

Polityka pieniężna a modernizacja gospodarki w warunkach transformacji systemu gospodarczo-politycznego

WPROWADZENIE

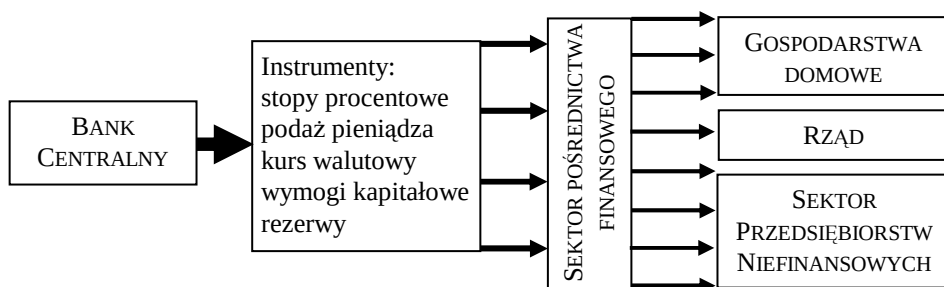
We współczesnym świecie panuje paradygmat dotyczący niebagatelnej roli i istotnego znaczenia, jakie przypisuje się polityce pieniężnej. Jednak w wielu przypadkach postrzeganie i komentowanie decyzji i działań banku centralnego odbywa się w oparciu o mity. Wynikają one tradycyjnie z ignorancji komentatorów w zakresie teorii ekonomii i nieznanomości praktyk nowoczesnej bankowości centralnej. Do tego dochodzi pomijanie, nawet w poważniejszych opracowaniach naukowych, coraz większej interferencji sytuacji monetarnej za granicą [Borio, Filardo, 2007]. Chodzi tu w szczególności o politykę pieniężną prowadzoną przez największe banki centralne, a więc System Rezerwy Federalnej w USA (FED), Europejski Bank Centralny (od 1999 r.) i Bank Japonii. Powoduje to, że badanie krajowej polityki gospodarczej oraz formułowanie ewentualnych zleceń staje się coraz bardziej złożonym problemem, zarówno od strony prawidłowego pomiaru sytuacji monetarnej [Młodkowski, 2008b], jak i rozpoznania warunków i uwzględnienia wszystkich istotnych czynników.

W przypadku badania polityki pieniężnej w Polsce w okresie transformacji systemu gospodarczo-politycznego dochodzą dodatkowe problemy [Młodkowski 2008a]. Wynikają one z kilku powodów, wśród których należy wskazać za jeden z najważniejszych – dynamiczną modernizację gospodarki w sektorze finansowym.

Niniejsze opracowanie stanowi przyczynek do dyskusji na temat zmian wynikających z modernizacji polskiej gospodarki i ich wpływu na skuteczność polityki pieniężnej. Wskazuje się tu na zmianę mechanizmów transmisyjnych znajdujących się w gestii banku centralnego od 1989 do 2009 r. Tezą jest twierdzenie o początkowo rosnącej, a następnie malejącej skuteczności NBP. Całość zamykają wnioski.

