związane z silnym wzrostem światowych cen surowców, zwłaszcza energetycznych, i z ograniczoną dostępnością niektórych towarów importowanych, jak i czynniki krajowe, na co wskazywała wysoka inflacja bazowa. Wskaźnik ten znajdował się powyżej dopuszczalnego pasma odchyień od celu inflacyjnego nieprzerwanie od lutego 2020 r., a we wrześniu 2022 r. przekroczył poziom 10%. Grudzień 2022 r. był osiemnastym miesiącem z rzędu, w którym inflacja bazowa była wyższa niż w miesiącu poprzednim.

W październiku 2022 r. Rada Polityki Pieniężnej, mimo iż nie występowały jednoznaczne przesłanki za tym przemawiające, zawiesiła cykl podwyżek stóp procentowych. Decyzja ta została podjęta w sytuacji niepewności przewidywań odnośnie ryzyk mogących mieć wpływ na kształtowanie się inflacji i rozwoju gospodarczego oraz przy inflacji kształtującej się na bardzo wysokim poziomie¹⁰⁶.

¹⁰⁵ B. Pietrzak, Z. Polański, op. cit., s. 99.

¹⁰⁶ A. Leszczyńska-Paczesna, *Inflacja bazowa w polityce pieniężnej*, Łódź 2020, s. 9.

Zawieszając cykl podwyżek stóp procentowych, RPP przyjęła wyczekującą postawę, oceniając, że pogorszenie koniunktury gospodarczej jest realne, a po ustąpieniu czynników powodujących wzrost inflacji w przyszłości nastąpi spadek do poziomu celu inflacyjnego. Stanowiło to zmianę hierarchii celów polityki pieniężnej określonych w Ustawie o Narodowym Banku Polskim, co nie znajdowało uzasadnienia w sytuacji utrzymującej się wysokiej inflacji i skutkuje wydłużonym okresem powrotu inflacji do celu inflacyjnego.

W II połowie 2022 r. w komunikacji NBP pojawiły się akcenty sygnalizujące stopniowe obniżanie inflacji w przyszłości i możliwe obniżenie stóp procentowych. Były one niespójne z bieżącą sytuacją charakteryzującą się rosnącą i uporczywą inflacją oraz wysokimi oczekiwaniami inflacyjnymi, co mogło wpływać negatywnie na wiarygodność NBP i w konsekwencji skuteczność jego działań, ale zbliżały się wybory.

W ramach polityki kursowej skutki interwencji walutowych Narodowego Banku Polskiego były krótkoterminowe i nie zmieniły spadkowego trendu polskiej waluty¹⁰⁷.

Rada nie zdefiniowała średniego okresu, do którego odniosła cel inflacyjny. Według stanowiska przedstawionego przez radę w Założeniach długość opóźnień, jakie występują od podjęcia decyzji dotyczącej stóp procentowych do zaobserwowania jej najsilniejszego wpływu na wielkości realne (między innymi produkcję i zatrudnienie) oraz inflację, wynosi kilka kwartałów i może zmieniać się w czasie¹⁰⁸.

Utrzymujący się w 2022 r. na relatywnie wysokim poziomie popyt krajowy, pomimo rosnącej inflacji CPI istotnie obniżającej siłę nabywczą konsumentów, był wspierany przez odbudowę konsumpcji po okresie epidemii COVID-19 oraz ekspansywną politykę fiskalną, na którą wskazywał między innymi wzrost deficytu sektora instytucji rządowych i samorządowych, wynoszący w 2022 r. 3,4% PKB, wobec deficytu 1,8% PKB w 2021 r. Rozwiązania w ramach tarczy antyinflacyjnej, oddziałujące przede wszystkim na obniżenie cen żywności i energii, równocześnie jednak zwiększały dochody rozporządzone gospodarstw domowych, a tym samym ich siłę nabywczą. Presja inflacyjna związana była również z odłożonym przed 2022 r. popytem konsumpcyjnym, który nie był postrzegany przez RPP jako ryzyko uzasadniające wcześniejsze podjęcie w 2021 r. decyzji o podwyższeniu stóp procentowych.

Wszystkie wskaźniki inflacji bazowej w 2022 r. kształtowały się istotnie powyżej górnej granicy dopuszczalnych odchyłeń od celu inflacyjnego NBP. Najwyższą wartość w 2022 r. osiągnął wskaźnik inflacji po wyłączeniu cen administrowanych, który kształtował

¹⁰⁷ L. Góral, M. Karlikowska, K. Koperkiewicz-Mordel, *Polskie prawo bankowe*, Warszawa 2003, s. 46.

¹⁰⁸ E. Chrabonszczewska, K. Kalicki, op. cit., s. 81–83.

się w ciągu roku w przedziale od 8% (w lutym 2022 r.) do 18,7% (w październiku 2022 r.). Wskaźnik inflacji po wyłączeniu cen najbardziej zmiennych kształtował się w przedziale od 7,5% (w lutym 2022 r.) do 15% (w listopadzie i grudniu 2022 r.), a wskaźnik inflacji bazowej 15-procentowa średnia obciążona kształtował się w przedziale od 7% (w styczniu i lutym 2022 r.) do 14,5% (w listopadzie 2022 r.).

Wskaźnik inflacji po wyłączeniu cen żywności i energii nieprzerwanie rósł w ciągu 2022 r. od 6,1% w styczniu do 11,5% w grudniu 2022 r. NBP w dokumentach opracowywanych w 2022 r. wskazywał, że pomimo różnic w definicjach inflacji bazowej, które można znaleźć w literaturze przedmiotu, przyjmuje się, że inflacja bazowa jest tą częścią inflacji, która jest związana z oczekiwaniami inflacyjnymi i presją popytową oraz nie jest bezpośrednio zależna od szoków podaźowych. W związku z powyższym wyłączenie z inflacji cen żywności i energii, czyli tych grup cen, które według NBP w największym stopniu przyczyniły się do wzrostu wskaźnika inflacji CPI w 2022 r., prowadziłyby do określenia cen, na które mogła oddziaływać krajowa polityka pieniężna.

Rada Polityki Pieniężnej, prowadząc do września 2022 r. zaostrzoną politykę pieniężną, w informacjach po swoich posiedzeniach i opisach dyskusji od marca do września 2022 r. przedstawiała stanowisko, że w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej utrzymuje się ryzyko kształtowania się inflacji powyżej celu inflacyjnego NBP. Podwyżki stóp procentowych miały ograniczać to ryzyko oraz oddziaływać na ograniczenie oczekiwań inflacyjnych¹⁰⁹.

Podstawę do takiego postrzegania przyszłych procesów inflacyjnych zawierały projekcje inflacji – z marca i lipca 2022 r., przygotowane przez Departament Analiz i Badań Ekonomicznych NBP. Przewidywano w nich, że w 2022 r. roczna dynamika cen z 50-procentowym prawdopodobieństwem znajdzie się w przedziale od 9,3% do 12,2% (prognoza z marca 2022 r.) i w przedziale od 13,2% do 15,4% (prognoza z lipca 2022 r.) Dla 2023 r. w prognozach tych przewidywano kształtowanie się rocznej dynamiki cen w granicach od 7% do 11% (prognoza z marca 2022 r.) i od 9,8% do 15,1% (prognoza z lipca 2022 r.), a w 2024 r. od 2,8% do 5,7% (prognoza z marca 2022 r.) i od 2,2% do 6% (prognoza z lipca 2022 r.).

Od czerwca 2022 r. zaczęły pojawiać się wypowiedzi o odmiennym charakterze. Zarówno prezes NBP, jak i biuro prasowe banku w swoich wypowiedziach i komunikatach odnosili się do obniżania w przyszłości stóp procentowych i mającego nastąpić w III

¹⁰⁹ A. Leszczyńska-Paczesna, *Inflacja bazowa w polityce pieniężnej*, Łódź 2020, s. 9.

kwartale 2022 r. lub I kwartale 2023 r. (w zależności od wypowiedzi) stopniowego obniżania inflacji.

Dokonane przez Radę Polityki Pieniężnej podwyżki stóp procentowych NBP przełożyły się na wzrost oprocentowania kredytów i depozytów, co wpłynęło na sytuację na rynku kredytowym oraz strukturę aktywów finansowych sektora prywatnego, sprzyjało obniżeniu się dynamiki agregatów monetarnych i w efekcie oddziaływało ograniczająco na krajową presję popytową. W tych warunkach następował spadek dynamiki kredytów dla gospodarstw domowych od lipca 2022 r. (kiedy dynamika wyniosła $-0,3\%$ r/r) do końca roku (w grudniu 2022 r. $-4,3\%$ r/r). Następowало również obniżenie dynamiki agregatu monetarnego M1, obejmującego pieniądz gotówkowy w obiegu oraz depozyty i inne zobowiązania bieżące.

Oprocentowanie nowych i renegotjowanych kredytów mieszkaniowych było w grudniu 2022 r. wyższe o 6,3 p.p., kredytów dla przedsiębiorstw o 6,5 p.p., a depozytów gospodarstw domowych o 6 p.p. w porównaniu z poziomem z września 2021 r. (tj. okresem bezpośrednio przed pierwszą podwyżką stóp procentowych NBP w 2021 r.). Przewodniczący RPP ocenił, że skala wzrostu oprocentowania kredytów i depozytów była zbliżona do skali wzrostu stopy referencyjnej NBP, wskazując na efektywną transmisję stóp procentowych tego ostatniego. Dodał, że powyższe dane świadczą o istotnym ograniczeniu, w wyniku zacieśniania polityki pieniężnej, akcji kredytowej oddziałującej na aktywność gospodarczą¹¹⁰.

Rada Polityki Pieniężnej dokonując kolejnych podwyżek stóp procentowych w 2022 r., postanowiła ustalić korytarz stóp procentowych NBP o szerokości jednego punktu procentowego między stopami depozytową a lombardową (równo po 0,5 p.p. między stopami depozytową a referencyjną oraz lombardową a referencyjną). Z dostępnej dla RPP dokumentacji wynikało, że szerszy korytarz stóp procentowych mógłby skutkować uzyskiwaniem stopniowo coraz niższych odchyleń stawki POLONIA od stopy referencyjnej NBP, po początkowym (tj. bezpośrednio po rozszerzeniu korytarza stóp procentowych) istotnym zwiększeniu tego parametru względem stanu bieżącego.

Na posiedzeniu w październiku 2022 r. Rada Polityki Pieniężnej zdecydowała się wstrzymać cykl podwyżek stóp procentowych NBP, pozostawiając je na poziomach odpowiednio: stopa referencyjna – 6,75%, stopa lombardowa – 7,25%, stopa depozytowa – 6,25%. Decyzja ta podjęta została w sytuacji inflacji kształtującej się na poziomie 17,2% we

¹¹⁰ P. Błaszczyk, *Stabilność cen – sposoby definicji oraz wyzwania dla polityki pieniężnej*, Warszawa 2010, s. 40.

wrześniu 2022 r., to jest prawie pięciokrotnie wyższej od górnego dopuszczalnego progu odchyień od celu inflacyjnego¹¹¹.

W komunikacie wydanym po październikowym posiedzeniu zawarto ocenę Rady Polityki Pieniężnej, z której wynika, że dokonane przez NBP do września 2022 r. istotne zacieśnienie polityki pieniężnej (poprzez jedenastokrotne podwyższenie stóp procentowych) oraz spodziewane obniżenie dynamiki aktywności gospodarczej, w tym na skutek szoków zewnętrznych, przyczynią się do ograniczenia dynamiki popytu w polskiej gospodarce, co będzie sprzyjać obniżaniu inflacji w kierunku celu inflacyjnego NBP. W odróżnieniu od komunikatów z poprzednich miesięcy, w których RPP podejmowała decyzje o podwyższaniu stóp procentowych NBP, w komunikacie z października 2022 r. nie zawarto oceny, że w tym czasie w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej utrzymywało się ryzyko kształtowania się inflacji powyżej celu inflacyjnego. Dodatkowo prezes NBP na konferencjach prasowych po posiedzeniach RPP w okresie październik–grudzień 2022 r. podkreślał, że rada nie podjęła decyzji o zakończeniu cyklu podwyżek stóp procentowych, a jedynie wstrzymała zacieśnianie polityki pieniężnej.

Stabilnie i korzystnie, według danych dostępnych w październiku 2022 r., kształtowała się sytuacja na rynku pracy. Zapotrzebowanie na pracowników w Polsce w tym czasie pozostawało na relatywnie wysokim poziomie, a stopa bezrobocia rejestrowanego w sierpniu 2022 r. obniżyła się do 4,8% (4,9% po wyrównaniu sezonowym), kształtując się na najniższym w historii obserwacji poziomie. Udział przedsiębiorstw deklarujących, że presja płacowa nasiliła się względem poprzedniego kwartału, wyniósł w III kwartale 2022 r. 38%, tj. o 2,6 p.p. mniej niż w poprzednim kwartale. Mimo spadku wskaźnik ten utrzymywał się na zdecydowanie wyższym poziomie niż w poprzednich latach.

Nie jest w pełni uzasadnione, jakimi przesłankami kierowała się Rada Polityki Pieniężnej, podejmując w październiku 2022 r. decyzję o zatrzymaniu cyklu podwyżek stóp procentowych. Z uwagi na kształtowanie się inflacji na historycznie wysokich poziomach, jak również odległy horyzont powrotu inflacji do celu, wskazany w projekcji inflacji i PKB z lipca 2022 r., zatrzymanie cyklu podwyżek stóp procentowych mogło sprzyjać bardziej wspieraniu polityki gospodarczej rządu, niż dążeniu do szybszego obniżenia inflacji do celu inflacyjnego. Zgodnie z art. 3 ust. 1 Ustawy o NBP podstawowym celem jego działalności jest zaś utrzymanie stabilnego poziomu cen przy jednoczesnym wspieraniu polityki gospodarczej Rządu, o ile nie ogranicza to podstawowego celu NBP.

