

Witold Jakóbk¹

3. Polityka monetarna a rozwojowe dostosowania strukturalne

Streszczenie

Dorobek naukowy w dziedzinie badania wpływu polityki pieniężnej na sferę realną jest bogaty. Przedmiot analizy stanowi tu mechanizm transmisji tej polityki m.in. do sektora przedsiębiorstw, przy czym skuteczność tego mechanizmu bywa relatywizowana wobec instytucjonalnej dojrzałości gospodarki. Artykuł zawiera odmienne podejście do tej kwestii, eksponując wpływ polityki monetarnej na tę część sfery realnej, którą stanowi zagregowana struktura produkcji, nie zaś na przedsiębiorstwa działające również w sferze regulacji. Autor formułuje następującą tezę: wspomniany wpływ jest z założenia słaby (i to bez względu na instytucjonalną dojrzałość gospodarki), ponadto zdeterminowany przez inne rodzaje polityki ekonomicznej. Jeżeli optymistycznie przyjąć, że teza ta znalazła potwierdzenie w przeprowadzonej analizie, to implikuje ona, iż wpływ polityki pieniężnej na realną strukturę gospodarki jest niewielki i może się wahać w zależności od typu sprzężeń, jakie tę politykę łączą z polityką fiskalną oraz przemysłową.

Słowa kluczowe: zagregowana struktura produkcji, polityka monetarna, polityka fiskalna, polityka przemysłowa

Monetary Policy and Developmental Structural Adjustment

Abstract

The author boasts a rich scientific output in his study area, which is the influence of monetary policy upon the real sphere. The subject of this analysis consists in the study of the mechanism of transmitting the said policy onto the corporate sector, whereas the effectiveness of that is, on occasions, shown in relation to the institutional maturity of the economy. The paper offers a different approach to the above issue, as it exposes the influence of the monetary policy upon this part of the real sphere, which comprises the aggregate structure of production, not the one (i.e. part of the real sphere) constituted by the corporate sector. The author puts forward the following argument: the above mentioned influence is, presumptively, weak (irrespective of the institutional maturity

¹ Autor jest pracownikiem Wyższej Szkoły Finansów i Zarządzania w Warszawie.

of economy), and, apart from that, it is additionally determined by other types of economic policies. Therefore, if we assume, optimistically, that the presented analysis proves the above argument, then the influence of the monetary policy upon the real structure of the economy is minute – what is more, it is likely to fluctuate, depending on the nature of links the monetary policy has with both fiscal, and industrial policies.

Keywords: aggregate structure of production, monetary policy, fiscal policy, industrial policy

1. Schemat analizy

W literaturze poświęconej problematyce pieniądza istnieje pogląd, że aby zanalizować wpływ polityki banku centralnego na sferę realną, wystarczy zbadać mechanizm transmisji tej polityki do przedsiębiorstw, które prowadzą działalność wytwórczą. Brane są przy tym pod uwagę z jednej strony kanały: pieniężny, kredytowy i racjonowania pożyczek, z drugiej zaś cechy charakteryzujące firmy (m.in. koncentracja zadłużenia, wielkość przedsiębiorstwa i stopień koncentracji technicznej, struktura własnościowa i branżowa)². Tymczasem pobieżne już spojrzenie na tę kwestię prowadzi do wniosku, iż w omawianym przypadku mamy do czynienia nie tyle z kryterium *sfer* gospodarki, ile *typu podmiotów*, do których jest adresowany mechanizm transmisji polityki pieniężnej.

Te dwa kryteria wcale nie są tożsame, gdyż przedsiębiorstwo produkcyjne jako takie funkcjonuje równocześnie w sferze realnej (np. poziom i struktura nakładów oraz wyników), jak również w sferze regulacji (m.in. procesy informacyjno-decyzyjne, gospodarka finansowa). Oznacza to, że w istocie kanały mechanizmu transmisji prowadzą do obu tych sfer. Ponadto niewiele da się powiedzieć o rzeczowej strukturze gospodarki i rozwojowych jej zmianach, jeżeli analityk ogranicza pole widzenia jedynie do procesów zachodzących *wewnątrz* organizacji rynkowych. Struktura ta bowiem jest bytem ekonomicznym, którego zakres wybiega *poza* realne procesy odbywające się w przedsiębiorstwie. Traktując firmę jako ogniwo oddziaływania polityki pieniężnej, należałoby przekroczyć granicę wspomnianych procesów i uchwycić prawidłowości rządzące rodzajową strukturą produkcji, która jest agregowana na różnych szczeblach gospodarki. Kontynuując ten sposób rozumowania,

² P. Boguszewski, *Przemiany w sektorze dużych i średnich firm w Polsce a oddziaływanie polityki monetarnej*, referat na XXII Konferencję Naukową NBP pt. *Reformy strukturalne a polityka pieniężna*, Falenty 2002; A. Kaźmierczak, *Polityka pieniężna*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2008.

można postawić pytanie: *czy i jaka zależność istnieje między polityką monetarną a dostosowaniami struktury rzeczowej oraz czym jest ona uwarunkowana?*

W literaturze nie ma zgody co do siły oddziaływania polityki pieniężnej na zdarzenia realne w gospodarce. Oprócz optymistycznych poglądów w tej dziedzinie (dotyczących co najmniej krótkiego okresu), w odniesieniu do rynków wschodzących istnieją opinie, które umniejszają efektywność rozchodzenia się impulsów pieniężnych³. W przypadku tych ostatnich akcentuje się pewne czynniki o negatywnym znaczeniu dla zjawiska propagacji, takie jak np. duży udział środków własnych firm w finansowaniu inwestycji, utrzymywanie przez banki stosunkowo dużych portfeli aktywów o wysokim stopniu płynności czy procesy konsolidacji w systemie bankowym. Przykładowo wymienione czynniki zwykle uznaje się za determinanty mechanizmu transmisji polityki pieniężnej.