MODERNIZACJA KANAŁÓW TRANSMISYJNYCH POLITYKI PIENIĘŻNEJ W POLSCE

Instrumenty stosowane przez bank centralny i ich skuteczność zależą generalnie od dwóch charakterystyk: (1) celów polityki pieniężnej i (2) wykorzystywanych kanałów transmisji impulsów monetarnych. Dla doboru instrumentów istotny jest rodzaj i sposób formułowania celów polityki pieniężnej. Zarówno dla doboru instrumentów, jak i dla ich skuteczności ważne są istniejące w gospodarce mechanizmy propagacji. Wysoką skuteczność w osiąganiu celów polityki pieniężnej, zarówno tej pasywnej, jak i aktywnej osiąga się w warunkach odpowiedniego dopasowania instrumentów do celów i wykorzystywania mechanizmów propagacji o największym zasięgu. Problem, przed którym stoi każdy podmiot odpowiedzialny za politykę monetarną to optymalizacja swojej skuteczności w istniejących warunkach społeczno-gospodarczych. Wydaje się zatem w pełni uzasadnione poszukiwanie odpowiedzi na pytanie o najbardziej odpowiednie instrumenty. Dodatkowym zagadnieniem o wysokim poziomie skomplikowania jest dopasowanie polityki pieniężnej do dynamicznie ewoluujących warunków społeczno-ekonomicznych. Z taką sytuacją można było spotkać się w okresie poprzednich 20 lat we wszystkich gospodarkach przechodzących transformację systemową. Na marginesie można zauważyć, że żaden z podręczników polityki monetarnej nie zawiera instrukcji lub chociażby wskazówek na temat zasad czy sposobów prowadzenia polityki monetarnej w warunkach transformacji społeczno-polityczno-gospodarczej. Nic więc dziwnego, że brak było (i nadal brakuje) punktów odniesienia dla oceny jakości działań banków centralnych w krajach postkomunistycznych. Ze względu na odmienne wyniki makroekonomiczne krajów transformacji systemowej, w tym zdolność do opanowania inflacji, można przypuszczać, że polityka pieniężna oparta często na improwizacji nie zawsze była skuteczna. Powodem mogło być błędne dopasowanie instrumentów do celów oraz mylna interpretacja zasad funkcjonowania istniejących mechanizmów transmisyjnych.



**Rysunek 1. Model polityki pieniężnej dla gospodarki narodowej
z sektorem pośrednictwa finansowego**

Źródło: opracowanie własne.

W Polsce aż do kwietnia 2000 r. rozwiązania polityki kursowej prowadziły do odmiennej strategii, niż w przyjętym obecnie bezpośrednim celu inflacyjnym w systemie kursu płynnego przy pełnej liberalizacji wszystkich rachunków bilansu płatniczego. Początkowo niezależność polityki pieniężnej wynikała ze stosowanych form kontroli walutowej. Z tego powodu nie miały zastosowania przepisy „niemożliwej trylogii” i władze monetarne w Polsce mogły kształtować stopy procentowe według krajowych potrzeb i rozwoju lokalnych warunków.

Podejmując próbę badania polityki pieniężnej w powiązaniu z modernizacją polskiej gospodarki należy poszukiwać cech i procesów, które mogą stanowić potencjalne aproksymanty interakcji obu obszarów. Wydaje się, że o poziomie rozwoju sektora pośrednictwa finansowego, który stanowi o skuteczności polityki pieniężnej, może świadczyć różnica między agregatami monetarnymi. O ile bowiem baza monetarna zależy od decyzji banku centralnego, to już mnożniki kreacji pieniądza wynikają z oferty sektora finansowego. Społeczeństwo posiadając dostęp do różnorodnych form utrzymywania oszczędności będzie dywersyfikowało portfel aktywów finansowych aż do osiągnięcia pożądanej struktury zapadalności i ryzyka. Pozwala to na twierdzenie, że im wyższy rozwój sektora pośrednictwa finansowego, tym rozbieżność między M1 i M0 oraz między M2 i M0 będzie większa. W przypadku badań podejmowanych na potrzeby niniejszego artykułu zależność ta wiązać będzie stopień modernizacji gospodarki w zakresie pośrednictwa finansowego i skuteczność polityki pieniężnej w osiąganiu jej celów. Aby dowieść prawdziwości założenia o bezpośrednim związku między różnicą mnożników kreacji pieniądza a poziomem rozwoju sektora finansowego podać można wyniki przestrzennej analizy tych parametrów, zestawiając je dla krajów o wysokim i niskim poziomie rozwoju (tabela 1). Możliwości dywersyfikacji portfeli aktywów finansowych zwiększają się wraz ze wzrostem liczby podmiotów pośrednictwa finansowego i poszerzaniem oferty ich usług. Oznacza to, że w gospodarkach na niskim poziomie rozwoju różnica między bazą monetarną M0 i M1 a szerszymi agregatami będzie relatywnie nieduża, w porównaniu z krajami wysoko rozwiniętymi. Oprócz tego, na podstawie ewolucji wartości różnicy między agregatami pieniężnymi można wnioskować między innymi na temat dynamiki zmian w sektorze pośrednictwa finansowego. Jeśli bowiem nie zmienia się ani liczba podmiotów finansowych ani ich oferta nie jest rozszerzana, to różnice między M0, M1, M2 i M3 będą odzwierciedlały jedynie zmiany zamożności społeczeństwa, a te odpowiadają w przybliżeniu dynamice PKB.