¹¹¹ D. Tymoczko, op. cit., s. 50

Narodowy Bank Polski, wymieniając czynniki istotne z punktu widzenia podejmowania decyzji o stopach procentowych w październiku 2022 r., podkreślał, że dane napływające w IV kwartale 2022 r. wskazywały na istotne spowolnienie dynamiki aktywności gospodarczej w Polsce. W projekcji inflacji i PKB z lipca 2022 r. wskazywano, że w latach 2023–2024 luka popytowa będzie ujemna. Zdaniem NBP takie przewidywane kształtowanie się luki popytowej wskazywało, że w kolejnych kwartałach obniżająca się krajowa presja popytowa będzie oddziaływała obniżająco również na inflację. Prowadzi to do wniosku, że Rada Polityki Pieniężnej uznała, iż w sytuacji niepewności prognoz kształtowania się inflacji i rozwoju sytuacji gospodarczej jest w stanie przejściowo akceptować inflację na znacząco podniesionym poziomie, zakładając, że po wygaśnięciu efektów szoków zewnętrznych, które miały główny wpływ na kształtowanie się wysokiej inflacji, nastąpi jej spadek. Takie stanowisko wiązało się jednak z ryzykiem wydłużenia okresu obniżania się inflacji do celu NBP, które wynikało między innymi z kształtowania się na wysokim poziomie również inflacji bazowej¹¹².

Część członków RPP na posiedzeniach od października do grudnia 2022 r. wyrażała jednak odmienny pogląd, uznając, że dotychczasowa skala stóp procentowych jest niewystarczająca dla zapewnienia powrotu inflacji do celu w średnim okresie. Ich zdaniem dalsze podwyżki stóp procentowych NBP byłyby uzasadnione ze względu na nadal korzystną koniunkturę w Polsce, wysoką dynamikę cen, podwyższone oczekiwania inflacyjne i poluzowanie polityki fiskalnej¹¹³.

Na posiedzeniu RPP w listopadzie 2022 r. przedstawiona została nowa projekcja inflacji i PKB, która przewidywała obniżoną ścieżkę wzrostu PKB oraz ujemną lukę popytową już w IV kwartale 2022 r. W projekcji inflacji i PKB z listopada 2022 r. wydłużono horyzont projekcji do 2025 r., czyli o trzy kwartały względem projekcji z lipca 2022 r. i cztery kwartały względem projekcji listopadowych z poprzednich lat. Według NBP w poprzednich latach każda kolejna projekcja w ciągu danego roku była mechanicznie skracana, ponieważ obejmowała skracający się z upływem czasu dany rok i dwa kolejne lata. W rezultacie w poprzednich latach projekcja publikowana w listopadzie była najkrótsza, bo obejmowała tylko ostatni kwartał danego roku i dwa kolejne lata. Bank centralny poinformował, że wydłużenie horyzontu projekcji w listopadowej rundzie progностycznej

¹¹² K. Koperkiewicz-Mordel, L. Góral, *Organizacja i zadania nadzoru bankowego*, „Bank i Kredyt” 1996, nr 12, wkładka „Bankowe ABC”, s. 2.

¹¹³ A. Sławiński, *Rynki finansowe*, op. cit., s. 21-22.

miało na celu uzyskanie pełniejszej informacji na temat procesu wygasania wpływu na polską gospodarkę wspomnianych zaburzeń podaźowych.

Rada Polityki Pieniężnej w listopadzie i grudniu 2022 r. postanowiła utrzymać stopy na niezmiennym poziomie, pomimo że wskaźnik inflacji CPI ukształtował się w październiku 2022 r. na poziomie nienotowanym od 1997 r.

Z danych dostępnych w okresie od listopada do grudnia 2022 r. wynikało, że nastąpiło spowolnienie wzrostu PKB w III kwartale 2022 r. do 3,6% wobec 5,5% w II kwartale 2022 r. Wzrost popytu krajowego obniżył się do 2% wobec 7,3% w IV kwartale 2021 r. Sytuacja na rynku pracy była nadal korzystna, a projekcja inflacji i PKB z listopada 2022 r. wskazywała, że w zakładanym horyzoncie utrzyma się wysokie nominalne tempo wzrostu wynagrodzeń przy umiarkowanym wzroście bezrobocia.

W Założeniach polityki pieniężnej na rok 2022 przyjęto, że Narodowy Bank Polski może stosować inne rodzaje operacji strukturalnych, tj. między innymi dokonywać emisji obligacji. NBP nie wykorzystał tego dodatkowego instrumentu, stwarzającego korzystne uwarunkowania dla przeciwdziałania wzrostowi cen.

W 2022 r. Rada Polityki Pieniężnej uchwałą nr 4/2022 z dnia 8 lutego 2022 r. podwyższyła stopę rezerwy obowiązkowej z obowiązujących wówczas 2% do poziomu 3,5%, z zastosowaniem do rezerwy obowiązkowej utrzymywanej od dnia 31 marca 2022 r. Wynikiem takiej decyzji był wzrost utrzymywanych środków z tytułu rezerwy obowiązkowej przez banki i kasy z poziomu 35,11 mld zł w marcowym okresie rezerwowym do wartości 62,096 mld zł w kwietniowym okresie rezerwowym, co w konsekwencji zmniejszyło poziom środków pozostających do swobodnego lokowania przez banki i kasy o 26,986 mld zł.

W 2022 r. Narodowy Bank Polski udzielił piętnastu kredytów lombardowych na łączną kwotę 62,2 mln zł, to jest o przeszło osiem razy więcej niż w roku 2021 (7,7 mln zł). Wszystkie kredyty lombardowe były zaciągane przez banki celem przetestowania wewnętrznych procedur dotyczących ich gotowości operacyjnej do uzyskania środków z Narodowego Banku Polskiego. Zabezpieczeniem kredytów lombardowych w większości przypadków były obligacje skarbowe. W trzech przypadkach były to również bony pieniężne, obligacje Banku Gospodarstwa Krajowego, obligacje Polskiego Funduszu Rozwoju oraz obligacje Europejskiego Banku Inwestycyjnego¹¹⁴.

¹¹⁴ M. Skopowski, M. Wiśniewski, op. cit., s. 30.

Wszystkie kredyty lombardowe¹¹⁵ udzielone przez Narodowy Bank Polski w roku 2022 zostały spłacone w wymaganym terminie. W przypadku niedoboru płynności w ciągu dnia operacyjnego NBP udzielał nieoprocentowanego kredytu technicznego, którego zabezpieczeniem były głównie skarbowe papiery wartościowe i bony pieniężne NBP. Średnie dzienne wykorzystanie kredytu technicznego ogółem w 2022 r. wyniosło 73,6703 mld zł i zmniejszyło się o 3,2083 mld zł (tj. o 4,2%) w stosunku do 2021 r.

Zgodnie z *Założeniami* Narodowy Bank Polski kontynuował politykę płynnego kursu walutowego. W 2022 r. złoty osłabił się o 2,14% w stosunku do euro oraz o 8,42% w stosunku do dolara amerykańskiego. Dla porównania, w 2021 r. złoty osłabił się w relacji do euro o 3,12%, a wobec dolara amerykańskiego o 11,03%.

Oslabienie wobec euro i dolara amerykańskiego w 2022 r. wystąpiło w marcu oraz na przełomie września i października. Pierwsze osłabienie było efektem znaczącego wzrostu ryzyka geopolitycznego po rosyjskiej agresji na Ukrainę. W efekcie kurs złotego w relacji do euro osiągnął wtedy historyczne maksimum 4,9647 w dniu 7 marca 2022 r. Z kolei drugie osłabienie złotego miało miejsce w wyniku przepływów kapitału portfelowego z Europy, wynikające z dynamicznie postępującego procesu zacieśniania polityki pieniężnej w Stanach Zjednoczonych. Spowodowało to osłabienie złotego do dolara amerykańskiego do poziomu 5,0381 w dniu 28 września 2022 r. W obu przypadkach osłabienie to było jednak krótkotrwałe, po czym kurs złotego wracał do poprzednich wartości, choć utrzymywał się na poziomach wyższych niż na początku 2022 r.

W marcu 2022 r. NBP w celu przeciwdziałania nadmiernemu obniżeniu wartości złotego oraz ograniczenia jej zmienności trzykrotnie interweniował na rynku walutowym. Interwencje te przyczyniły się do ustabilizowania warunków płynnościowych w tym segmencie rynku oraz ograniczyły zmienność i skalę deprecjacji złotego wynikającą z pogorszenia nastrojów na rynkach finansowych na skutek sytuacji geopolitycznej, wywołanej agresją Rosji na Ukrainę. Dodatkowo interwencje te zasygnalizowały gotowość NBP do przeciwdziałania ewentualnym działaniom spekulacyjnym wykorzystującym działania wojenne za wschodnią granicą Polski do gry na osłabienie złotego.

Z analizy danych dotyczących kształtowania się kursu euro do złotego w okresach prowadzonych interwencji walutowych wynika jednak, że pomimo umocnienia złotego

¹¹⁵ Kredyt lombardowy jest specyficznym rodzajem kredytu udzielanego przez bank centralny komercyjnym bankom lub innym instytucjom finansowym. Jest on zabezpieczony zastawem na papierach wartościowych lub innych aktywach, takich jak obligacje, akcje czy nieruchomości

krótko po zakończeniu interwencji kurs euro do złotego wzrósł odpowiednio o 1% (w dniu 1 marca 2022 r.), 0,08% (2 marca 2022) oraz 2,06% (4 marca 2022).

Słabszy od przewidywanego na etapie ustalania *Założeń* kurs złotego w 2022 r. przyczyniał się do zwiększenia inflacji, jednak skala tego wpływu była ograniczona i znacznie mniejsza niż w przypadku innych czynników oddziałujących na inflację¹¹⁶.

Tabela 4.5. Obniżki i podwyżki stóp procentowych w latach 2016 – 2022.

ROK	LICZBA OBNIŻEK	LICZBA PODWYŻEK
2016 2 połowa	0	0
2017	0	0
2018	0	0
2019	0	0
2020	3	0
2021	0	3
2022	0	8

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych NBP

Stopy procentowe w tym okresie przez pierwsze 3 lata nie zostały zmienione, po czym obniżono 3 razy by drastycznie zacząć podnosić 11 razy.

Rada Polityki Pieniężnej do kwietnia 2022 roku – pierwsza kadencja Prezesa Adama Glapińskiego, obradowała 53 razy i podjęła 106 Uchwał, z czego 41 jednogłośnie Za z Prezesem, 37 niejednogłośnie Za i 28 głosowań przeciw wnioskowi, zgodnych ze stanowiskiem Prezesa, gdzie kilkanaście razy głos prezesa decydował o wyniku głosowania. Prezes Adam Glapiński nie przegrał żadnego głosowania. To pokazuje jak jednostronna politycznie była i jest Rada Polityki Pieniężnej za jego czasów.

Analiza decyzji RPP dla lat 2021-2022 prowadzi do najbardziej krytycznej oceny całego badanego okresu. W tej fazie najsilniej ujawniają się przesłanki pozwalające mówić o możliwym oddziaływaniu czynnika politycznego w rozumieniu przyjętym we wstępie

¹¹⁶ W. Grostal, M. Ciżkowicz-Pękała, op. cit., s. 16.

pracy: opóźniona reakcja na inflację, względnie stabilny blok głosowań wspierający przewodniczącego oraz wyraźna rozbieżność między tempem wzrostu cen a momentem rozpoczęcia zdecydowanego zacieśniania polityki pieniężnej. Najważniejsze pytanie tej fazy dotyczy tego, czy opóźnienie reakcji na wzrost inflacji można wyjaśnić wyłącznie oceną danych makroekonomicznych, czy też należy je badać również w kontekście relacji między RPP, Prezesem NBP a szerszą polityką gospodarczą państwa.

7. Analiza porównawcza decyzji RPP w latach 1998–2022

Porównawcza analiza kolejnych kadencji RPP prowadzi do wniosku, że decyzje polityki pieniężnej należy oceniać równocześnie na dwóch płaszczyznach: ekonomicznej oraz politologiczno-instytucjonalnej. Pierwsza dotyczy ich zgodności z celem inflacyjnym i sytuacją makroekonomiczną, druga zaś odnosi się do miejsca RPP w strukturze państwa, układu większości w Radzie, relacji z rządem oraz granic autonomii banku centralnego.

Analiza kolejnych kadencji Rady Polityki Pieniężnej pokazuje, że wpływ decyzji RPP na gospodarkę Polski był zróżnicowany zarówno pod względem skali, jak i mechanizmu oddziaływania. W pierwszych latach działania Rady dominowały problemy transformacyjne, a spory dotyczyły przede wszystkim modelu polityki pieniężnej i relacji między stabilizacją cen a kosztami wzrostu gospodarczego. W okresie kierowania NBP przez Leszka Balcerowicza zasadnicza oś konfliktu miała charakter ekonomiczno-polityczny, ale nie przesądzała jeszcze o podporządkowaniu decyzji interesowi rządu. Kadencja Sławomira Skrzypka ujawniła znaczenie układu większości w Radzie i wzrost roli wewnętrznych sporów, natomiast okres Marka Belki charakteryzował się większą przewidywalnością procesu decyzyjnego i relatywnie mniejszą intensywnością napięć politycznych.