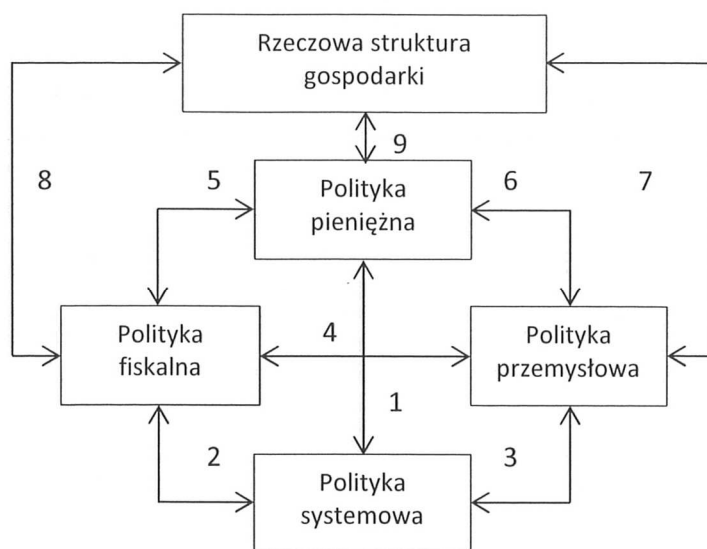
Nie jest to jedyne możliwe podejście do tego mechanizmu. Wpływ polityki monetarnej na rzeczową strukturę gospodarki jest bowiem zdeterminowany przede wszystkim przez warunki instytucjonalno-systemowe, do których można zaliczyć jakość procesów rynkowych oraz inne rodzaje polityki ekonomicznej. Uwarunkowania te wydają się mieć pierwszorzędne znaczenie, gdyż określają one kształt wszelkich innych (w tym poprzednio wymienionych) determinant mechanizmu transmisji.

Pierwsze uwarunkowanie jest oczywiste: w gospodarce rynkowej mechanizm poziomej koordynacji decyzji, które są podejmowane przez prywatne podmioty, rozstrzyga poprzez oddolne dostosowania o strukturze rzeczowej. Im mniejsze są niedoskonałości rynku (np. w formie deformacji cen produktów), tym lepiej realizuje on to zadanie. Zasada ta dotyczy w równej mierze zarówno rynku dóbr rzeczowych, jak i rynku pieniądza, którego funkcjonowanie jest w pełni interpretowane m.in. przez znany model konkurencji oligopolistycznej Monti'ego i Kleina. Równocześnie w każdej gospodarce istnieją dostosowania strukturalne, odgórnie indukowane przez mechanizm koordynacji pionowej, czyli za pomocą polityki ekonomicznej. Ostatecznie więc struktura rzeczowa zależy również od charakterystyki wzajemnych sprzężeń,

³ B. S. Bernanke, M. Gertler, *Inside the Black Box: The Credit Channel of Monetary Policy Transmission*, "NBER Working Paper" 1995, no. 5146; R. Kokoszczyński, *Czynniki strukturalne we współczesnych teoriach mechanizmów transmisji polityki pieniężnej*, „Bank i Kredyt” 2002, nr 11-12; J. Żyżyński, *System finansowy a gospodarka realna: między służebnością a wyobcowaniem*, „Ekonomista” 2006, nr 4; N. Cetorelli, L. S. Goldberg, *Banking Globalization, Monetary Transmission, and the Lending Channel*, „NBER Working Paper” 2008, no. 14101.

jakie występują między rodzajami tej polityki, one też stanowią przedmiot prowadzonej analizy.

Schemat analizy przedstawiono w uproszczeniu na rysunku 1, pomijając m.in. zarówno instytucjonalne, jak i rzeczowe oddziaływania środowiska zewnętrznego (międzynarodowego) na gospodarkę. Omówienie schematu ograniczono na razie do podstawowych jego składników ujętych w figurach geometrycznych, natomiast szczegółowa analiza poszczególnych sprzężeń (oznakowanych od 1 do 9) zostanie przeprowadzona w kolejnym punkcie rozważań.



Rysunek 1. Determinanty wpływu polityki pieniężnej na rzeczową strukturę gospodarki

Źródło: Opracowanie własne.

Istotnym elementem rysunku 1 jest rzeczowa struktura gospodarki, mająca trzy wymiary: mikro (grupy towarowe i asortymenty), mezo (branże i gałęzie) oraz makro (działy), przy czym dwa ostatnie powstają wskutek agregacji wymiaru mikro. Poniżej zaznaczono kilka rodzajów polityki ekonomicznej, wśród których poczesne miejsce zajmuje polityka systemowa; w jej ramach władze ustawodawcze i wykonawcze ustalają instytucjonalne zasady polityki bieżącej, operacyjnej (pieniężnej, fiskalnej i przemysłowej). Ta ostatnia może się zmieniać w krótkim lub średnim okresie i jest prowadzona w aktualnie istniejących ramach instytucjonalnych, narzucających na

wszystkich uczestników określone reguły gry. Przykładem tych reguł jest system ciężarów podatkowych, podczas gdy bieżąca polityka fiskalna może zmieniać rozłożenie tych ciężarów między różnymi grupami społecznymi.