Tabela 1. Mnożniki kreacji pieniądza w wybranych krajach w 2007 r.

Kraje wysoko rozwinięte	M1/M0	M2/M0	M2/M1
USA	1,66	8,96	5,36
Kraje o niższym poziomie rozwoju			
Polska	3,26	5,35	1,63
Węgry	2,08	4,24	2,03

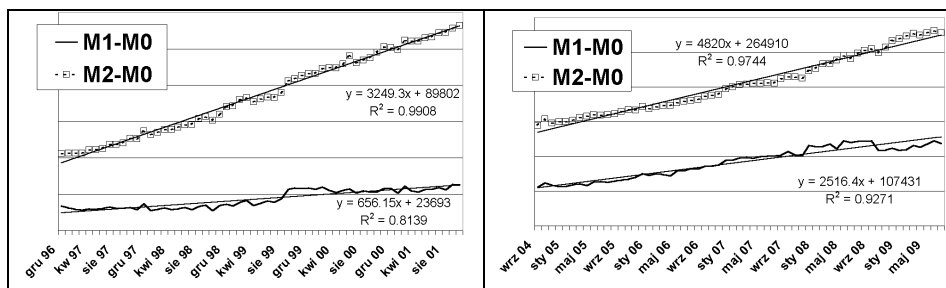
Źródło: opracowanie własne na podstawie International Financial Statistics, IMF, Washington D.C.

Posiadając empiryczne uzasadnienie dla założenia, na którym zbudowano metodologię wstępnych badań, dokonano wyliczenia różnicy między agregatami M1 i M2 a bazą monetarną w Polsce. Obliczenia wykonano dla lat 1996–2009, w którym dostępne były szeregi czasowe tych zmiennych o miesięcznej częstotliwości. W ten sposób powstały nowe szeregi czasowe, które odzwierciedlają rozwój sytuacji w zakresie wzrostu i modernizacji sektora finansowego w Polsce. Stosując proste metody statystyczne udało się określić okresy o odmiennym zachowaniu zbudowanego miernika. Na tej podstawie możliwe stało się wskazanie trzech okresów o różnej dynamice zmian od 1996 r. do 2009 r.

Tabela 2. Współczynniki kierunkowe dopasowanych funkcji trendu liniowego dla różnicy między agregatami monetarnymi w latach 1996–2009 (dane miesięczne)

Okres	M1-M0	R ²	M2-M0	R ²
grudzień 1996 r. – październik 2001 r.	656,15	0,81	3249,3	0,99
listopad 2001 r. – sierpień 2004 r.	1565,7	0,94	520,7	0,40
wrzesień 2004 r. – lipiec 2009 r.	2516,4	0,92	4820	0,97

Źródło: obliczenia własne na podstawie danych NBP www.nbp.pl.



Rysunek 2. Kształtowanie się różnicy między agregatami M2, M1 a M0 w latach 1996–2001 i 2004–2009

Źródło: opracowanie i obliczenia własne na podstawie danych NBP, www.nbp.pl.