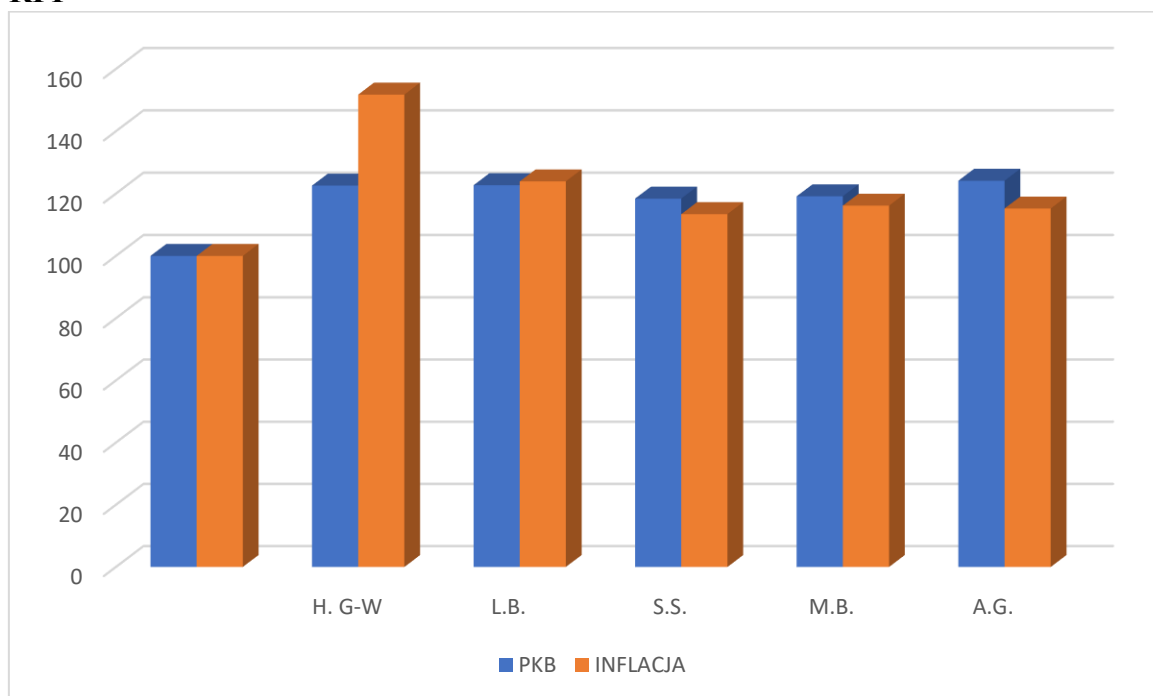
Najdalej idące wnioski dotyczą okresu prezesury Adama Głapińskiego. Lata 2016–2019 tworzyły warunki dla stabilnej polityki stóp procentowych, rok 2020 uzasadniał zastosowanie instrumentów nadzwyczajnych, lecz dopiero lata 2021–2022 przyniosły kumulację przesłanek pozwalających najpełniej rozważać możliwość oddziaływania czynnika politycznego na proces decyzyjny. Zastosowanie definicji przyjętej we wstępie pracy prowadzi do wniosku, że o możliwym upolitycznieniu można mówić nie wtedy, gdy RPP pozostaje w sporze z rządem albo gdy jej członkowie reprezentują odmienne szkoły ekonomiczne, lecz wtedy, gdy powtarzalne wzorce głosowań, opóźniona reakcja na inflację

i szczególna zbieżność z oczekiwaniami politycznymi tworzą łącznie spójny obraz procesu decyzyjnego.

W konsekwencji rozdział IV prowadzi do wniosku, że decyzje RPP w latach 1998–2022 wywierały istotny wpływ na inflację, wzrost gospodarczy, bezrobocie, kurs walutowy i warunki finansowania w gospodarce, ale siła przesłanek możliwego oddziaływania czynnika politycznego nie była jednakowa w całym badanym okresie. Najsłabiej ujawniała się ona w fazie transformacyjnej i w okresach większej równowagi makroekonomicznej, najsilniej natomiast wówczas, gdy stabilny układ większości w Radzie współwystępował z decyzjami opóźnionymi wobec danych inflacyjnych i projekcji.

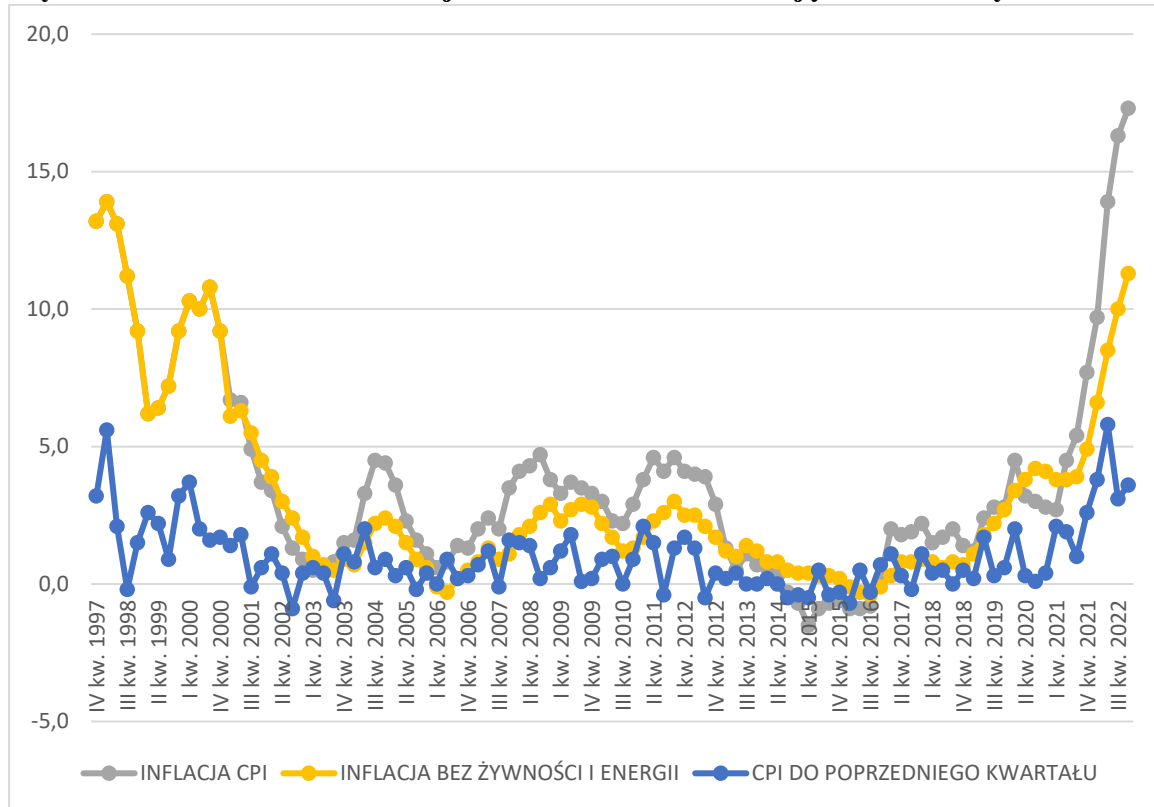
Poniższe wykresy i tabele syntetyzują materiał empiryczny wykorzystany w rozdziale IV i pozwalają porównać kolejne kadencje RPP pod względem przebiegu inflacji, realizacji celu inflacyjnego, zmian stóp procentowych oraz układu głosowań wewnątrz Rady. W tym sensie stanowią one podstawę porównawczej oceny zarówno skutków ekonomicznych decyzji RPP, jak i instytucjonalno-politycznych uwarunkowań procesu decyzyjnego.

Wykres 4.34. Porównanie PKB i inflacji w kadencjach kolejnych przewodniczących RPP



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych NBP i GUS.

Wykres 4.35. Porównanie inflacji w latach 1998–2022 w ujęciu kwartalnym



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych NBP i GUS.

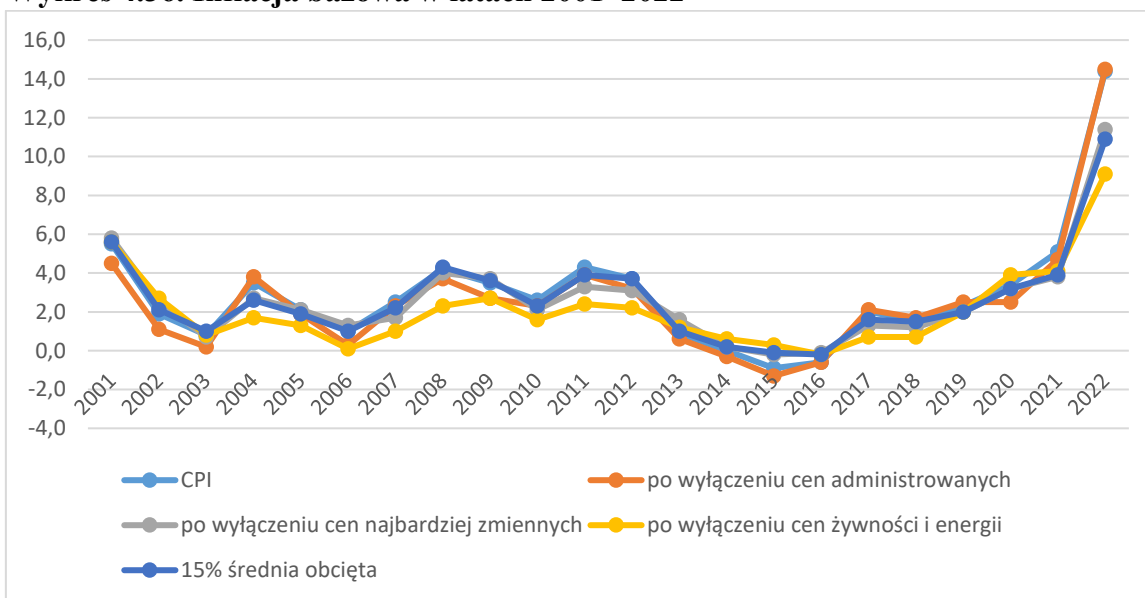
Tabela 4.6. Wskaźniki inflacji CPI i bazowej w latach 2001–2022

	CPI	Wskaźniki inflacji bazowej (100 – rok poprzedni)			
		po wyłączeniu cen administrowanych	po wyłączeniu cen najbardziej zmiennych	po wyłączeniu cen żywności i energii	15-procentowa średnia obciąża
2001	105,5	104,5	105,8	105,6	105,6
2002	101,9	101,1	102,5	102,7	102,1
2003	100,8	100,2	100,7	100,8	101,0
2004	103,5	103,8	102,7	101,7	102,6
2005	102,1	101,9	102,1	101,3	101,9
2006	101,0	100,3	101,3	100,1	101,0
2007	102,5	102,3	101,7	101,0	102,2
2008	104,2	103,7	104,0	102,3	104,3
2009	103,5	102,7	103,7	102,7	103,6
2010	102,6	102,3	102,1	101,6	102,3
2011	104,3	103,9	103,3	102,4	103,9
2012	103,7	103,2	103,1	102,2	103,7
2013	100,9	100,6	101,6	101,2	101,0
2014	100,0	99,7	100,2	100,6	100,2
2015	99,1	98,7	99,8	100,3	99,9
2016	99,4	99,4	99,9	99,8	99,8
2017	102,0	102,1	101,3	100,7	101,6
2018	101,6	101,7	101,2	100,7	101,5

2019	102,3	102,5	102,0	102,0	102,0
2020	103,4	102,5	103,2	103,9	103,2
2021	105,1	104,7	103,8	104,1	103,9
2022	114,4	114,5	111,4	109,1	110,9

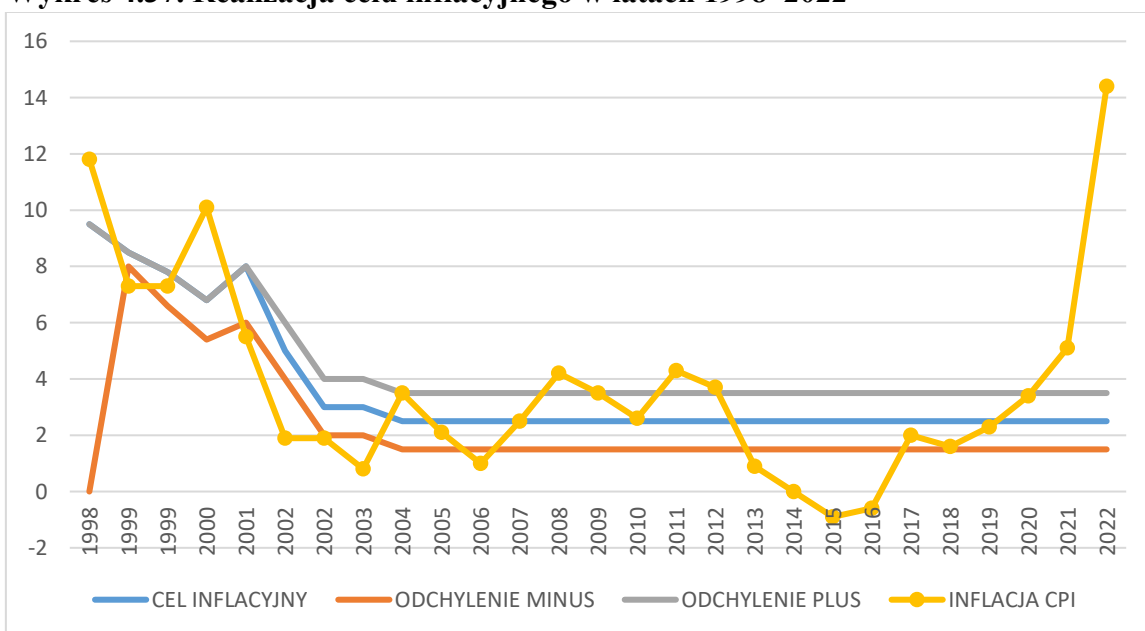
Źródło: opracowanie własne na podstawie danych NBP i GUS.

Wykres 4.36. Inflacja bazowa w latach 2001–2022



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych NBP i GUS.

Wykres 4.37. Realizacja celu inflacyjnego w latach 1998–2022



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych NBP i GUS.

Lata 1998–2022 to 53 obniżki stóp procentowych i 32 podwyżki, z czego 8 w ciągu roku 2022.

Tabela 4.7. Obniżki i podwyżki stóp procentowych w poszczególnych latach

ROK	LICZBA OBNIŻEK	LICZBA PODWYŻEK
1998	7	0
1999	1	2
2000	0	2
2001	5	0
2002	8	0
2003	6	0
2004	0	3
2005	5	0
2006	2	0
2007	0	4
2008	2	4
2009	4	0
2010	0	0
2010	0	0
2010 (II połowa)	0	0
2011	0	4
2012	2	1
2013	6	0
2014	1	0
2015	1	0
2016 (I połowa)	0	0
2016 (II połowa)	0	0
2017	0	0
2018	0	0
2019	0	0
2020	3	0
2021	0	3
2022	0	8

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych NBP.