Problem ten można jeszcze inaczej zinterpretować. Otóż w polityce fiskalnej można wyróżnić dwa zasadnicze aspekty. Pierwszy dotyczy zasad (reguł) prowadzenia operacji w obszarze publicznych zasobów i strumieni pieniężnych po stronie zarówno dochodów, jak i wydatków. Zasady te są zakorzenione w dorobku naukowym makroekonomii, po części zaś wynikają one z regulacji ustawowych, które są domeną parlamentu. Ponieważ reguły prowadzenia operacji pieniężnych przyjmują formę instytucji, ich kreacja odbywa się w obszarze polityki systemowej. Drugi aspekt polityki fiskalnej rządu jest związany z kształtowaniem stóp podatkowych, mającym miejsce w ramach wspomnianych reguł. Stopy te są instrumentem realizacji bieżącej polityki rządu, a ich wzrost lub spadek wywiera pewien wpływ na produkcję, zatrudnienie i realny dochód narodowy.

Jeżeli w praktyce pojawiają się rozbieżności między oczekiwaniami władz m.in. fiskalnych lub monetarnych a występującymi rezultatami ekonomicznymi, to w następnym okresie polityka bieżąca może zwrotnie wpływać na politykę systemową. Powodem jest fakt, iż suboptymalne rezultaty polityki operacyjnej mają swe źródło w źle zaprojektowanych regułach gry, które wymagają korekty. Przykładem w tej dziedzinie jest naciągające zagrożenie kryzysem walutowym w sytuacji, gdy w gospodarce obowiązuje reżim kursu stałego. W celu przeciwdziałania temu zagrożeniu należy wprowadzić zasadę kursu płynnego, który poprzez ryzyko kursowe ograniczy dopływ zagranicznego kapitału spekulacyjnego, zmniejszy skalę zadłużania się podmiotów gospodarczych za granicą, a także zredukuje prawdopodobieństwo spekulacyjnego ataku na walutę danego kraju.

Przedstawiony na rysunku 1 schemat analizy wskazuje, że polityka systemowa nie jest bezpośrednio sprzężona z rzeczową strukturą gospodarki. Jednak polityka ta stanowi punkt wyjścia w analizie ze względu na to, iż w jej ramach władze ustawodawcze i / lub wykonawcze projektują: cele, charakter, instrumenty oraz podmioty poszczególnych polityk operacyjnych; są to zarazem kryteria wyróżnienia typów polityki pieniężnej, fiskalnej lub przemysłowej. Wspomniane typy polityki są o tyle realistyczne, że odzwierciedlają zarówno pewne założenia modeli ekonomicznych, jak i niektóre rozwiązania aplikacyjne, nie reprezentują one jednak żadnego przypadku polityki ekonomicznej zastosowanej w konkretnej gospodarce. Należy również podkreślić, że prowadzona w konwencji ekonomii normatywnej analiza nie znajduje

odniesienia do krajów skupionych w Europejskiej Unii Gospodarczej i Walutowej, i to co najmniej z trzech powodów.

Po pierwsze, Europejski Bank Centralny ma wyraźnie sprecyzowany cel inflacyjny i cieszy się zarówno funkcjonalną, jak i instytucjonalną niezależnością⁴, a takie rozstrzygnięcia nadmiernie krępowałyby ramy prowadzonej analizy. Ponadto dotychczas nie ustalono w zadowalającym stopniu algorytmów w dziedzinie interakcji między decyzjami Zarządu oraz Rady Gubernatorów EBC a decyzjami narodowych banków centralnych.

Po drugie, podobnie ograniczający wpływ na analizę miałyby rozwiązanie, które polega na braku koordynacji polityki monetarnej EBC i polityki fiskalnej prowadzonej przez rządy w krajach członkowskich EUGiW⁵.

Po trzecie, prawne regulacje EUGiW precyzują ramy polityki konkurencji oraz publicznej pomocy dla przedsiębiorstw, która może być udzielana w obszarze polityki przemysłowej. Przyjęcie w analizie tych sztywnych ram wykluczyłoby z dyskursu pewne typy tej ostatniej.

2. Typy bieżącej polityki ekonomicznej

Przedstawione na rysunku 1 sprzężenie (1) to zależność między polityką systemową a polityką pieniężną, przesądzająca już z góry o sile oddziaływania polityki banku centralnego na zagregowaną strukturę produkcji głównie poprzez ogólne cele, reżim kursowy oraz stopień niezależności władz monetarnych.

- Polityka *dualizmu celów*. W tym przypadku istnieją dwa wzajemnie komplementarne cele: stabilizacja siły nabywczej pieniądza za pomocą wewnętrznej równowagi monetarnej, eliminującej popytową presję inflacyjną, a także dbałość o wysoki wzrost gospodarczy. Pozostawiając na uboczu kwestię stopnia zbieżności obu celów, warto podkreślić, że umieszczenie w kompetencjach banku centralnego troski o zwiększanie produktu krajowego koresponduje z innymi rozwiązaniami, które zwiększają jego wpływ na strukturę rzeczową. Chodzi m.in. o aktywną politykę kursową mającą pewne implikacje dla bilansu handlowego kraju, i to zarówno w okresie krótkim (saldo wymiany towarów i usług), jak i w długim (ewentualny import

⁴ *The Monetary Policy of the ECB*, European Central Bank, Frankfurt 2004; A. Sławinski (red.), *Polityka pieniężna*, C. H. Beck, Warszawa 2011; *European Banking Sector. Facts and Figures 2012*, European Banking Federation, Brussels, October 2012.