Można zatem sformułować pewne wstępne wnioski na temat sytuacji w Polsce w latach 1996–2009. W latach 2001–2004 różnica między M1 i M0 rosła prawie trzy razy szybciej, niż w poprzedzających latach, a przez następne pięć lat rosła w tempie o 62% szybszym. Tak systematyczne i dynamiczne powiększanie się różnicy między podażą pieniądza mierzoną bazą monetarną i M1 świadczy o gwałtownym wzroście sektora pośrednictwa finansowego. M1 od M0 odróżniają bowiem kwoty utrzymywane na rachunkach na żądanie. Bez powszechnego otwierania tego typu rachunków bankowych przez społeczeństwo niemożliwe byłoby obserwowanie tak wysokiej dynamiki w poziomie różnicy M1-M0. Dla banku centralnego oznacza to sytuację szybkiego powiększania się

puli pieniądza transakcyjnego, który w każdej chwili może służyć finansowaniu konsumpcji. Z tego powodu wzrost sektora pośrednictwa finansowego może powodować trudność w kontrolowaniu podaży pieniądza.

Oslabiana jest bowiem zdolność polityki monetarnej do skutecznego osiągnięcia celów zdefiniowanych w postaci stóp zmian agregatów monetarnych lub konkretnych celów ilościowych. Dla przykładu, podejście takie zostało skutecznie zastosowane do opanowania inflacji w USA na przełomie lat 70. i 80. XX wieku przez FED pod kierownictwem Volckera i nazywane jest w literaturze „Volcker’s disinflation” [Goodfriend, King, 2005]. Późniejszy dynamiczny rozwój sektora pośrednictwa finansowego w USA spowodował jednak konieczność przejścia od celów bezpośrednich zdefiniowanych w oparciu o agregaty monetarne do celów pośrednich osiąganych zupełnie innym zestawem narzędzi. Podsumowując obserwację dotyczącą Polski, stwierdzić należy, że dywergencja wartości M0 i M1 wynikała w badanym okresie z dynamicznego wzrostu sektora pośrednictwa finansowego i coraz powszechniejszego korzystania z usług bankowych. To z kolei interpretować należy jako istotną modernizację nie tylko sektora pośrednictwa finansowego, ale i modernizację sposobu zarządzania majątkiem finansowym przez społeczeństwo. Pamiętać należy, że w okresie gospodarki centralnie planowanej najbezpieczniejszą formą utrzymywania majątku finansowego były waluty obce przechowywane z daleka od sektora bankowego. Pierwsze lata po zmianie systemu politycznego to także okres wybitnie nie sprzyjający budowaniu zaufania do sektora pośrednictwa finansowego. Wymienić tu można w pierwszej kolejności polską hiperinflację, która zaczęła nawet występować jako przykład w niektórych anglojęzycznych podręcznikach ekonomii. Formowanie się sektora banków komercyjnych i innych pośredników finansowych w latach 1989–1995 doświadczało spektakularnych kompromitacji, jak chociażby przypadek spółki Art-B i oscylatora bankowego. Jednak ustabilizowanie poziomu cen i systematyczne budowanie wizerunku wiarygodnego sektora finansowego doprowadziło do tego, że społeczeństwo zaczęło nabierać zaufania do powierników oszczędności. Modernizacja odbywała się zatem nie tylko w wymiarze techniczno-organizacyjnym, ale i psychologicznym. O ile były to procesy pożądane dla tworzenia podstaw wzrostu zacofanej gospodarki, o tyle oznaczały one konieczność istotnych zmian w sposobie definiowania i prowadzenia polityki pieniężnej.

Już na podstawie tej wstępnej analizy rozwoju sytuacji społeczno-gospodarczej można zauważyć, że jedynie holistyczne podejście do podjętego zagadnienia pozwala na pełne przedstawienie problematyki szeroko pojętej modernizacji i polityki pieniężnej. Pominięcie kwestii psychologicznych związanych z formowaniem się zaufania do sektora pośrednictwa finansowego uniemożliwiłoby zrozumienie zmian dynamiki obserwowanych procesów.