Rada Polityki Pieniężnej powinna być niezależnym organem, działającym zgodnie z Konstytucją, aby nie podlegać bezpośredniemu wpływowi politycznemu. Niezależność ta jest kluczowa dla podejmowania obiektywnych decyzji polityki pieniężnej, niezależnie od krótkoterminowych interesów politycznych.

Rozprawa wskazuje, że działania Rady Polityki Pieniężnej w czasie kryzysów często były spóźnione, nieadekwatne lub w ogóle nie pojawiały się. Opóźnienia te mogą negatywnie wpływać na gospodarkę, gdyż odpowiednie interwencje są kluczowe dla stabilizacji i pobudzenia wzrostu.

Przykładem takich działań Rady Polityki Pieniężnej było finansowanie długu Skarbu Państwa oraz obniżenie stóp procentowych w czasie pandemii COVID-19. Celem tych działań było pobudzenie inwestycji i konsumpcji, co miało przeciwdziałać deflacyjnemu szokowi gospodarczemu.

Dokonana w rozprawie analiza dotycząca pewnego momentami upolitycznienia i wpływu rządu na decyzje RPP upoważnia do sformułowania kilku stwierdzeń natury ogólnej.

Podsumowanie decyzji Rady Polityki Pieniężnej w Polsce w latach 1998–2022 w przedziałach kadencji pokazuje dynamiczną adaptację polityki pieniężnej do zmieniających się warunków gospodarczych i globalnych wyzwań. W latach 1998–2004 RPP skoncentrowała się głównie na strategii celu inflacyjnego, dążąc do utrzymania stabilności cen poprzez kontrolowanie inflacji za pomocą zmian stóp procentowych. W tym okresie przeszła również od polityki deprecjonizmu do stabilnych przepływów kapitału, co miało kluczowe znaczenie dla polityki walutowej. W odpowiedzi na globalny kryzys gospodarczy w latach 2001–2003 RPP podejmowała decyzje o obniżaniu stóp procentowych w celu wspierania gospodarki, która wówczas zwalniała.

W latach 2001–2006 Rada Polityki Pieniężnej kontynuowała adaptację polityki monetarnej, reagując na zmieniające się warunki gospodarcze. Przykłady decyzji o obniżkach stóp procentowych w 2001 roku były odpowiedzią na ożywienie gospodarcze oraz spowolnienie, podczas gdy podwyżki stóp w późniejszym okresie miały na celu kontrolę inflacji w wyniku rosnącego zapotrzebowania na kredyt. Akcesja Polski do Unii Europejskiej w 2004 roku wymusiła dostosowanie polityki pieniężnej do standardów Europejskiego Banku Centralnego, koncentrując się na stabilności cen i spełnieniu kryteriów konwergencji euro.

W latach 2007–2010 Rada Polityki Pieniężnej skonfrontowana była z nowymi wyzwaniami, w tym wysoką inflacją oraz globalnym kryzysem finansowym. Podjęto

wówczas decyzje o podwyżkach stóp procentowych w odpowiedzi na wzrost kosztów i presję inflacyjną. Jednakże kryzys finansowy doprowadził do kolejnych obniżek stóp procentowych w celu pobudzenia gospodarki i złagodzenia negatywnych skutków recesji. RPP kontynuowała serię obniżek stóp procentowych w celu wspierania ożywienia gospodarczego i redukcji presji inflacyjnej.

Podsumowując rozważania należy podkreślić, że Rada Polityki Pieniężnej dostosowywała swoją politykę pieniężną w odpowiedzi na zmieniające się warunki gospodarcze oraz globalne wydarzenia, dążąc do utrzymania stabilności cen, wspierania wzrostu gospodarczego i stabilizacji rynków finansowych. Decyzje dotyczące stóp procentowych odgrywały kluczową rolę w kształtowaniu polityki monetarnej, mającej na celu długoterminową stabilność ekonomiczną Polski.

W latach 2011–2016 Rada Polityki Pieniężnej (RPP) Polski podejmowała decyzje dotyczące regulacji polityki monetarnej, reagując na zmieniającą się sytuację gospodarczą i inflacyjną. W tym okresie kluczowe decyzje RPP obejmowały obniżki i podwyżki stóp procentowych, które miały na celu zarządzanie inflacją oraz wspieranie wzrostu gospodarczego.

W styczniu 2012 roku RPP zdecydowała się na obniżkę stóp procentowych, aby stymulować gospodarkę, która odczuwała skutki spowolnienia w strefie euro oraz ogólnoświatowego kryzysu finansowego. Następnie, w lipcu 2012 roku, podjęto decyzję o podwyższeniu stóp procentowych w odpowiedzi na rosnące presje inflacyjne, mając na celu kontrolę wzrostu cen i utrzymanie stabilności cen.

W lutym 2013 roku RPP kontynuowała cykl podwyżek stóp procentowych, dążąc do ograniczenia ryzyka inflacyjnego i stabilizacji cen. Natomiast w marcu 2014 roku podjęto decyzję o obniżce stóp procentowych, reagując na spowolnienie gospodarcze oraz presje deflacyjne, które zaczęły się nasilać.

Kolejna obniżka stóp procentowych miała miejsce we wrześniu 2014 roku, w odpowiedzi na spadek inflacji do poziomów zbliżonych do deflacji, mając na celu pobudzenie wzrostu gospodarczego. W marcu 2015 roku RPP kontynuowała cykl obniżek stóp procentowych, dążąc do stymulacji gospodarki i złagodzenia presji deflacyjnych.

Decyzje RPP w latach 2011–2016 były podejmowane w kontekście globalnych czynników ekonomicznych, takich jak kryzys w strefie euro oraz ogólnoświatowe spowolnienie gospodarcze. Celem tych działań było utrzymanie stabilności cen, wspieranie wzrostu gospodarczego i zarządzanie presjami inflacyjnymi, co było kluczowe dla długoterminowego rozwoju gospodarczego Polski.

Lata 2016–2022 były okresem największych kontrowersji związanych z upolitycznieniem RPP. Zmiany w składzie rady po wyborach w 2015 roku wzbudziły obawy o jej niezależność, sugerując, że rządząca partia mogła używać RPP jako narzędzia politycznego. Niektóre decyzje, takie jak kontrowersyjne wygaśnięcie kadencji prezesa NBP w 2016 roku, oraz obniżki stóp procentowych w obliczu rosnącej inflacji, mogły być interpretowane jako polityczne posunięcia mające na celu wsparcie działań rządu.

Tabela 4.8. Głosowania członków RPP „za” lub „przeciw” Prezesowi NBP w latach 2000-2022.

ROK	LP	LG	ZA P J	ZA P N	PRZECIW Z P WY	PRZECIW P	PRZECIW P J
2000	9	12	6	3	1	0	2
2001	13	20	2	12	6	0	0
2002	16	27	9	9	9	0	0
2003	14	24	5	12	6	1	0
2004	12	21	12	6	2	1	0
2005	15	26	13	2	2	9	0
2006	8	13	8	0	0	5	0
2007	17	19	10	0	6	2	1
2008	18	29	12	7	8	1	1
2009	19	23	12	4	3	3	1
2010	2	2	0	1	0	1	0
2010	5	7	0	4	0	3	0
2010	10	19	5	4	10	0	0
2011	14	16	8	5	3	0	0
2012	12	24	11	3	8	2	0
2013	14	23	10	7	6	0	0
2014	11	19	10	3	4	2	0
2015	9	12	7	2	3	0	0
2016	3	4	4	2	0	0	0
2016	2	2	0	2	0	0	0
2017	8	9	5	4	0	0	0
2018	6	7	2	4	1	0	0
2019	12	14	5	4	5	0	0
2020	9	27	8	11	8	0	0
2021	9	31	15	4	12	0	0
2022	11	25	4	11	10	0	0

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych NBP.

Tabela 4.9. Głosowania członków RPP za lub przeciw Prezesowi NBP – podsumowanie według Prezesów w latach 2000-2022.

PREZES	LP	LG	Z A P J	Z A P N	PRZECIWI Z P WY	PRZECIWI P	PRZECIWI P J	GŁOS DEC
H. G-W	9	12	6	3	1	0	2	0
L. B.	78	131	49	41	25	16	0	13
S. S.	56	73	34	12	17	7	3	7
M. B.	73	117	55	24	34	4	0	6
A. G.	57	115	39	40	36	0	0	0

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych NBP

Agenda:

LP – liczba posiedzeń,

LG – liczba głosowań,

Z A P J – Za Przewodniczącym jednogłośnie,

Z A P N – Za z Przewodniczącym niejednogłośnie,

PRZECIWI Z P WY – Większość przeciw razem z Przewodniczącym,

PRZECIWI P – Większość przeciwko Przewodniczącemu,

PRZECIWI P J – przeciwko Przewodniczącemu jednogłośnie,

GŁOS DEC – głos Przewodniczącego zdecydował o przewadze jego opcji.

Przedstawione zestawienia wskazują, że układ głosowań w Radzie Polityki Pieniężnej nie był jednolity w całym badanym okresie. W czasie kadencji Leszka Balcerowicza i Sławomira Skrzypka częściej występowały sytuacje, w których przewodniczący pozostawał w mniejszości albo musiał mierzyć się z wyraźnym sprzeciwem części Rady. Z kolei w ostatnim badanym okresie układ głosowań wskazywał na bardziej stabilne wsparcie dla stanowiska przewodniczącego. Samo to zjawisko nie stanowi jeszcze dowodu upolitycznienia, ale w połączeniu z innymi przesłankami wzmacnia podstawy do analizy relacji między układem większości w Radzie a przebiegiem procesu decyzyjnego.

Przedstawione wykresy i tabele syntetyzują materiał empiryczny rozdziału IV. Z jednej strony pokazują zróżnicowanie przebiegu inflacji, PKB, realizacji celu inflacyjnego oraz zmian stóp procentowych w kolejnych kadencjach, z drugiej zaś ilustrują układ głosowań wewnątrz Rady. Łączne odczytanie tych danych wzmacnia wnioski, że wpływ decyzji RPP na gospodarkę był istotny, natomiast siła przesłanek możliwego oddziaływania czynnika politycznego była zróżnicowana w czasie.

Zbiorcze ujęcie danych potwierdza, że decyzje RPP w badanym okresie realnie oddziaływały na gospodarkę, ale ich adekwatność, timing oraz relacja do otoczenia politycznego były zróżnicowane w zależności od kadencji. Dane te wzmacniają wniosek, że

analiza polityki pieniężnej w Polsce wymaga łączenia perspektywy makroekonomicznej z perspektywą instytucjonalno-polityczną. W tym sensie rozprawa pokazuje, że polityka pieniężna w Polsce nie może być traktowana wyłącznie jako obszar technicznego zarządzania gospodarką, lecz jako część polityki państwa, realizowana przez instytucję formalnie autonomiczną, lecz stale funkcjonującą w określonym otoczeniu politycznym, instytucjonalnym i społecznym.

Zakończenie

Niniejsza rozprawa została poświęcona analizie decyzji Rady Polityki Pieniężnej i ich wpływu na gospodarkę Polski w latach 1998–2022, prowadzonej z perspektywy nauk o polityce. Punktem wyjścia było założenie, że polityka pieniężna nie stanowi wyłącznie technicznej sfery zarządzania gospodarką, lecz jest szczególnym segmentem polityki gospodarczej państwa, a tym samym częścią szerszej rozumianej polityki publicznej. Oznacza to, że decyzje Rady Polityki Pieniężnej powinny być oceniane nie tylko według kryteriów ekonomicznych, ale również w perspektywie instytucjonalnej i politologicznej, uwzględniającej miejsce Narodowego Banku Polskiego w strukturze państwa, relacje między autonomią instytucji a polityką gospodarczą rządu oraz możliwość oddziaływania czynnika politycznego na proces decyzyjny.

Przeprowadzone analizy prowadzą do wniosku, że decyzje RPP wywierały w badanym okresie istotny wpływ na gospodarkę Polski. Oddziaływały one przede wszystkim na inflację, koszt pieniądza, warunki finansowania gospodarstw domowych i przedsiębiorstw, tempo wzrostu gospodarczego, poziom bezrobocia, rynek kredytowy oraz kurs walutowy. Wpływ ten nie miał jednak charakteru prostego ani natychmiastowego. Dokonywał się poprzez mechanizm transmisji polityki pieniężnej, a jego skala zależała również od współwystępowania innych czynników, takich jak polityka fiskalna, sytuacja międzynarodowa, zmiany cen surowców, globalne kryzysy finansowe czy szoki podażowe. Nie zmienia to jednak faktu, że polityka pieniężna pozostawała jednym z najważniejszych sposobów oddziaływania państwa na procesy gospodarcze, a decyzje RPP należy traktować jako decyzje publiczne o realnych konsekwencjach społeczno-gospodarczych.

Pierwsze z pytań badawczych dotyczyło tego, czy decyzje RPP należy analizować jako element polityki gospodarczej państwa. Odpowiedź na to pytanie jest twierdząca. Badanie wykazało, że polityka pieniężna, mimo formalnej autonomii banku centralnego, pozostaje częścią szerszego systemu działań państwa wobec gospodarki. Nie jest ona jednak prostym instrumentem w rękach rządu, lecz segmentem polityki publicznej realizowanym przez instytucję wyposażoną w szczególny status ustrojowy i szczególny zakres niezależności. Właśnie ta podwójność — z jednej strony osadzenie w strukturze państwa, z drugiej zaś instytucjonalna autonomia — stanowi jedną z najważniejszych cech polityki pieniężnej jako przedmiotu analizy politologicznej.