⁵ K. Masuch, C. Brand, *The ECB'S Monetary Policy and its Relation to Fiscal Policy*, „Bank i Kredyt” 2002, nr 11-12.

zaawansowanych technologii z odroczonym skutkiem produkcyjnym). Nie bez znaczenia jest również określona współodpowiedzialność banku centralnego i rządu za dynamikę sfery realnej, lecz przy precyzyjnie, ustawowo zaprojektowanej koordynacji działań władz monetarnych i fiskalnych.

- Polityka *celu inflacyjnego*. W omawianym typie polityki pieniężnej jej cel staje się kategorią autonomiczną, niezależną od celów gospodarczych państwa, których realizacja może uzyskać wsparcie banku centralnego jedynie wówczas, gdy nie pozostaje ona w sprzeczności z utrzymaniem stabilnego poziomu cen. Wynika stąd, że już poprzez określenie ogólnych celów polityki następuje osłabienie wpływu banku centralnego na rzeczową strukturę gospodarki, zachowanie bowiem równowagi wewnętrznej nie ma zobiektywizowanego, bezpośredniego związku z kreacją realnego produktu krajowego (nawiasem mówiąc, może on być zrównoważony przez popyt zagregowany również przy niewielkim wolumenie i złej, przestarzałej strukturze o skromnym udziale produktów medium-tech lub high-tech). Logiczną konsekwencją w omawianym przypadku jest ograniczanie się banku centralnego do elastycznej polityki stóp procentowych, w warunkach płynnych kursów walut i incydentalnych operacji walutowych, które m.in. zmierzają do neutralizacji wpływu przyrostu rezerw dewizowych na podaż pieniądza krajowego. Kolejną cechą polityki monetarnej jest całkowita, formalna niezależność władz pieniężnych, która – oprócz ogólnie znanych pozytywów – staje się jednak do pewnego stopnia przegrodą oddzielającą te władze od zdarzeń realnych.

Sprzężenie (2) reprezentuje zależność między polityką systemową a polityką fiskalną. W konsekwencji zaprojektowania określonych zasad polityki fiskalnej można wyróżnić następujące jej typy.

- Polityka *dużego budżetu*. Jest oczywiste, że ponieważ podmiotem polityki fiskalnej jest rząd, wybiera on typ polityki, pozostający w zgodzie z programem partii (lub koalicji), której emanacją jest władza wykonawcza. Jeśli więc mamy do czynienia z rządem socjaldemokratycznym (lub z konserwatywną hybrydą o nachyleniu socjalnym), to z natury rzeczy preferuje on tzw. duży budżet, w którym dochody fiskalne są gromadzone dzięki wysokiej stopie obciążenia dochodu narodowego podatkami. Jeżeli tylko historycznie utrzymujący się deficyt nie jest zbyt znaczny, to rząd dzieli wydatki między cele socjalne, produkcyjne oraz obsługę długu publicznego, przy czym finansowanie zakupów w sektorze prywatnym ma w istocie charakter rezydualny. Stąd aktywne kształtowanie popytu globalnego pozostaje raczej w sferze intelektualnych pomysłów, dotyczących stabilizowania koniunktury gospodarczej. Nieodłączną cechą polityki dużego budżetu są znaczne, zmienne w czasie pożyczkowe

potrzeby rządu, aczkolwiek na długą metę dług publiczny narasta kumulatywnie ze względu na zwyczajowe jego rolowanie⁶.

- Polityka *małego budżetu*. Rząd o liberalnej proweniencji hołduje zasadzie wolności gospodarczej i nieskrępowanej przedsiębiorczości jednostek, a w konsekwencji również powiązania indywidualnej aktywności z systemem nagród, których źródłem jest rynek. Odzégnując się od dyskrejonálního, antycyklicznego alokowania środków oraz od finansowania programów socjalnych, rząd prowadzi politykę opartą przede wszystkim na regule trwałego obniżania krańcowych stóp podatkowych. W rezultacie powinno to zapewnić większe zaangażowanie aparatu wytwórczego i siły roboczej, a zdynamizowanie realnego dochodu zaowocuje w postaci zwiększenia wpływów fiskalnych, które pokryją przejściowo powstały deficyt. Wynika stąd, że zjawisko deficytu budżetowego jest traktowane jako ogólnosystemowy koszt, którego zaistnienie jest niezbędne do zmniejszenia luki dochodowej (*income gap*) Phillipsa lub nawet do zwiększenia potencjalnego dochodu realnego. Ponadto ponieważ w omawianym przypadku deficyt nie jest ani trwały, ani zbyt głęboki, rząd bez trudu ogranicza swe potrzeby pożyczkowe.

Sprzężenie (3) to zależność między polityką systemową a polityką przemysłową. Jeżeli przyjąć, że ta ostatnia oznacza kreowanie przez rząd celów bezpośrednio odnoszonych do sfery realnej oraz instrumentów ich realizacji, to od razu można wyeliminować z analizy politykę makroekonomiczną jako szczególny typ polityki przemysłowej, który ma ułatwić i usprawnić oddolne dostosowania strukturalne⁷. W rezultacie do omówienia pozostają następujące typy polityki przemysłowej.