W przypadku różnicy między M2 i bazą monetarną obserwować można w badanym okresie już odmienne zachowanie. Oszacowane parametry strukturalne

funkcji trendu liniowego dla wybranych podokresów przynoszą informację o trzech różnych fazach zmian modernizacyjnych sektora pośrednictwa finansowego. Agregat M2 różni się od M0 o kwoty utrzymywane na rachunkach płatnych na żądanie i oszczędności w formie depozytów terminowych. Dynamika zmian poziomu różnicy zmienia się dwukrotnie. Początkowo, w latach 1996–2001, bardzo szybki wzrost M2 ponad M0 odbywał się według liniowej ścieżki. Jednak już od 2001 r. wzrost depozytów terminowych zwolnił i odbywał się w tempie stanowiącym zaledwie 16% tempa z okresu poprzedzającego. Diametralna zmiana tej sytuacji dokonała się w 2004 r. Od tego momentu, aż do 2009 r. oszacowany współczynnik kierunkowy funkcji trendu liniowego dla różnicy M2-M0 stanowił 926% oceny parametru dla lat 2001–2004 i 148% oceny parametru dla okresu 1996–2001. Zachowanie społeczeństwa i procesy zachodzące w sektorze finansowym odpowiedzialne za powyższe zmiany M2 są także bardzo złożone.

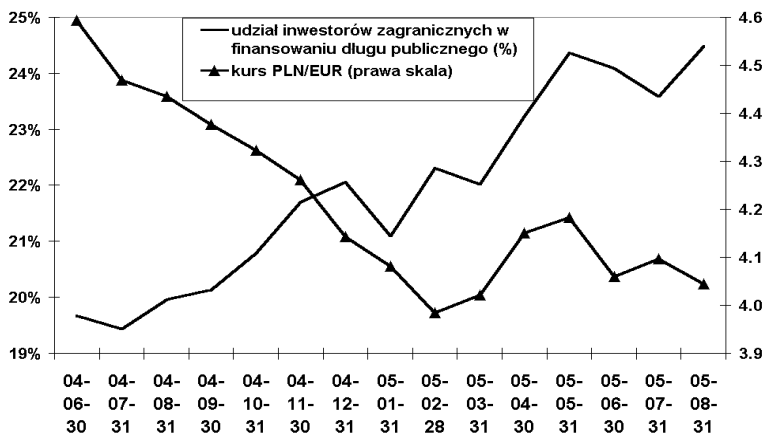
Załamaniem się dynamiki wzrostu oszczędności krajowych utrzymywanych w formie depozytów terminowych w latach 2001–2004, po bardzo szybkim wzroście w poprzedzających latach, wynika z wejścia w fazę stagnacji ogólnogospodarczej. Zmienną o silnych cechach procyklicznych jest kwota udzielonego kredytu. Sektor bankowy przeszedł w latach 2001–2004 do o wiele bardziej restrykcyjnej polityki w tym względzie. Spowodowało to zmniejszenie atrakcyjności oferty sektora finansowego, gdyż zmniejszyło się zapotrzebowanie na kredyty, a stąd na przyjmowanie depozytów terminowych. Dopiero przystąpienie Polski do Unii Europejskiej rozpoczęło ekspansję kredytową i stworzyło silny popyt na zasoby służące rozszerzaniu akcji kredytowej. Opisanie zjawisko różnorakiej dynamiki zmian w poziomie różnicy między M2 i M0 można zinterpretować z punktu widzenia modernizacji polskiej gospodarki i jej konsekwencji dla polityki monetarnej NBP.

WPŁYW MODERNIZACJI KANAŁÓW TRANSMISYJNYCH NA PROWADZENIE POLITYKI PIENIĘŻNEJ

O ile początkowe zmiany (tabela 2, rysunek 2) wiązały się z fazami cyklu koniunkturalnego, o tyle dynamika utrzymywana od 2004 r. występuje już niezależnie od zmian aktywności gospodarczej. Potwierdza to wysoka wartość współczynnika determinacji R^2 . Przyczyna tkwi w swoistym zmodernizowaniu społeczeństwa, zasad funkcjonowania instytucji, rynków oraz relacji z partnerami i inwestorami zagranicznymi. Procesy transformacji systemu politycznego i gospodarki doprowadziły do osiągnięcia punktu krytycznego, którego uwięzieniem stało się członkostwo Polski w Unii Europejskiej od 1 maja 2004 r. Od tego momentu Polska została przeniesiona, w ocenach analityków banków inwestycyjnych, do grupy rynków cechujących się niższym ryzykiem specyficz-