Drugie pytanie badawcze odnosiło się do rzeczywistego zakresu niezależności Narodowego Banku Polskiego i Rady Polityki Pieniężnej. Analiza przeprowadzona w

rozprawie prowadzi do wniosku, że formalne gwarancje niezależności NBP i RPP były w badanym okresie silne, zwłaszcza w wymiarze konstytucyjnym i ustawowym. Niezależność banku centralnego jest zresztą nie tylko warunkiem skuteczności polityki pieniężnej, ale również ważnym elementem stabilności instytucjonalnej państwa oraz obowiązkiem wynikającym z szerszego porządku europejskiego. Nie oznaczało to jednak pełnej i niezmiennej autonomii faktycznej. Ta ostatnia zależała od konstrukcji organów NBP, pozycji Prezesa NBP, układu większości w Radzie, relacji pomiędzy członkami RPP a rządem, a także od ogólnego klimatu politycznego i sposobu komunikowania decyzji publicznych. W rezultacie można stwierdzić, że niezależność NBP i RPP miała charakter dynamiczny: była silnie zakorzeniona normatywnie, lecz w praktyce podlegała napięciom i próbom oddziaływania wynikającym z logiki polityki państwa.

Trzecie pytanie badawcze dotyczyło wpływu składu RPP oraz pozycji kolejnych Prezesów NBP na przebieg procesu decyzyjnego. Przeprowadzone badanie potwierdziło, że układ personalny i nominacyjny miał realne znaczenie dla sposobu podejmowania decyzji. Nie oznacza to, że sama polityczna legitymacja organów powołujących członków Rady przesądzała o ich zachowaniu ani że każdy spór wewnątrz RPP był przejawem upolitycznienia. Analiza wykazała jednak, że układ większości w Radzie, relacja między przewodniczącym a pozostałymi członkami oraz powtarzalność określonych bloków głosowań mogły wzmacniać albo osłabiać realną autonomię procesu decyzyjnego. Z perspektywy politologicznej oznacza to, że skład RPP powinien być traktowany jako element instytucjonalnego kontekstu decyzji monetarnych, a nie wyłącznie jako techniczny skład organu.

W tym miejscu szczególnego znaczenia nabiera analiza porównawcza kolejnych kadencji RPP. W pierwszym okresie funkcjonowania Rady, przypadającym na lata przewodnictwa Hanny Gronkiewicz-Waltz, dominowały problemy transformacyjne i instytucjonalne. Spory dotyczyły przede wszystkim modelu polityki pieniężnej, relacji między stabilizacją cen a kosztami wzrostu gospodarczego oraz budowy praktyki działania nowego organu konstytucyjnego. Nie oznacza to braku napięć politycznych, lecz raczej to, że ich znaczenie pozostawało wtórne wobec problemów związanych z kształtowaniem nowego ładu monetarnego państwa.

W okresie przewodnictwa Leszka Balcerowicza na pierwszy plan wysunął się wyraźny konflikt pomiędzy restrykcyjną polityką pieniężną a oczekiwaniami rządów dążących do silniejszego pobudzenia wzrostu gospodarczego i ograniczania kosztów społecznych wysokich stóp procentowych. Analiza wskazuje jednak, że sporu tego nie

należy utożsamiać automatycznie z upolitycznieniem decyzji RPP. W większym stopniu był to konflikt między odmiennymi wizjami polityki gospodarczej państwa: antyinflacyjną, opartą na silnym akcentowaniu stabilności pieniądza, oraz bardziej ekspansywną, kładącą nacisk na wzrost i zatrudnienie. Z perspektywy nauk o polityce okres ten potwierdza, że polityka pieniężna jest obszarem przecięcia interesów i strategii różnych aktorów państwowych, ale nie przesądza jeszcze sam przez się o podporządkowaniu RPP logice bieżącej rywalizacji politycznej.

Kadencja Sławomira Skrzypka przypadła na okres kryzysu finansowego, który istotnie zmienił warunki działania RPP. W tej fazie większe znaczenie miały z jednej strony niepewność i potrzeba reagowania na zagrożenia systemowe, z drugiej zaś układ większości w Radzie oraz pozycja przewodniczącego. Okres ten pokazał, że konflikt wewnątrz RPP nie stanowi jeszcze samodzielnego dowodu polityzacji, ale może ujawniać znaczenie czynników personalnych i instytucjonalnych dla skuteczności procesu decyzyjnego. W tym sensie był to moment, w którym polityka pieniężna szczególnie wyraźnie odsłoniła swój polityczno-instytucjonalny wymiar.

W okresie przewodnictwa Marka Belki proces decyzyjny RPP cechowała większa stabilność i większa przewidywalność. W warunkach relatywnie umiarkowanej inflacji oraz niższego poziomu napięć politycznych polityka pieniężna była prowadzona bardziej spójnie, a przesłanki wskazujące na możliwe oddziaływanie czynnika politycznego miały mniejsze znaczenie niż w okresach bardziej konfliktowych. Nie oznacza to, że kontekst instytucjonalny i polityczny stracił znaczenie, lecz raczej że układ większości w Radzie i relacje z otoczeniem politycznym nie generowały w tym czasie równie silnych kontrowersji co do autonomii procesu decyzyjnego.

Najdalej idące wnioski dotyczą okresu przewodnictwa Adama Glapińskiego. Wcześniejszy etap tej kadencji, przypadający na lata 2016–2019, można interpretować jako okres utrzymywania łagodnych warunków monetarnych w relatywnie korzystnym otoczeniu makroekonomicznym. Rok 2020 uzasadniał zastosowanie instrumentów nadzwyczajnych, w tym silnych obniżek stóp procentowych i skupu obligacji, które miały przeciwdziałać pandemicznemu szokowi i wspierać stabilizację gospodarczą. Działania te nie mogą być same przez się uznane za dowód polityzacji, lecz w dalszej perspektywie współwystępowały z ekspansywną polityką fiskalną i narastaniem presji inflacyjnej. Dopiero lata 2021–2022 przyniosły kumulację przesłanek pozwalających najpełniej rozważać możliwość oddziaływania czynnika politycznego na proces decyzyjny. Chodzi tu przede wszystkim o opóźnioną reakcję na inflację, rozbieżność między przebiegiem procesów cenowych a

wcześniejszą komunikacją banku centralnego, większą wrażliwość debaty monetarnej na otoczenie polityczne oraz stabilny układ większości w Radzie sprzyjający pozycji przewodniczącego. W świetle definicji przyjętej we wstępie nie oznacza to automatycznie pełnego podporządkowania RPP interesowi politycznemu, ale daje najsilniejsze w całym badanym okresie podstawy do stwierdzenia, że proces decyzyjny mógł pozostawać pod istotnym wpływem czynnika politycznego.

W tym kontekście szczególnej wagi nabierają ustalenia dotyczące wzorca głosowań w Radzie. Zestawienia obejmujące liczbę głosowań za i przeciw stanowisku Prezesa NBP pokazują, że układ głosowań nie był jednolity w całym badanym okresie. W czasie kadencji Leszka Balcerowicza i Sławomira Skrzypka częściej występowały sytuacje, w których przewodniczący pozostawał w mniejszości albo musiał mierzyć się z wyraźnym wewnętrznym sprzeciwem. Oznacza to, że w tych okresach proces decyzyjny zachowywał relatywnie większą wielogłosowość i ujawniał rzeczywiste napięcia wewnątrz Rady. Z kolei w ostatnim badanym okresie układ głosowań wskazywał na bardziej stabilne wsparcie dla stanowiska przewodniczącego. Samo to zjawisko nie stanowi jeszcze dowodu upolitycznienia, ale w połączeniu z innymi przesłankami wzmacnia podstawy do badania relacji między układem większości w Radzie a przebiegiem procesu decyzyjnego.

Na tej podstawie możliwa jest weryfikacja hipotez przyjętych we wstępie. Po pierwsze, potwierdza się hipoteza, że polityka pieniężna powinna być badana jako segment polityki gospodarczej państwa, a nie wyłącznie jako techniczny obszar ekonomii monetarnej. Po drugie, potwierdza się hipoteza, że formalna niezależność NBP i RPP nie eliminuje napięć politycznych i nie wyklucza oddziaływania czynnika politycznego na proces decyzyjny, choć zakres tego oddziaływania był zróżnicowany w czasie. Po trzecie, potwierdza się hipoteza, że skład RPP, pozycja Prezesa NBP oraz układ większości w Radzie miały realne znaczenie dla sposobu podejmowania decyzji. Po czwarte, potwierdza się hipoteza, że decyzje RPP istotnie wpływały na gospodarkę Polski, choć wpływu tego nie można interpretować w sposób prosty i jednoczynnikowy, gdyż współkształtowały go również inne komponenty polityki państwa oraz czynniki zewnętrzne. Po piąte, tylko częściowo i w sposób zróżnicowany w czasie potwierdza się hipoteza o możliwym upolitycznieniu decyzji RPP: badanie nie daje podstaw do uznania, że zjawisko to miało jednolity i trwały charakter w całym okresie 1998–2022, ale pozwala stwierdzić, że w niektórych fazach, szczególnie w końcowej części badanego okresu, przesłanki takiego oddziaływania były wyraźnie silniejsze.

Ważnym rezultatem rozprawy jest również to, że pozwala ona wyjść poza prostą alternatywę: „pełna niezależność” albo „pełne upolitycznienie”. Analiza pokazuje, że relacja między RPP, NBP a polityką państwa ma charakter bardziej złożony. Pomiędzy formalną autonomią banku centralnego a jego całkowitym podporządkowaniem istnieje szeroka strefa napięć, oddziaływań pośrednich, konfliktów kompetencyjnych, presji oczekiwań oraz instytucjonalnych uwarunkowań, które mogą wzmacniać lub osłabiać realną autonomię procesu decyzyjnego. W tym sensie polityka pieniężna okazuje się obszarem, w którym krzyżują się trzy podstawowe wymiary analizy politologicznej: polity jako ład instytucjonalny i normatywny, policy jako zestaw działań publicznych wobec gospodarki oraz politics jako sfera rywalizacji o wpływ na kierunek polityki państwa.

Z perspektywy nauk o polityce rozprawa prowadzi zatem do wniosku, że Rada Polityki Pieniężnej jest nie tylko organem eksperckim zarządzającym parametrami polityki monetarnej, ale również uczestnikiem szerszego procesu kształtowania polityki gospodarczej państwa. Jej decyzje mają konsekwencje ekonomiczne, ale jednocześnie pozostają zakorzenione w określonym porządku instytucjonalnym, społecznym i politycznym. Analiza ekonomiczna była w tej pracy niezbędną, lecz została podporządkowana pytaniom charakterystycznym dla nauk o polityce: o miejsce instytucji w strukturze państwa, o granice autonomii władzy publicznej, o relacje między instytucjami oraz o sposoby, w jakie logika polityczna może oddziaływać na decyzje o znaczeniu gospodarczym.

W konsekwencji należy stwierdzić, że polityka pieniężna w Polsce w latach 1998–2022 była obszarem, w którym państwo oddziaływało na gospodarkę za pośrednictwem instytucji formalnie autonomicznej, lecz niepozostającej poza systemem politycznym. To właśnie ta podwójna natura polityki pieniężnej — ekonomiczna w instrumentach i skutkach, a zarazem instytucjonalno-polityczna w sposobie jej prowadzenia — stanowi najważniejszy rezultat przeprowadzonych badań. Rozprawa pokazuje zatem, że analiza decyzji Rady Polityki Pieniężnej wymaga łączenia materii ekonomicznej z badaniem polityki państwa, a ocena możliwego upolitycznienia nie może opierać się na publicystycznych uproszczeniach, lecz musi wynikać z badania relacji między danymi makroekonomicznymi, konstrukcją instytucjonalną, praktyką głosowań i szerszym otoczeniem politycznym.

Bibliografia

1. Źródła:

a. Akty prawne:

- Konstytucja Rzeczypospolitej Polskiej z dnia 2 kwietnia 1997 r., Dz. U. nr 78, poz. 483;
- Ustawa z dnia 29 sierpnia 1997 r. o Narodowym Banku Polskim, Dz. U. Nr 140, poz. 938, ze zm.
- Uchwała Rady Polityki Pieniężnej z 19 stycznia 2011 r. w sprawie stopy redyskontowej weksli, oprocentowania kredytów refinansowych oraz oprocentowania lokaty terminowej w Narodowym Banku Polskim, Dz. Urz. NBP Nr 1, poz. 1.
- Uchwała Rady Polityki Pieniężnej z 28 listopada 2001 r. w sprawie stopy redyskontowej weksli, oprocentowania kredytów refinansowych oraz oprocentowania lokaty terminowej w Narodowym Banku Polskim, Dz. Urz. NBP Nr 20, poz. 39.
- Ustawa z dn. 7 listopada 2008 r. o Komitecie Stabilności Finansowej, Dz. U. Nr 209, poz. 1317.
- Ustawa z dnia 14 grudnia 1994 r. o Bankowym Funduszu Gwarancyjnym, Dz. U. z 1995 r., nr 4, poz. 18 ze zm., art. 16, ust. 4.
- Ustawa z dnia 14 lutego 1992 r. o zmianie Ustawy – Prawo bankowe i niektórych innych ustaw, Dz. U. Nr 20, poz. 78.
- Ustawa z dnia 21 lipca 2006 r. o nadzorze nad rynkiem finansowym, Dz.U. 2006 nr 157, poz. 1119.
- Ustawa z dnia 23 grudnia 1994 r. o Najwyższej Izbie Kontroli, Dz. U. z 1995 r. Nr 13, poz. 59.
- Ustawa z dnia 27 sierpnia 2009 r. o finansach publicznych.
- Ustawa z dnia 29 sierpnia 1997 r. o Narodowym Banku Polskim, Dz.U. 1997 nr 140, poz. 938
- Ustawa z dnia 29 sierpnia 1997 r. – Prawo bankowe, Dz. U. Nr 140, poz. 939.

b. Dokumenty:

- Europejski Bank Centralny, *Protokół (nr 4) w sprawie Statutu Europejskiego Systemu Banków Centralnych i Europejskiego Banku Centralnego*, „Dziennik Urzędowy Unii Europejskiej” 2010, C 83/230.
- Europejski Bank Centralny, Raport o konwergencji. Grudzień 2006. Wprowadzenie i streszczenie. Ocena ekonomiczna i prawna: Polska, Frankfurt/M. 2006.
- Federal Reserve Bulletin, marzec 1968, s. A68, A73.
- NBP, Raport roczny 1998, https://nbp.pl/wp-content/uploads/2022/11/raport_1998.pdf.
- NBP, Raport roczny 1999, https://nbp.pl/wp-content/uploads/2022/11/raport_1999.pdf
- NBP, Raport roczny 2008, https://nbp.pl/wp-content/uploads/2022/11/raport_2008.pdf
- NBP, 1998, https://www.nbp.pl/polityka_pieniezna/dokumenty/strategia/strategia_1999_2003.pdf
- NBP, 2003, https://www.nbp.pl/polityka_pieniezna/dokumenty/strategia/strategia_2003.pdf
- NBP, Metodyka obliczania miar inflacji bazowej, 2021, [ps://www.nbp.pl/statystyka/bazowa/metodyka.pdf](https://www.nbp.pl/statystyka/bazowa/metodyka.pdf)

- NBP, *Rola Narodowego Banku Polskiego w procesie integracji europejskiej*, Warszawa 2003,
- NBP, *Średniookresowa strategia polityki pieniężnej na lata 1999-2003 r.*, RPP, NBP, Warszawa 1998.
- NBP, *Strategia polityki pieniężnej po 2003 r.*, RPP, NBP, Warszawa 2003.
- NBP, Rada Polityki Pieniężnej, *Raporty o Inflacji od 1998 do 2022*, Warszawa
- NBP, RPP, *Sprawozdanie z wykonania założeń polityki pieniężnej w 1998 roku*, Warszawa 1999,
- NBP, RPP, *Sprawozdanie z wykonania założeń polityki pieniężnej w 1999 roku*, Warszawa 2000,
- NBP, RPP, *Sprawozdanie z wykonania założeń polityki pieniężnej w 2000 roku*, Warszawa 2001,
- NBP, RPP, *Sprawozdanie z wykonania założeń polityki pieniężnej w 2001 roku*, Warszawa 2002,
- NBP, RPP, *Sprawozdanie z wykonania założeń polityki pieniężnej w 2002 roku*, Warszawa 2003,
- NBP, RPP, *Sprawozdanie z wykonania założeń polityki pieniężnej w 2003 roku*, Warszawa 2004,
- NBP, RPP, *Sprawozdanie z wykonania założeń polityki pieniężnej w 2004 roku*, Warszawa 2005,
- NBP, RPP, *Sprawozdanie z wykonania założeń polityki pieniężnej na rok 2005*, Warszawa 2006,
- NBP, RPP, *Sprawozdanie z wykonania założeń polityki pieniężnej w 2006 roku*, Warszawa 2007,
- NBP, RPP, *Sprawozdanie z wykonania założeń polityki pieniężnej na rok 2007*, Warszawa 2008,
- NBP, RPP, *Sprawozdanie z wykonania założeń polityki pieniężnej na rok 2008*, Warszawa 2009,
- NBP, RPP, *Sprawozdanie z wykonania założeń polityki pieniężnej na rok 2009*, Warszawa 2010,
- NBP, RPP, *Sprawozdanie z wykonania założeń polityki pieniężnej na rok 2010*, Warszawa 2011,
- NBP, RPP, *Sprawozdanie z wykonania założeń polityki pieniężnej na rok 2011*, Warszawa 2012,
- NBP, RPP, *Sprawozdanie z wykonania założeń polityki pieniężnej na rok 2012*, Warszawa 2013,
- NBP, RPP, *Sprawozdanie z wykonania założeń polityki pieniężnej na rok 2013*, Warszawa 2014,
- NBP, RPP, *Sprawozdanie z wykonania założeń polityki pieniężnej na rok 2014*, Warszawa 2015,
- NBP, RPP, *Sprawozdanie z wykonania założeń polityki pieniężnej na rok 2015*, Warszawa 2016,
- NBP, RPP, *Sprawozdanie z wykonania założeń polityki pieniężnej na rok 2016*, Warszawa 2017,
- NBP, RPP, *Sprawozdanie z wykonania założeń polityki pieniężnej na rok 2017*, Warszawa 2018,
- NBP, RPP, *Sprawozdanie z wykonania założeń polityki pieniężnej na rok 2018*, Warszawa 2019,
- NBP, RPP, *Sprawozdanie z wykonania założeń polityki pieniężnej na rok 2019*, Warszawa 2020,
- NBP, RPP, *Sprawozdanie z wykonania założeń polityki pieniężnej na rok 2020*, Warszawa 2021,

- NBP, RPP, Sprawozdanie z wykonania założeń polityki pieniężnej na rok 2021, Warszawa 2022,
- NBP, RPP, Sprawozdanie z wykonania założeń polityki pieniężnej na rok 2022, Warszawa 2023,
- NBP, RPP, Założenia polityki pieniężnej na rok 2000, Warszawa 1999
- NBP, RPP, Założenia polityki pieniężnej na rok 2001, Warszawa 2000
- NBP, RPP, Założenia polityki pieniężnej na rok 2002, Warszawa 2001
- NBP, RPP, Założenia polityki pieniężnej na rok 2003, Warszawa 2002
- NBP, RPP, Założenia polityki pieniężnej na rok 2004, Warszawa 2003
- NBP, RPP, Założenia polityki pieniężnej na rok 2005, Warszawa 2004
- NBP, RPP, Założenia polityki pieniężnej na rok 2006, Warszawa 2005
- NBP, RPP, Założenia polityki pieniężnej na rok 2007, Warszawa 2006
- NBP, RPP, Założenia polityki pieniężnej na rok 2008, Warszawa 2007
- NBP, RPP, Założenia polityki pieniężnej na rok 2009, Warszawa 2008
- NBP, RPP, Założenia polityki pieniężnej na rok 2010, Warszawa 2009
- NBP, RPP, Założenia polityki pieniężnej na rok 2011, Warszawa 2010
- NBP, RPP, Założenia polityki pieniężnej na rok 2012, Warszawa 2011
- NBP, RPP, Założenia polityki pieniężnej na rok 2013, Warszawa 2012
- NBP, RPP, Założenia polityki pieniężnej na rok 2014, Warszawa 2013
- NBP, RPP, Założenia polityki pieniężnej na rok 2015, Warszawa 2014
- NBP, RPP, Założenia polityki pieniężnej na rok 2016, Warszawa 2015
- NBP, RPP, Założenia polityki pieniężnej na rok 2017, Warszawa 2016
- NBP, RPP, Założenia polityki pieniężnej na rok 2018, Warszawa 2017
- NBP, RPP, Założenia polityki pieniężnej na rok 2019, Warszawa 2018
- NBP, RPP, Założenia polityki pieniężnej na rok 2020, Warszawa 2019
- NBP, RPP, Założenia polityki pieniężnej na rok 2021, Warszawa 2020
- NBP, RPP, Założenia polityki pieniężnej na rok 2022, Warszawa 2021
- https://static.nbp.pl/dokumenty/polityka-pieniezna/strategia-polityki-pienieznej/strategia_RPP_2003.pdf

- Rada Polityki Pieniężnej, Średniookresowa strategia polityki pieniężnej na lata 1999–2003, Warszawa 1998.
- https://nbp.pl/wp-content/uploads/2022/07/strategia_RPP_1999_2003.pdf
- Strona internetowa Banku Anglii: www.bankofengland.co.uk
- Strona internetowa Europejskiego Banku Centralnego: www.ecb.europa.eu.
- Strona internetowa MFW: imf.org.
- Strona Internetowa Niemieckiego Banku Federalnego: www.bundesbank.de.
- Strona internetowa Systemu Rezerwy Federalnej: www.federalreserve.gov.
- Wyrok Trybunału Konstytucyjnego z 22 września 2006 r. (U. 4/06), „Monitor Polski” 2006, nr 66, poz. 680.

2. Literatura:

a. Książki i monografie

- Baka W., *Bankowość centralna – funkcje, metody, organizacja*, Warszawa 1998.
- Baka W., *Transformacja bankowości polskiej w latach 1988–1995*, Warszawa 1997.
- Ball L., *What determinesthe sacrifice ratio?* [w:] Mankiw N. G. *Monetary Policy*, University of Chicago Press, Chicago 1994.
- Banaszak B., *Konstytucja Rzeczypospolitej Polskiej. Komentarz*, Warszawa 2009.
- Begg D., Fischer S., Dornbusch R., *Makroekonomia*, Warszawa 2003.
- Bermingham C., *A Critical Assessment of Existing Estimates of US Core Inflation*, „Journal of Macroeconomics” 2010, t. 32.
- Bernanke B., Laubach T., Mishkin F.S., *Inflation Targeting. Lessons from the International Experience*, Princeton N.J. 2018.
- Bień J., Z. Kosiński Z., Królak Z., *Rozliczenia międzynarodowe*, Warszawa 1970.
- Błaszczak P., *Stabilność cen – sposoby definicji oraz wyzwania dla polityki pieniężnej*, Warszawa 2010.
- Chmielewski T., Kocięcki A., Łyziak T., Przystupa J., Stanisławska E., Walerych M., Wróbel E., *Mechanizm transmisji polityki pieniężnej w Polsce. Stan wiedzy w 2019 roku*, Warszawa 2019.
- Chown J.F., *A history of Money: from AD 800*. Routledge, Londyn, 1994.
- Chrabonszczewska E., Kalicki K., *Teoria i polityka kursu walutowego*, Warszawa 1996.
- Ciborowski R.W., *Rynek pieniężny i polityka pieniężna*, Białystok 2003.
- Denek E., Sobiech J., Wierzbicki J., Wolniak J., *Finanse publiczne*, Warszawa 1995.
- Dębski W., *Rynek finansowy i jego mechanizmy. Podstawy teorii i praktyki*, Warszawa 2001.
- Doliwa-Klepacki .M., *Encyklopedia organizacji międzynarodowych*, Warszawa 1999.

- Duwendag D., Ketterer K.H., Kusters W., Pohl, Simmert D.B., *Teoria pieniądza i polityka pieniężna*, Warszawa 1995.
- Fedorowicz Z., *Międzynarodowe stosunki finansowe*, Warszawa 1996.
- Fedorowicz Z., *Teoria pieniądza*, Warszawa 1999.
- Fojcik-Mastalska E., *Bank Centralny*, w: *System prawa finansowego*, t. 4: *Prawo walutowe, prawo dewizowe, prawo rynku finansowego*, Warszawa 2010.
- Gliniecka J., *System bankowy w regulacjach polskich i unijnych*, Gdańsk 2004.
- Góral L., Karlikowska M., Koperkiewicz-Mordel K., *Polskie prawo bankowe*, Warszawa 2003.
- Gradzewicz M., *Naturalna stopa bezrobocia*, w: *Polityka pieniężna*, red. A. Sławiński, Warszawa 2011.
- Gronkiewicz-Waltz H., *Bank Centralny: od gospodarki planowej do rynkowej*, Warszawa 1992.
- Huterski R., *Niezależność banku centralnego*, Toruń 2000.
- Jaworski W.L., Krzyżkiewicz Z., Kosiński B., *Banki. Rynek, operacje, polityka*, Warszawa 1998.
- Kadłubowski D., *Bezpieczeństwo rynku finansowego – rola Narodowego Banku Polskiego*, w: *Bezpieczeństwo rynku finansowego*, red. E. Fojcik-Mastalska, E. Rutkowska-Tomaszewska, Wrocław 2010.
- Kaźmierczak A., *Podstawy polityki pieniężnej*, Warszawa 1998.
- Kłosiewicz P., Szpringer W., *Zarządzanie Bankiem Centralnym w świetle nowej ustawy o Narodowym*, Warszawa 1997.
- Kosikowski C., *Publiczne prawo bankowe*, Warszawa 1999.
- Kosikowski C., *Finanse publiczne i prawo finansowe – realia i perspektywy zmian*, Białystok, 2012.
- Kosikowski C., *Finanse publiczne w świetle Konstytucji RP oraz orzecznictwa Trybunału Konstytucyjnego*, Warszawa 2004.
- Kraś I., *Rola Narodowego Banku Polskiego w polityce gospodarczej Polski w latach 1997–2010*, Częstochowa 2013.
- Kubiczek S., *Od barteru do pieniądza wirtualnego*, Katowice 2015.
- Kwiatkowski E., *Inflacja*, w: *Podstawy ekonomii*, red. R. Milewski, E. Kwiatkowski, Warszawa 2018.
- Latoszek E., Proczek M., *Organizacje międzynarodowe. Założenia, cele, działalność*, Warszawa 2001.
- Leszczyńska-Paczesna A., *Inflacja bazowa w polityce pieniężnej*, Łódź 2020.
- Lubiński M., Ograniczenia polityki stabilizacyjnej, w: *Polityka gospodarcza. Teoria i realia*, red. J. Steciewicz, Warszawa 2008.
- Łach K., *Wpływ stopy procentowej na strategię finansowania przedsiębiorstw w Polsce*, Kraków 2012.
- Maślak E., *Narodowy Bank Polski w systemie ustrojowym Rzeczypospolitej Polskiej*, Kraków 2013.
- Meulendyke A., *U.S. Monetary Policy and Financial Markets. Federal Reserve Bank of New York*, 1998.
- Michałek A., *Szacowanie naturalnej stopy procentowej dla Polski*, Toruń 2012.
- Mishkin F.S., *Ekonomika pieniądza, bankowości i rynków finansowych*, Warszawa 2002.