- Polityka *aktywna*: charakter strategiczny, selektywne decyzje administracji z udziałem narzędzi bezpośredniej ingerencji, polityka programująca (*ex ante*) zmiany strukturalne. W tym przypadku mamy do czynienia z rozstrzygnięciami długookresowymi, przesądzającymi przede wszystkim o alokacji zasobów inwestycyjnych o charakterze rozwojowym. Zakłada się, że dla potrzeb rządu

⁶ K. Marchewka-Bartkowiak, *Zarządzanie długiem publicznym. Teoria i praktyka państw Unii Europejskiej*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2008; A. Wernik, *Finanse publiczne. Cele, struktury, uwarunkowania*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2011.

⁷ Zob. M. Cimolli, G. Dosi, J. E. Stiglitz (red.), *Industrial Policy and Development: The Political Economy of Capabilities Accumulation*, Oxford University Press, Oxford 2009; D. Rodrik, *Industrial Policy: Don't Ask Why, Ask How*, "Middle East Development Journal" 2009, vol. 1, no. 1; D. Rodrik, *Industrial Policy for the Twenty-First Century*, UNIDO 2004; H. Pack, K. Saggi, *The Case for Industrial Policy: A Critical Survey*, "World Bank Working Paper Series" 2006, no. 3839; K. Warwick, *Beyond Industrial Policy: Emerging Issues and New Trends*, "OECD Science, Technology, and Industry Policy Papers" 2013, no. 2.

konieczne jest opracowanie długofalowej wizji i określenie podstawowych problemów wymagających strategicznych wyborów strukturalnych. Istotę długookresowej polityki przemysłowej upatruje się w aktywnym antycypowaniu wyzwań przyszłości, mających swe źródło również w zewnętrznym otoczeniu gospodarki narodowej. Administracja rządowa formułuje bardziej lub mniej selektywne priorytety (wertikalne decyzje) o charakterze podmiotowym, przedmiotowym, regionalnym, a także ze względu na kierunki produkcji i zbytu (kraj-zagranica). W celu ich realizacji wykorzystywane są głównie narzędzia bezpośrednio ingerujące w strukturę rzeczową, takie jak np. zakupy rządowe, koncesje i zezwolenia, konsolidacja podmiotów gospodarczych, gdyż (w założeniu) najlepiej służą one wdrażaniu wizji administracji publicznej. Wszystko to przesądza o programowaniu przez rząd zagregowanej struktury produkcji, przez co rola rynku w tej dziedzinie staje się wtórna.

- Polityka *pasywna*: charakter krótkookresowy, decyzje nieselektywne, narzędzia ingerencji pośredniej, polityka korygująca (*ex post*). W omawianym przypadku polityka przemysłowa jest słabo ukierunkowana (*non-target policy*), co oznacza, że w istocie pomoc inwestycyjną może otrzymać każdy podmiot, który zamierza ponieść nakłady kapitałowe, zaś udogodnienia eksportowe pozyska bez wyjątku każdy, kto staje się uczestnikiem rynku światowego itp. Jest to rezultat braku projektowania strategii (wizji) struktury rzeczowej, polityka przemysłowa zaś stanowi w tym przypadku bieżącą, doraźną odpowiedź na wciąż nowe wyzwania rozwojowe. Nieselektywny (horyzontalny) sposób formułowania przez rząd decyzji nie dotyczy wszakże sfer o szczególnym znaczeniu dla gospodarki, np. przemysłów: zbrojeniowego lub kosmicznego, wobec których stosowane są instrumenty bezpośredniej ingerencji, dodatkowo wspierane za pomocą redystrybucyjnych transferów finansowych. We wszystkich pozostałych sferach polityka przemysłowa odgrywa rolę wtórna w stosunku do rynku, dostarczającego firmom informacji cenowej niezbędnej do dokonania wyborów alokacyjnych. Zadanie polityki przemysłowej sprowadza się zatem do korygowania tych zdarzeń, które mając związek z zagregowaną strukturą produkcji, wymykają się spod obiektywnie pożądanego wpływu rynku.

3. Polityka fiskalna i przemysłowa a polityka pieniężna

Przechodząc do omówienia sprzężeń (5) oraz (6), które wywierają bezpośredni wpływ na sprzężenie (9), trzeba zaznaczyć, że już w samej polityce pieniężnej tkwią ograniczenia jej oddziaływania na rzeczową strukturę gospodarki. Sprawą o pierwszorzędnym znaczeniu jest logika polityki celu inflacyjnego, implikująca

istnienie w ramach tej polityki rozwiązań, które niejako w sposób naturalny oddzielają władze monetarne od zdarzeń realnych. Jak wiadomo, dążenie tych władz do stabilizacji cen jest podyktowane m.in. ograniczeniem niepewności w gospodarce, utrudniającej podmiotom gospodarczym podejmowanie decyzji co do przyszłości; nie bez znaczenia jest również staranie o łagodzenie konfliktów, dzielących poszczególne grupy społeczne walczące o utrzymanie własnych dochodów na poziomie wyrównującym skutki inflacji. W literaturze przyjmuje się, że polityka bezpośredniego celu inflacyjnego jest oparta na pięciu filarach: a) braku innych kotwic nominalnych, b) instytucjonalnym obowiązku utrzymywania stabilnych cen, c) braku „dominacji fiskalnej”, d) niezależności banku centralnego w wyborze instrumentów polityki pieniężnej oraz e) przejrzystości polityki i poddawaniu się publicznej ocenie⁸.