nym. Oznaczało to rozszerzenie potencjału wzrostowego dzięki łatwiejszemu dostępowi do kapitału i rozluźnieniu polityki kredytowej. Łatwiejszy dostęp do kapitału wynikał z rozpoczęcia postrzegania Polski, jako stabilnej, wiarygodnej i jednocześnie bardzo dynamicznie rosnącej gospodarki. Modernizacja wymiaru instytucjonalnego, prawnego i organizacyjnego doprowadziła zatem do podniesienia atrakcyjności lokowania kapitału, który zaczął napływać coraz większym strumieniem. To z kolei stanowiło olbrzymie wyzwanie dla banku centralnego. Pomimo że NBP nie definiuje celów polityki pieniężnej w oparciu o agregaty monetarne, to już od 2002 r. miara M3 została uznana, zgodnie ze standardami obowiązującymi w Unii Europejskiej, za najważniejszy agregat reprezentujący podaż pieniądza. Intensywny napływ kapitału zagranicznego powoduje, że bank centralny staje przed dylematem sterylizacji. Waluty obce wymieniane na złotówki powodują wzrost podaży pieniądza, który najczęściej rozmija się z tempem wzrostu realnego popytu na pieniądź. Powoduje to nie tylko zagrożenie wystąpieniem inflacji, ale również i wtórnych efektów napływu kapitału, takich jak niekontrolowana ekspansja kredytu konsumpcyjnego, co dodatkowo może napędzać inflację popytową.

Bank centralny stoi w takiej sytuacji przed wyborem między sterylizacją przepływów kapitału do i z gospodarki narodowej a akceptacją ekspansywnej polityki pieniężnej, której jedynymi hamulcami pozostają płynny kurs walutowy i oficjalne stopy procentowe. O tym, jakiego wyboru dokonano w Polsce, niech świadczą tendencje przedstawione na rysunku 3.



Rysunek 3. Ewolucja udziału inwestorów zagranicznych w finansowaniu krajowego długu publicznego w Polsce oraz kurs walutowy PLN/EUR czerwiec 2004 r. – sierpień 2005 r. (dane miesięczne)

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Ministerstwa Finansów (statystyki długu publicznego) i tabeli kursów średnich NBP.

Od 2004 r. obserwować bowiem możemy systematyczny trend wzrostowy udziału inwestorów zagranicznych w finansowaniu krajowego długu publicznego – co potwierdza wcześniejszą tezę o wzroście zainteresowania inwestorów zagranicznych inwestycjami w Polsce. Jednocześnie, we wskazanym okresie, wystąpiła trwała tendencja aprecjacyjna PLN względem większości walut (przykładowo podany jest kurs PLN/EUR).

Napływ kapitału zagranicznego do Polski, który jest tylko w części uchwycony przez zmianę udziału inwestorów zagranicznych w finansowaniu długu publicznego doprowadził do silnej i trwałej tendencji aprecjacyjnej, przerwanej przejściowo rozlewaniem się globalnego kryzysu finansowego pod koniec 2008 r. i na początku 2009 r. Aprecjacja spowodowała, że początkowy dynamiczny wzrost i rozwój gospodarczy zaczęły być wyhamowywane poprzez działanie naturalnego mechanizmu stabilizacyjnego. Modernizacja struktury produkcyjnej, organizacyjnej i instytucjonalnej w Polsce była zarówno przyczyną wejścia na ścieżkę szybkiego wzrostu, jak i skutkiem wywoływanym przez konieczność sprostania coraz trudniejszym warunkom na konkurencyjnych rynkach światowych. O ile zmiany ilościowe wywołane uprzednią modernizacją nie budzą wątpliwości, o tyle modernizacja jako efekt dynamicznego wzrostu nie zawsze jest zauważana. W warunkach silnej i trwałej aprecjacji złotówki, Narodowy Bank Polski nie interweniował na rynku walutowym w celu osłabienia waluty krajowej pomimo licznych inicjatyw przedsiębiorców i głosów za wspieraniem w ten sposób polskiego eksportu. Oznaczało to dla podmiotów sektora eksportowego konieczność poszukiwania racjonalizacji kosztów i innowacji we wszystkich wymiarach przedsiębiorstwa. Należy zatem zaznaczyć, że tak pojęta modernizacja struktur produkcyjnych wynikała bezpośrednio z faktu aprecjacji pieniądza krajowego i pośrednio z pasywnej postawy banku centralnego, który zachowując pełną niezależność pozwolił przedsiębiorcom wykorzystać ich kreatywność oraz istniejące potencjały w celu trwałego podniesienia bezwzględnej konkurencyjności polskiej gospodarki.