- Musielak-Linkowska M., *Niezależność i wiarygodność banku centralnego jako główne aspekty polityki pieniężnej*, Warszawa 2006.
- Niedźwiedzińska J., Wesołowski G., *Strategia celu dla nominalnego PKB jako alternatywa dla strategii celu inflacyjnego*, Warszawa 2012.
- Nojszewska E., *Podstawy ekonomii*, Warszawa 1996.
- Nowak-Far A., *Unia Gospodarcza i Pieniężna*, w: *Prawo Unii Europejskiej*, red. J. Barcz, Warszawa 2003.
- Ochędowski E., *Prawo administracyjne*, Warszawa 1994.
- Ofiarski Z., *Prawo bankowe*, Szczecin 2021.
- Ostaszewski J. (red.), *Finanse*, Warszawa 2013.
- Pacześ P., *Polityka pieniężna a polityczny cykl koniunkturalny*, Warszawa 2010.
- Paluszak G., *Pojęcie niezależności banku centralnego i jej typy*, w: *Bankowość w okresie przemian systemowych. Wybrane zagadnienia*, red. W. Przybylska-Kapuścińska, Poznań 1998.
- Peter N., *Monetary Transmission Mechanism*, The New Palgrave Dictionary of Economics, 2008.
- Pietrzak E., *Międzynarodowe operacje walutowe. Rodzaje, mechanizmy, techniki*, Warszawa 1992.
- Pietrzak E., Szymański K., *Międzynarodowy rynek walutowy i finansowy*, Gdańsk 1991.
- Polański Z., *Polityka pieniężna*, [w:] *System finansowy w Polsce*, red. B. Pietrzak, Z. Polański, B. Woźniak, Warszawa 2008, t. I.
- Popowska J., *Bilans korzyści i kosztów z przystąpienia Polski do strefy euro*, w: *Polska w Unii Europejskiej. Droga do sukcesu?*, red. A. Nowakowska, P. Szukalski, Łódź 2006.
- Przybylska-Kapuścińska W., *Eurosystem a instrumenty polskiej i czeskiej polityki pieniężnej*, Warszawa 2007.
- Przybylska-Kapuścińska W., *Niezależność banku centralnego i jej dylematy w Polsce*, w: *Polityka pieniężna i rynek*, red. W. Przybylska-Kapuścińska, Poznań 2003.
- Przybylska-Kapuścińska W., *Polityka pieniężna. Cele, strategie i instrumenty*, Warszawa 2002.
- Przybylska-Kapuścińska W., *Refleksje nad nowymi trendami w przestrzeni monetarnej*, Toruń 2011.
- Przybylska-Kapuścińska W., Szyszko M., *Współczesna polityka pieniężna*, Warszawa 2017.
- Przybylska-Kapuścińska W., *Współczesna polityka pieniężna*, Warszawa 2008.
- Przybylska-Mazur A., *Metody prognozowania inflacji a decyzje polityki pieniężnej*, Katowice 2013.
- Pyka I., *Bank Centralny we współczesnym rynku pieniężnym*, Warszawa 2010.
- Roth P., *Rynki walutowe i pieniężne*, Warszawa 2000.
- Rothbard M.N., *What Has Government Done to Our Money*, Auburn 1990.
- Rozkrut M., *Polityka informacyjna banków centralnych*, Warszawa 2011.
- Rutkowski W., *Bank Centralny i polityka pieniężna*, Warszawa 2016.
- Schaal P., *Pieniądz i polityka pieniężna*, Warszawa 1996.

- Skopowski M., Wiśniewski M., *Instrumenty współczesnej polityki pieniężnej*, Poznań 2014.
- Sławiński A., *Rynki finansowe*, Warszawa 2006.
- Smaga P., *Rola banku centralnego w zapewnieniu stabilności finansowej*, Warszawa 2014.
- Solarz J.K., *Rozwój systemów bankowych*, Warszawa 1996, s. 123, cyt. za: A. Ostalecka, *Kryzysy bankowe i metody ich przewycięzania*, Warszawa 2009.
- Sotomska-Krzysztofik P., Szczepańska O., *Polityka informacyjna banków centralnych jako instrument wspierania stabilności systemu finansowego*, Warszawa 2006.
- Szczepańska O., P. Sotomska-Krzysztofik P., Pawliszyn M., *Banki centralne wobec kryzysów w systemie bankowym*, Warszawa 2004.
- Szczepańska O., *Stabilność finansowa jako cel banku centralnego*, Warszawa 2008.
- Szpunar P., *Polityka pieniężna. Cele i warunki skuteczności*, Warszawa 2000.
- Szyszko M., *Prognozowanie inflacji w polityce pieniężnej*, Warszawa 2009.
- Twarowska-Mól K., *System z Bretton Woods i jego dziedzictwo*, Warszawa 2022.
- Tymoczko D., *Operacje otwartego rynku*, w: *Polityka pieniężna*, red. A. Sławiński, Warszawa 2011.
- Winiarski B., *Pojęcia podstawowe*, w: *Polityka gospodarcza*, red. B. Winiarski, Warszawa 2006.
- Winiarski B., *Polityka gospodarcza*, Warszawa 2002.
- Wojtyła A., *Szkice o polityce pieniężnej*, Warszawa 2004.
- Woźniak P., *Inflacja bazowa*, Warszawa 2002.
- Zabielski K., *Finanse międzynarodowe*, Warszawa 1999.
- Zabielski K., *Wielobiegunowy świat finansów międzynarodowych*, Warszawa 1991.
- Zajda J., *Systemy bankowe w gospodarce kapitalistycznej*, Warszawa 1974.
- Zeliaś A., *Teoria prognozy*, Warszawa 1997.

b. Artykuły i opracowania

- Ancyparowicz G., Rutkowska I., *Consumer finance w Polsce*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego. Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia” Szczecin 2014, nr 67.
- Ancyparowicz G., *Polityka pieniężna jako element stabilizacji rynku*, „Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu”, Wrocław 2018, nr 531.
- Artus P., Barroux Y., *Monetary Policy. A Theoretical and Econometric Approach*. Springer, Dordrecht, 1990.
- Bagus P., Howden D., *Qualitative Easing in Support of a Tumbling Financial System a Look at the Eurosystem's Recent Balance Sheet Policies*, „Economic Affairs” 2009, t. 29, nr 4.
- Baka W., *Bank centralny i banki komercyjne w dwupoziomowym systemie bankowym*, „Prawo Bankowe” 1995, nr 4.
- Baka W., *Niezależność i odpowiedzialność banku centralnego*, „Prawo Bankowe” 2002, nr 5.

- Barro R.J., Gordon D.B., *Rules, Discretion, and Reputation in a Model of Monetary Policy*, [w:] J. Mon, *Econ*, 12: 101-121.
- Barro R.J., Grilli V., *European Macroeconomics*, 1994, Macmillan Press, New York.
- Bernanke B., Gertler M., *Monetary Policy and Asset Price Volatility*, *Economic Review*, Fourth Quarter 1999, Federal Reserve Bank of Kansas City.
- Bills M., Klenow P.J., *Some Evidence on the Importance of Sticky Prices*, „*Journal of Political Economy*” 2004, nr 112.
- Bilski H., *Japonia – walka o odzyskanie silnej pozycji gospodarczej i finansowej*, Warszawa 2004, www.nbp.pl/publikacje/materialy_i_studia/. Zob. szerzej: M. Dobroczyński, *Ewolucja międzynarodowej pozycji gospodarki japońskiej*, Toruń 2004.
- Biuro Cen i Inflacji, Instytut Ekonomiczny NBP, *Rewizja miar inflacji bazowej w 2009 r.*, <https://static.nbp.pl/dane/inflacja/rewizja2009.pdf>.
- Borio C., Drehmann M., *Towards an Operational Framework for Financial Stability: „Fuzzy” Measurement and Its Consequences*, BIS Working Papers No 284, Monetary and Economic Department, czerwiec 2009.
- Borowski P., *Polityka finansowa Systemu Rezerwy Federalnej Stanów Zjednoczonych Ameryki podczas wielkiego kryzysu lat 1929–1933*, „*Miscellanea Historico-Iuridica*” 2011, t. X.
- Buiter W., *Quantitative easing and qualitative easing: A terminological and taxonomic proposal*, data dostępu 12.05.2024: <http://blogs.ft.com/maverecon/2008/12/quantitative-easing-and-qualitative-easing-aterminological-and-taxonomic-proposal/#axzz422nvDTse>.
- Burnetko K., *Gest Balcerowicza*, „*Polityka*”, 23.09.2006, nr 38.
- Cagan P., *The Monetary Dynamics of Hyperinflation*, w: *Studies in the Quantity Theory of Money*, red. M. Friedman, Chicago 1956.
- Carpenter S., Ihrig J., Klee E., Quinn D., Boote A., *The Federal Reserve’s Balance Sheet. A Primer and Projections*, Washington D.C. 2012.
- Corbo V., *Exchange Rates Regimes in the Americas. Is Dollarization the Solution?*, „*Monetary and Economic Studies*” 2002, <https://www.imes.boj.or.jp/research/papers/english/me20-s1-6.pdf>.
- Cottarelli C., Giannini C., *Credibility without Rules? Monetary Frameworks in the Post Bretton-Woods Era*, Occasional Paper No. 154, International Monetary Funds, Washington 1997.
- Cukierman A., *Central Bank Strategy, Credibility, and Independence: Theory and Evidence*. MIT. Press, Cambridge, MA. 1992.
- Cukierman A., Webb S., Neyapti B., *Central Bank Independence*, „*The World Bank Economic Review*” 1992, nr 6.
- Dąbkowska A., *Struktura i rola systemu bankowego Republiki Federalnej Niemiec w gospodarce*, „*Rocznik Ekonomii i Zarządzania*” 2014, t. 6(42), nr 2.
- Dewald W.G., *Free Reserves, Total Reserves, and Monetary Control*, *J. Polit. Econ*, 1963, 71: s. 141-153..
- Drop J., Wojtyła A., *Strategia bezpośredniego celu inflacyjnego. Przesłanki teoretyczne i doświadczenia wybranych krajów*, „*Materiały i Studia – Narodowy Bank Polski*” 2001, nr 118.
- Dziekański P., *Niezależność Narodowego Banku Polskiego w świetle polskiego prawa i prawa Unii Europejskiej*, „*Przegląd Prawa Publicznego*” 2009, nr 7–8.

- Frankowski E., *W obronie niezależności banku centralnego*, „Glosa. Przegląd Prawa Gospodarczego” 2001, nr 2.
- Frankowski J., *Franciszek Ksawery Drucki-Lubecki. Ekonomista genialny*, „Nowe Życie Gospodarcze” 2008, nr 10/466, s. IV.
- Fraser B.W., *Central Bank Independence. What Does It Mean?*, „Reserve Bank of Australia Bulletin” 1994, nr 12.
- Fuhrer J.C., *Central Bank Independence and Inflation Targeting. Monetary Policy Paradigms for the Next Millennium*, „New England Economic Review” 1997, nr 1–2.
- Ganczarewicz G., *Kryteria klasyfikacji i uprzywilejowania pozycji banków ważnych systemowo oraz wyrównywanie szans banków w systemie finansowym*, „Bank i Kredyt” 2005, nr 11–12.
- Grabowska M., *Istota bankowości centralnej*, „Acta Universitatis Wratislaviensis – Przegląd Prawa i Administracji” 2008, nr 3052.
- Hammond G., *State of the Art of Inflation Targeting*, CCBS Handbook 2012, nr 29, Bank of England.
- http://www.nbp.pl/home.aspx?f=/o_nbp/informacje/polityka_pieniezna.html
- http://www.nbp.pl/home.aspx?f=/o_nbp/struktura/oddzialy.html [31.12.2021].
- <https://www.bankier.pl/waluty/kursy-walut/forex/EURPLN>
- https://www.nbp.pl/home.aspx?f=/o_nbp/informacje/funkcje_banku_centralnego.html
- Hummel J.R., *Death and taxes, including inflation: The public versus economists*, *Econ Journal Watch*, vol. 4, no. 1, 2007.
- Inman P., *How the world paid the hidden cost of America's quantitative easing*, *The Guardian*, 2011..
- Janus J., *Niekonwencjonalna polityka pieniężna głównych banków centralnych – diagnoza korzyści i zagrożeń*, Kongres Ekonomistów Polskich, listopad 2013, <http://www.pte.pl/kongres/referaty/index.php>.
- Jończyk A., *Rada Polityki Pieniężnej – nowy organ banku centralnego*, „Przegląd Podatkowy” 1998, nr 8.
- Jurkowska A.M., *Bank centralny a bezpieczeństwo i stabilność systemu finansowego*, „Ekonomia i Prawo” 2005, nr 1 „Ład instytucjonalny w gospodarce”.
- Kiedrowska M., Marszałek P., *Bank Centralny i stabilność finansowa*, „Bank i Kredyt” 2003, nr 6.
- Kindleberger C., *A financial History of Western Europe: OxfordUniversity Press*, New York, 1993.
- Kissmer F., Wagner H., *Central Bank Independence and Macroeconomic Performance. A Survey of the Evidence*,
- Kłosiewicz P., Krzyżewski J.A., *Transakcje repo*, „Bank i Kredyt” 1999, nr 9, s. 10.
- Kokoszyński R., Stopyra J., *Dylematy wyboru celów pośrednich i operacyjnych w polityce Narodowego Banku Polskiego*, „Bank i Kredyt” 1996, nr 6.
- Koperkiewicz-Mordel K., Góral L., *Organizacja i zadania nadzoru bankowego*, „Bank i Kredyt” 1996, nr 12, wkładka „Bankowe ABC”.
- Koperkiewicz-Mordel K., *Polski bank centralny w świetle nowej Konstytucji i Ustawy o Narodowym Banku Polskim*, „Bank i Kredyt” 1998, nr 40, wkładka „Bankowe ABC”.