W tak zaprojektowanej polityce monetarnej istnieje jedynie ukryty związek między realizacją celu inflacyjnego a wzrostem w sferze realnej: na długą metę utrzymywanie stabilnego poziomu cen sprzyja utrwaleniu znacznej aktywności gospodarki. Jeżeli jednak na krótką metę władze monetarne koncentrują się wokół osiągnięcia celu inflacyjnego, to może się zdarzyć, iż zastosowanie restrykcji monetarnych negatywnie wpłynie na produkt krajowy i zatrudnienie, umykając z pola widzenia banku centralnego. Nie jest on bowiem zainteresowany dynamiką sfery realnej, w tym rzeczowej struktury gospodarki. Chociaż władze monetarne planują wpływ polityki pieniężnej na popyt zagregowany i wydatki globalne, które z kolei kształtują wolumen produktu krajowego, to jednak w omawianym przypadku czynią to wyłącznie z punktu widzenia monetarnych i popytowych źródeł inflacji. Natomiast rozwojowe dostosowania strukturalne są tu traktowane jako uboczny efekt użycia określonych instrumentów polityki pieniężnej (głównie stóp procentowych).

Kolejne samoograniczenie polityki celu inflacyjnego polega na tym, że w warunkach elastycznych, płynnych kursów walutowych władze monetarne oddziałują na nie przede wszystkim za pomocą stóp procentowych, rezygnując z innych instrumentów mieszczących się w ramach aktywnej polityki kursowej. W rezultacie polityka pieniężna ma mniejszą moc oddziaływania na eksport netto i, jak się okaże, rodzajową strukturę produkcji.

⁸ P. M. Geraats, *Central Bank Transparency*, „The Economic Journal” 2002, vol. 112, no. 483; P. Jenkins, *Communication: A Vital Tool in the Implementation of Monetary Policy*, „Bank of Canada Review”, Spring 2005; A. Wojtyna, *Demokratyczna kontrola nad polityką banku centralnego – kontrowersje teoretyczne i wnioski dla Polski*, „Ekonomista” 2002, nr 5; F. S. Mishkin, *Ekonomika pieniądza, bankowości i rynków finansowych*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2002.

Jeżeli spadają krajowe realne stopy procentowe, to wówczas depozyty bankowe nominowane w walucie krajowej stają się mniej atrakcyjne w porównaniu z depozytami nominowanymi w walutach obcych. W następstwie tej prawidłowości wartość depozytów w walucie krajowej spada wobec lokat utrzymywanych w innych walutach, równocześnie pieniądz wewnętrzny ulega deprecjacji. Powoduje to z kolei, iż na rynku globalnym dobra krajowe są tańsze niż dobra zagraniczne, czyli wzrasta wartość eksportu netto oraz produktu krajowego. W przypadku wzrostu krajowych realnych stóp procentowych, zależności przyczynowo-skutkowe są odwrotne, przynosząc aprecjację waluty wewnętrznej, spadek wartości eksportu netto i (*ceteris paribus*) produktu krajowego brutto.

Trzeba pamiętać, że zarysowany wpływ stóp procentowych i, w następstwie, kursów walutowych na zmiany eksportu netto ma wymiar zarówno krótko, jak i długookresowy. Na krótką metę chodzi po prostu o kształtowanie się salda wymiany towarów i usług oraz jego związek z realnym dochodem narodowym. Na dłuższą metę natomiast wartość eksportu netto oraz rzeczowa struktura importu wywierają widoczny wpływ na rodzajową strukturę produkcji. Mianowicie, jeżeli w strukturze importu dominują dobra zaopatrzeniowo-inwestycyjne będące nośnikami postępu technicznego, to z odroczeniem pojawią się w gospodarce korzystne zmiany struktury rzeczowej: wzrośnie udział produktów medium-tech i high-tech agregowanych na poziomie mezo oraz makro. W tej sytuacji utrzymujący się ujemny eksport netto nie jest niczym nagannym, gdyż ma on charakter przejściowy i dzięki zmianom strukturalnym otrzyma w przyszłości wartość dodatnią, powiększając i modernizując PKB.

Przedstawione prawidłowości komplikują się, jeśli uwzględnić fakt, że na kursy walutowe mają wpływ nie tylko krótkookresowe stopy procentowe banku centralnego, lecz również długookresowe stopy rynków finansowych. Te ostatnie bowiem wyznaczają rentowność skarbowych papierów dłużnych, które przyciągają kapitał obcy. Przy dużym ryzyku kursowym (zwłaszcza na rynkach wschodzących), charakterystycznym dla reżimu kursów płynnych, stopy oprocentowania długookresowych obligacji będą wysokie niezależnie od istniejących stóp krótkookresowych. Może to powodować wartki napływ kapitału zagranicznego o charakterze spekulacyjnym, co wywoła aprecjację waluty krajowej z wszelkimi tego skutkami dla eksportu netto, rodzajowej struktury produkcji i PKB. Aby w sposób świadomy oddziaływać na te zjawiska, bank centralny powinien podejmować interwencję walutową na otwartym rynku, której charakter byłby uzależniony od aktualnego stanu wszystkich zmiennych przedstawionych w analizie.