PODSUMOWANIE

W okresie od 1989 do 2009 r. Polska przeszła diametralną zmianę systemu polityczno-społeczno-gospodarczego. Warunki funkcjonowania wszystkich podmiotów publicznych i prywatnych ewoluowały w celu maksymalizacji efektywnego wykorzystania zasobów. Mechanizmy interakcji między poszczególnymi elementami systemu podlegały dostosowaniu do zmieniających się warunków, które często były poza bezpośrednim wpływem decydentów. Jednak w zakresie podlegającym kompetencjom władz krajowych można dostrzec wyraźne dążenie do osiągnięcia coraz wyższej sprawności i skuteczności poszczególnych instytucji w osiąganiu ich ustawowych celów. Dotyczy to w szczegól-

ności Narodowego Banku Polskiego, który zaliczany jest przez wielu autorów do grupy najbardziej niezależnych politycznie banków centralnych [de Haan, Eijffinger, Rybiński, 2007]. W okresie objętym analizą nastąpiły liczne zmiany w sposobie definiowania celów i wykorzystywanych instrumentach polityki pieniężnej w Polsce. Były one wyrazem zmian systemowych i odpowiedzią na zmiany zachowania społeczeństwa i unowocześnianie mechanizmów funkcjonowania gospodarki, w tym szczególnie wynikających z modernizacji sektora pośrednictwa finansowego. Osiągnięcia Narodowego Banku Polskiego w zakresie kontrolowania wzrostu ogólnego poziomu cen czy stabilizowania koniunktury pozwalają na pozytywną ocenę jego skuteczności w tych wysoce zmiennych warunkach. Porównując dodatkowo sytuację krajów o podobnej historii transformacji systemowej wydaje się, że to właśnie Polska osiągnęła najbardziej stabilną sytuację makroekonomiczną w warunkach globalnego kryzysu finansowego. Kraje Bałtyckie zanotowały gwałtowną i ostrą recesję, która nie ominęła ani Czech, ani Słowacji, która podlega już wspólnej polityce pieniężnej w ramach strefy euro. Fakt ten może stanowić dodatkowy argument podtrzymujący twierdzenie o relatywnie najwłaściwszej drodze transformacji systemu polityczno-gospodarczego wybranej w Polsce. Pomimo licznych zastrzeżeń i wielu głosów krytyki pod adresem ustawodawcy i instytucji nie można zakwestionować tego, że wśród wszystkich krajów postkomunistycznych, to Polska oferuje najbardziej stabilne warunki pomnażania indywidualnego bogactwa i zmniejszania różnic społeczno-ekonomicznych. Swoją rolę ma w tym także skuteczny bank centralny dbający o stabilną wartość pieniądza krajowego.