- Kosikowski C., *Pozycja Narodowego Banku Polskiego i jego organów w prawie polskim*, „Państwo i Prawo”, zeszyt nr 11, 2002, s. 15-27.
- Kosior A., Wiesiołek P., *To What Extent Can We Trust Core Inflation Measures? The Experience of CEE Countries*, BIS Papers chapters, w: *Measurement of Inflation and the Philippine Monetary Policy Framework, t. 49, Bank for International Settlements*, Basel 2010.
- Kowalewski P., *Nowa odsłona interwencjonizmu walutowego*, Obserwator Finansowy, 23 września 2011. <https://www.obserwatorfinansowy.pl/bez-kategorii/rotator/interwencji-walutowe-szwajcaria-aprecjacja-pieniadza-kursy-walut/>.
- Kraś I., *Powstanie i status Narodowego Banku Polskiego*, <http://www.seminare.pl/23/Kras.pdf> [31.12.2012]. Krzyżewski J.A., *Polityka pieniężna jako instytucja prawa konstytucyjnego*, „Bank i Kredyt” 2000, nr 4.
- Kydland F. E., Prescott E.C., *Rules Rather Than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans*, *J. Polt. Econ*, 1977, 85: 473-491.
- Lubiński M., *Międzybankowy rynek pieniężny i zarażenie*, „Gospodarka Narodowa” 2013, nr 5–6.
- Łączkowski W., *Ustrojowa pozycja banku centralnego w Polsce*, „Unia Europejska” 2003, nr 4.
- Łon E., *Polska ma prawo do nieco wyższej inflacji*, *Bankier*, 11.08.2020, <https://www.bankier.pl/wiadomosc/Lon-Polska-ma-prawo-do-nieco-wyzszej-inflacji-7941705.html>.
- Marski Z.J., *Pieniądz gotówkowy. Historia, obieg, perspektywy*, „Materiały i Studia – Narodowy Bank Polski” 1997, nr 1.
- Mishkin F.S., *Inflation Dynamics*, „International Finance”, NBER Working Paper 13147, 2007.
- Misztal P., *Oddziaływanie inflacji na wzrost gospodarczy w Polsce w okresie od 1991–2009*, „Ekonomia i Zarządzanie” 2010, t. 2, nr 3.
- Musielak M., Kamiński M., *Wskaźniki monetarne a inflacja w Polsce w latach 1999–2003*, „Ruch Prawniczy, Ekonomiczny i Socjologiczny” 2004, z. 4.
- Nawrat R., *Doświadczenia z systemem currency board*, „Bank i Kredyt” 2002, nr 9.
- Niemierka S., *Komisja Nadzoru Bankowego – nowy nadzorca bankowy*, „Glosa” 1998, nr 9.
- Ofiarski Z., *Założenia polityki pieniężnej Rady Polityki Pieniężnej a ochrona ustroju pieniężnego jako wartości publicznej*, „Białostockie Studia Prawnicze” 2020, t. 25 nr 1.
- Oręziak L., *Bank Anglii jako bank centralny Wielkiej Brytanii*, „Bank i Kredyt” 2006, nr 8, dodatek „Bankowość centralna”.
- Osiński J., *Stabilność finansowa w Polsce – aspekty systemowe*, „Bank i Kredyt” 2005, nr 11–12, dodatek „Polski system bankowy – stan i perspektywy”.
- Praczyk G., *Bankowa komisja śledcza nie może kontrolować NBP*, „Rzeczpospolita”, 23.09.2006.
- Próchnicki L., *Polityka monetarna Polski w świetle bezpośredniego celu inflacyjnego*, „Studia i Prace Wydziału Nauk Ekonomicznych i Zarządzania” 2011, nr 22.
- Quah D., Vahey S.P., *Measuring Core Inflation*, „The Economic Journal” 1995, t. 105, nr 432.
- Rich R.W., Steindel C., *A Comparison of Measures of Core Inflation*, „FRBNY Economic Policy Review” 2007, <https://www.newyorkfed.org/medialibrary/media/research/epr/07v13n3/0712rich.pdf>.
- Samarska A., Jaśkowska W., *Rynek międzybankowy*, hasło w: *Encyklopedia zarządzania*, https://mfiles.pl/pl/index.php/Rynek_międzybankowy.

- Scheller H.K., *Europejski Bank Centralny – historia, rola, funkcje*, Frankfurt/M 2006, <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/ecbhistoryrolefunctions2006pl.pdf>.
- Schinasi G., *Defining Financial Stability*, IMF Working Paper 2004/187, Washington D.C.
- Skulicz J, Wiernusz M., *Dewiza*, hasło w: *Encyklopedia zarządzania*, <https://mfiles.pl/pl/index.php/Dewiza>.
- Svensson L.E.O., *Inflation Forecast Targeting: Implementing and Monitoring Inflation Targets*, Eur. Econ., Rev. 1997, 41: 1111-1146.
- Szafranski G., *Syntetyczne wskaźniki wyprzedzające w prognozowaniu inflacji w Polsce*, „Przegląd Statystyczny” 2013, nr 3.
- Szymt A., Skotnicki K., Czarny P., Granat M., Sarnecki P., *Opinia dotycząca zgodności z Konstytucją RP uchwały Sejmu z dnia 24 marca 2006 roku w sprawie powołania Komisji Śledczej do zbadania rozstrzygnięć dotyczących przekształceń kapitałowych i własnościowych w sektorze bankowym oraz działań organów nadzoru bankowego w okresie od 4 czerwca 1989 r. do 19 marca 2006 r.*, „Przegląd Sejmowy” 2006, nr 5(76).
- Szpunar P., *Cele pośrednie a skuteczność polityki pieniężnej*, „Bank i Kredyt” 1998, nr 1–2.
- Szpunar P., *Skuteczna strategia polityki pieniężnej w małej gospodarce otwartej – wybór dla Polski*, „Bank i Kredyt, nr 7–8.
- Tarnowski P., *Bank Narodowy czy Ludowy*, „Polityka”, 2.12.2000, nr 49 oraz J. Paradowska, *Sejm się śmieje*, „Polityka”, 16.06.2006, nr 24.
- Taylor J.B., *Discretion versus Policy Rules in Practice*, „Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy” 1993, t. 39.
- Tiwari R., *Post-crisis Rate Regime in Southeast Asia. An Empirical Survey of De-facto Policies*, 2003, <https://global-innovation.net/team/tiwari/PDF/exchange-rate.pdf>.
- Tupin R., *Niezależność NBP a obowiązek dbałości o stan gospodarki narodowej (uwagi krytyczne i wnioski de lege ferenda)*, „Przegląd Ustawodawstwa Gospodarczego” 2002, nr 6.
- Tymoczko D., *Instrumenty interwencji banku centralnego na rynku pieniężnym*, „Materiały i Studia – Narodowy Bank Polski” 2000, nr 102.
- Winczorek P., *Uwarunkowania prac nad nową Konstytucją Rzeczypospolitej Polskiej*, „Państwo i Prawo”, Warszawa 2002, nr 11.
- Wojtyła A., *Banki centralne po kryzysie: czy konieczne są zmiany instytucjonalne w strategii bezpośredniego celu inflacyjnego?*, „Gospodarka Narodowa” 2012, nr 7–8.
- Wojtyła A., *Za i przeciw*, „Życie Gospodarcze” 1994, nr 30.
- Zapadka P., *Nauka o pieniądzu i funkcje banku centralnego*, w: *Finanse publiczne i prawo finansowe*, red. A. Nowak-Far, Warszawa 2009.
- Ziolkowska W., *Niektóre dylematy koordynacji polityki monetarnej i fiskalnej*, „Bank i Kredyt” 1999, nr 7–8.
- Zubik M., *Narodowy Bank Polski (analiza konstytucyjno-ustrojowa)*, „Państwo i Prawo” 2001, nr 6.
- Żywiecka H., *Quantitative easing jako reakcja banków centralnych na niedobór płynności sektora bankowego na przykładzie Systemu Rezerwy Federalnej*, w: *Wyzwania współczesnej polityki pieniężnej*, red. W. Przybylska-Kapuścińska, M. Szyszko, Warszawa 2012.

SPIS WYKRESÓW

Wykres 3.1. Wielkość rezerwy obowiązkowej ogółem w Polsce w latach 1997–2021 na koniec grudnia każdego roku	102
Wykres 3.2. Stopy rezerwy obowiązkowej NBP w latach 2018–2022	103
Wykres 3.3. Stopy procentowe operacji depozytowo-kredytowych w Polsce w latach 1998–2022	105
Wykres 3.4. Stopa POLONIA na tle podstawowych stóp procentowych NBP w latach 2005–2021	111
Wykres 4.1. Porównanie PKB i inflacji w latach 1997–2022	124
Wykres 4.2. Porównanie PKB i inflacji narastająco w latach 1997–2022	124
Wykres 4.3. Wysokość rezerwy obowiązkowej procentowo w latach 1997–2022	125
Wykres 4.4. Wskaźniki stóp procentowych: redyskontowej i lombardowej, inflacji, PKB i bezrobocia w latach 1997–2022 w ujęciu rocznym	127
Wykres 4.5. Porównanie założeń i realizacji celu inflacyjnego w latach 1998–2001	130
Wykres 4.6. Porównanie założeń i realizacji celu inflacyjnego w latach 1998–2000 w ujęciu kwartalnym	131
Wykres 4.7. Porównanie PKB i inflacji w latach 1997–2000	134
Wykres 4.8. Wskaźniki stóp procentowych: referencyjnej i lombardowej, inflacji, PKB i bezrobocia w latach 1997–2001 w ujęciu kwartalnym	134
Wykres 4.9. Wskaźniki stóp procentowych: referencyjnej i lombardowej, inflacji, PKB i bezrobocia w latach 1997–2001 w ujęciu miesięcznym	135
Wykres 4.10. Porównanie PKB i inflacji w latach 2001–2006	137
Wykres 4.11. Porównanie założeń i realizacji celu inflacyjnego w latach 2001–2006	148
Wykres 4.12. Porównanie założeń i realizacji celu inflacyjnego w latach 2001–2006 w ujęciu kwartalnym	148
Wykres 4.13. Wskaźniki stóp procentowych: referencyjnej i lombardowej, inflacja, PKB i bezrobocie w latach 2001–2007 w ujęciu kwartalnym	151
Wykres 4.14. Wskaźniki stóp procentowych: referencyjnej i lombardowej, inflacja, inflacja bez żywności i energii, PKB i bezrobocie w latach 2001–2007 w ujęciu kwartalnym	152
Wykres 4.15. Wskaźniki stóp procentowych: referencyjnej i lombardowej, inflacja, PKB i bezrobocie w latach 2001–2007 w ujęciu miesięcznym	152
Wykres 4.16. Porównanie PKB i inflacji w latach 2007–2010	164
Wykres 4.17. Porównanie założeń i realizacji celu inflacyjnego w latach 2007–2010	165

Wykres 4.18. Porównanie założeń i realizacji celu inflacyjnego w latach 2007–2010 w ujęciu kwartalnym	165
Wykres 4.19. Wskaźniki stóp procentowych: referencyjnej i lombardowej, inflacja, PKB i bezrobocie w latach 2007–2010 w ujęciu kwartalnym	166
Wykres 4.20. Wskaźniki stóp procentowych: referencyjnej i lombardowej, inflacja, inflacja bez cen żywności i energii, PKB i bezrobocie w latach 2007–2010 w ujęciu kwartalnym	167
Wykres 4.21. Wskaźniki stóp procentowych: referencyjnej i lombardowej, inflacji, PKB i bezrobocia w latach 2007–2010 w ujęciu miesięcznym	167
Wykres 4.22. Porównanie PKB i inflacji w latach 2011–2016	172
Wykres 4.23. Porównanie założeń i realizacji celu inflacyjnego w latach 2010–2016	173
Wykres 4.24. Porównanie założeń i realizacji celu inflacyjnego w latach 2010–2016 w ujęciu kwartalnym	173
Wykres 4.25. Wskaźniki stóp procentowych: referencyjnej i lombardowej, inflacji, PKB i bezrobocia w latach 2010–2016 w ujęciu kwartalnym	174
Wykres 4.26. Wskaźniki stóp procentowych: referencyjnej i lombardowej, inflacji, inflacji bez cen żywności i energii, PKB i bezrobocia w latach 2010–2016 w ujęciu kwartalnym	175
Wykres 4.27. Wskaźniki stóp procentowych: referencyjnej i lombardowej, inflacji, PKB i bezrobocia w latach 2010–2016 w ujęciu miesięcznym	175
Wykres 4.28. Porównanie PKB i inflacji w latach 2016–2022	193
Wykres 4.29. Porównanie założeń i realizacji celu inflacyjnego w latach 2016–2021	193
Wykres 4.30. Porównanie założeń i realizacji celu inflacyjnego w latach 2016–2022 w ujęciu kwartalnym	194
Wykres 4.31. Wskaźniki stóp procentowych: referencyjnej i lombardowej, inflacji, PKB i bezrobocia w latach 2016–2022 w ujęciu kwartalnym	196
Wykres 4.32. Wskaźniki stóp procentowych: referencyjnej i lombardowej, inflacji, inflacji bez cen żywności i energii, PKB i bezrobocia w latach 2016–2022 w ujęciu kwartalnym	197
Wykres 4.33. Wskaźniki stóp procentowych: referencyjnej i lombardowej, inflacji, PKB i bezrobocia w latach 2016–2022 w ujęciu miesięcznym	197
Wykres 4.34. Porównanie PKB i inflacji w kadencjach kolejnych przewodniczących RPP ..	233
Wykres 4.35. Porównanie inflacji w latach 1998–2022 w ujęciu kwartalnym	234

Wykres 4.36. Inflacja bazowa w latach 2001–2022	235
Wykres 4.37. Realizacja celu inflacyjnego w latach 1998–2022	235

SPIS TABEL

Tabela 4.1. Wysokość rezerwy obowiązkowej w latach 1997–2022	126
Tabela 4.2. Liczba obniżek i podwyżek stóp procentowych w latach 2001–2006	153
Tabela 4.3. Obniżki i podwyżki stóp procentowych w latach 2007 – 2010	168
Tabela 4.4. Obniżki i podwyżki stóp procentowych w latach 2010 – 2016	190
Tabela 4.5. Obniżki i podwyżki stóp procentowych w latach 2016 – 2022	231
Tabela 4.6. Wskaźniki inflacji CPI i bazowej w latach 2001–2022	234
Tabela 4.7. Obniżki i podwyżki stóp procentowych w poszczególnych latach	236
Tabela 4.8. Głosowania członków RPP „za” lub „przeciw” Prezesowi NBP w latach 2000-2022	239
Tabela 4.9. Głosowania członków RPP za lub przeciw Prezesowi NBP – podsumowanie według Prezesów w latach 2000-2022	240

SPIS ILUSTRACJI

Rysunek 2.1. Funkcjonowanie mechanizmu transmisji stopy procentowej70

SPIS SCHEMATÓW

Schemat 3.1. Klasyfikacje operacji otwartego rynku w zależności od ich charakteru i konstrukcji107