Tabela 1. Typy bieżącej polityki ekonomicznej

Cechy-kryteria wyróżnienia	Bieżąca polityka ekonomiczna	
		Polityka pieniężna
	<i>dualizmu celów</i>	<i>celu inflacyjnego</i>
Ogólne cele	stabilizacja siły nabywczej pieniądza i wzrost gospodarczy	stabilizacja poziomu cen
Instrumenty	stopy procentowe, wskaźniki rezerw obowiązkowych, operacje otwartego rynku	głównie stopy procentowe
Reżim kursowy	aktywna polityka kursowa	płynne kursy walut
Stopień niezależności władz monetarnych	współodpowiedzialność za dynamikę sfery realnej	funkcjonalna i instytucjonalna niezależność
	Polityka fiskalna	
	<i>dużego budżetu</i>	<i>małego budżetu</i>
Opcja polityczna	socjaldemokratyczna	konserwatywno-liberalna
Obciążenie dochodu narodowego podatkami	znaczne i stosunkowo stabilne	malejące krańcowe stopy podatkowe
Deficyt budżetowy	pokaźny w okresie krótkim, z trudem zmniejszany w okresie długim	przejściowo znaczny, lecz ograniczany już w okresie średnim
Potrzeby pożyczkowe rządu i efekt „wypierania”	duże	niewielkie
	Polityka przemysłowa	
	<i>aktywna</i>	<i>pasywna</i>
Horyzont czasowy	długookresowa wizja rozwoju	decyzje krótkookresowe
Charakter	wertykalna przedmiotowa lub podmiotowa	horyzontalna
Stosunek do struktury rzeczowej	programująca (<i>ex ante</i>)	korygująca (<i>ex post</i>)
Instrumenty	ingerencja bezpośrednia	ingerencja pośrednia

Źródło: Opracowanie własne.

Kolejne samoograniczenie polityki celu inflacyjnego wynika z obowiązującej tu zasady funkcjonalnej i instytucjonalnej niezależności władz monetarnych. Pierwszy człon tej zasady dotyczy wzorca funkcjonowania, co koresponduje z pojęciem przedmiotowej odpowiedzialności (*responsibility*) banku centralnego. Drugi człon natomiast jest kojarzony z pojęciem podmiotowej odpowiedzialności (*accountability*) władz pieniężnych. W omawianym typie polityki monetarnej oznacza to, iż zakres spraw interesujących bank ogranicza się (generalnie rzecz biorąc) do stabilizacji cen i siły nabywczej pieniądza, ponadto władze monetarne nie mogą otrzymywać żadnych instrukcji działania (w formie jawnej lub ukrytej) od instytucji publicznych, w tym rządu.

Z punktu widzenia analizy, upraszczając, można powiedzieć, że o ile celem władz pieniężnych jest kontrola inflacji, o tyle zadaniem rządu jest troska o wielkość produktu zagregowanego. W pierwszym przypadku mamy do czynienia z kształtowaniem tempa wzrostu podaży pieniądza, w drugim zaś z oddziaływaniem na wielkość wydatków publicznych. Jeżeli przy tym nie istnieje instytucjonalny przymus wzajemnego uzgadniania polityki monetarnej i fiskalnej, to – pomijając inne aspekty tej sprawy – w prostej linii prowadzi to do odseparowania władz pieniężnych od rzeczowej struktury gospodarki.

Działanie kanałów transmisji polityki pieniężnej (przede wszystkim tradycyjnego pośrednictwa stóp procentowych i racjonowania kredytu) do przedsiębiorstw jest na ogół analizowane przez pryzmat wydatków inwestycyjnych, a następnie ich wpływ na produkt krajowy. Jest przy tym oczywiste, że popyt inwestycyjny jest sprzężony z alokacją kapitału, kształtującą strukturę produkcji. W tym właśnie aspekcie kryje się kolejne samoograniczenie polityki pieniężnej, i to bez względu na jej typ. Otóż impulsy polityki monetarnej są odbierane przez przedsiębiorstwa sfery realnej na poziomie mikrostruktury produkcji: grup towarowych i asortymentów. Te ostatnie podlegają procesowi agregacji do poziomu mezo (branże i gałęzie) oraz makro (działy) bądź pod wpływem stochastycznego mechanizmu rynkowego, bądź na skutek oddziaływania polityki przemysłowej (w praktyce, najczęściej występuje kombinacja tych dwóch rozwiązań instytucjonalnych). W omawianej dziedzinie działanie polityki przemysłowej jest tym silniejsze, im w większym stopniu ma ona charakter wertykalny – przedmiotowy i / lub podmiotowy, obejmując swym zasięgiem branże lub nawet gałęzie przemysłu. Tak czy inaczej, przedstawione zależności zdają się wskazywać na, z założenia, słaby wpływ polityki pieniężnej na rodzajową strukturę produkcji, która się tworzy powyżej mikroekonomicznego poziomu.

Nakreślone samoograniczenia polityki monetarnej mogą być wzmacniane przez czynniki ograniczające, które kryją się w sprzężeniach (5) oraz (6) przedstawionych na rysunku 1; w niniejszym szkicu omawiane są jedynie te najważniejsze. Zacznijmy od stwierdzenia, że między władzami monetarnymi a fiskalnymi mogą istnieć następujące trzy relacje⁹.