Na zakończenie należy stwierdzić, że modernizacja polskiej gospodarki tworzyła niezwykle niestabilne warunki dla tak ważnej polityki gospodarczej, jaką jest polityka monetarna. Pomimo faktycznego braku w literaturze wskazówek czy drogowskazów co do sposobów prowadzenia skutecznych działań przez bank centralny w takich warunkach, Narodowy Bank Polski sprawnie dopasowywał się do ewoluujących mechanizmów gospodarki i zachowania społeczeństwa. Dzięki temu możliwe stało się osiągnięcie celu, jakim było stworzenie stabilnych i wiarygodnych ram instytucjonalno-prawnych dla stabilnego i zrównoważonego rozwoju. Wiążą się one, z punktu widzenia teorii ekonomii, z relatywnie niższymi kosztami transakcyjnymi funkcjonowania polskiej gospodarki, co zgodnie z twierdzeniem Coase'a [1937] pozwala osiągnąć alokację zasobów bliższą optymalnej. Ewentualne dalsze reformy powinny zatem uwzględniać poziom kosztów transakcyjnych jako kryterium decyzyjne z ich minimalizacją jako celem.

LITERATURA

Borio C., Filardo A., 2007, *Globalisation and Inflation: New Cross-Country Evidence on the Global Determinants of Domestic Inflation*, BIS Working Paper No. 227.

- Coase R., 1937, *The Nature of the Firm*, "Economica", Vol. 4. No. 14, s. 386–405.
- de Haan J., Eijffinger S.C.W., Rybiński K., 2007, *Central bank transparency and central bank communication: Editorial introduction*, "European Journal of Political Economy", Vol. 23, Issue 1, s. 1–8.
- Goodfriend, M., King R.G., 2005, *The Incredible Volcker Disinflation*, "Journal of Monetary Economics", Vol. 52, s. 981–1015.
- Młodkowski P., 2008a, *Kredyt handlowy w Polsce a polityka pieniężna NBP*, „Gospodarka Narodowa”, nr 3/2008, s. 1–18.
- Młodkowski P., 2008b, *Convergence in monetary policy stance during pre-EMU period Case of Czech Republic and Poland [w:] Future of Banking after the Year 2000 in the World and in the Czech Republic* (Volume XI Finance and Banking). Karvina: Silesian University, red. S. Poloucek, D. Stavarek, 2007, s. 558–571.
- Młodkowski P., 2009, *Monetary Policy Convergence in the Pre- and Post-integration Period. Case of Baltic States and Poland*, "European Integration Studies: Research and Topicalities", No. 3, s. 121–126.

Streszczenie

Przechodzenie z gospodarki centralnie planowanej do gospodarki rynkowej oznacza istotne zmiany nie tylko dla sektora prywatnego, ale i dla instytucji odpowiedzialnych za formułowanie i prowadzenie polityki gospodarczej. O ile proces decentralizacji związany z reformą wprowadzającą powiaty i nowy podział na województwa zmienił rozkład obowiązków i zadań finansowanych daninami publicznymi, o tyle polityka pieniężna pozostała zcentralizowana. Każdy bank centralny dąży do osiągnięcia swych celów poprzez wpływanie na decyzje podmiotów świadczących usługi pośrednictwa finansowego oraz na decyzje o inwestycjach i oszczędnościach wszystkich podmiotów w gospodarce. Ze względu na to, że sektor finansowy podlegał dynamicznemu wzrostowi i rozwojowi, a zamożność społeczeństwa wzrastała, gruntownie zmieniały się warunki, w jakich bank centralny w Polsce prowadził swoją politykę. Artykuł stanowi przyczynek do dyskusji na temat zmian wynikających z modernizacji polskiej gospodarki i ich wpływu na skuteczność polityki pieniężnej.

Monetary Policy and Modernization of Polish Economy during the Economic and Political System Transformation

Summary

Moving from the centrally planned economy to a market oriented one means substantial changes not only for the private sector but also for institutions responsible for formulating and conducting the domestic economic policy. While the administrative reform that created voivodships and counties was a result of a decentralization process, the monetary policy remained centralized. Every central bank is trying to achieve its goals by influencing decisions and actions of the financial intermediaries sector and the general public that decides about savings and investment. Due to a dynamic evolution of the financial sector in Poland and the fact that wealth of the society was systematically increasing, there were substantial changes in the environment in which the National Bank of Poland was conducting its monetary policy. The paper is an attempt to initiate a discussion on changes for efficiency of the monetary policy resulting from the modernization of the national economy.