Po pierwsze, bank centralny zajmuje pozycję dominującą względem władz fiskalnych; w rezultacie władze monetarne mogą określać wzrost bazy monetarnej niezależnie od finansowych potrzeb rządu. W tej sytuacji rozmiary możliwego deficytu budżetowego są zdeterminowane przez chłonność krajowego i międzynarodowego rynku finansowego. Ostatecznie rząd może być zmuszony do zredukowania deficytu budżetu, aby znaleźć *modus vivendi* między dostępnym finansowaniem a groźbą rezygnacji z niektórych priorytetów w zakresie wydatków publicznych. Równocześnie władze fiskalne powinny wystrzegać się nadmiernego zadłużenia zewnętrznego i unikać zbyt dużej podaży dłużnych papierów skarbowych, nieuchronnie prowadzącej do wzrostu realnych stóp procentowych.

Po drugie, władze fiskalne zajmują pozycję dominującą w stosunku do banku centralnego; wówczas mogą one planować rozmiary deficytu budżetowego bez uzgadniania z założeniami polityki pieniężnej. Przy istniejących możliwościach rynku obligacji władze monetarne są tu zmuszone do monetyzacji deficytu w ramach limitu dotyczącego kredytu bezpośredniego dla rządu (chyba że prawo stanowi inaczej). Jeżeli przewyższy to ekspansję popytu na realną bazę monetarną przy wyznaczonym poziomie cen, to w rezultacie może pojawić się presja na inflację i rezerwy walut obcych. Niejako „przy okazji” zwiększona przez inflację niestabilność może zdusić rozwój krajowych rynków finansowych.

Po trzecie, władze monetarne i fiskalne cieszą się wzajemną niezależnością, a ich pozycja jest równorzędna, co może skutkować w postaci niespójności decyzji dotyczących podaży pieniądza oraz deficytu budżetowego. Rząd może sfinansować część deficytu, którą jest w stanie pokryć dochód z emisji papierów dłużnych na krajowym i międzynarodowym rynku finansowym. Jeżeli jednak rynek wewnętrzny jest niedostatecznie rozwinięty, a granica dostępu do źródeł zewnętrznych została osiągnięta, to albo fiskalna, albo pieniężna polityka może przybrać „służebną” postać opisaną w poprzednich przypadkach. Ale nawet jeśli krajowy rynek finansowy jest zaawansowany, to wskutek niezgodności celów fiskalnych i monetarnych stopy

⁹ Szerzej na ten temat por. W. Jakóbiak, *Koordinacja polityki pieniężnej i fiskalnej*, „Prace i Materiały Instytutu Rozwoju Gospodarczego SGH” 2013, nr 92.

procentowe na rynku obligacji mogą znacząco wzrosnąć lub pojawią się płatnicze zaległości budżetu.

W sprzężeniu (5), które przedstawiono na rysunku 1, kryje się istotne ograniczenie wpływu polityki pieniężnej na rzeczową strukturę gospodarki: fiskalna polityka dużego budżetu. Jeśli odnieść ją do nakreślonych relacji między władzami monetarnymi a fiskalnymi, to politykę tę można przypisać do przypadku drugiego bądź (co jest mniej oczywiste) trzeciego. Polityka dużego budżetu może okazać się ograniczająca m.in. dlatego, że cechuje ją dyskrecjonalność przeradzająca się niekiedy w działanie „od przypadku – do przypadku”. Przykładem jest tu rezygnacja rządu z wcześniej wdrożonej ścieżki spadku krańcowych stóp podatkowych, co ma miejsce bądź pod wpływem zmiany opcji politycznej, bądź na skutek nieprzewidzianego wzrostu kosztu obsługi długu publicznego. Jeżeli zgodzić się z poglądem, że restrykcyjność polityki należy oceniać w sekwencji czasowej, to bez wątplenia mamy tu do czynienia z pojawieniem się owej restrykcyjności. Przy poprzednio opisanym braku koordynacji polityki fiskalnej i monetarnej może się zdarzyć, iż restrykcyjność tej pierwszej pogłębi to zjawisko, zaś w warunkach istniejącego poziomu stóp procentowych zaostrzone ograniczenia budżetowe firm spowodują spadek popytu inwestycyjnego wraz z odroczoneymi, negatywnymi efektami produkcyjnymi.

Innym przykładem ograniczającego oddziaływania polityki dużego budżetu są znaczne potrzeby pożyczkowe rządu, które w warunkach ekspansji wydatków publicznych są nader częstym zjawiskiem (zwłaszcza gdy długotrwały deficyt i jego finansowanie wymagają narastającej obsługi). W tej sytuacji pokaźna emisja obligacji skarbowych powoduje, iż chętnie nabywające je banki komercyjne tworzą tzw. poduszkę płynności (*buffer-stock behaviour*)¹⁰. Portfele papierów skarbowych, zwiększając ogólną płynność banków, neutralizują do pewnego stopnia restrykcyjną politykę pieniężną, a podaż kredytów jest wówczas inna od zamierzonej przez bank centralny. Zjawisko to wydaje się szczególnie niekorzystne dla pieniężnej polityki dualizmu celów, w przypadku której władze monetarne starają się również regulować stopień zbliżenia się gospodarki do produktu potencjalnego. Mianowicie, działania tych władz zmierzające do zwiększenia lub zmniejszenia zaangażowania aparatu wytwórczego i siły roboczej, są wypaczane przez autonomizującą się podaż kredytów inwestycyjnych.

¹⁰ H. Garretsen, J. Swank, *The Transmission of Interest Rate Changes and the Role of Bank Balance Sheets: A VAR-Analysis for the Netherlands*, "Journal of Macroeconomics" 1998, vol. 20, no. 2.

Tabela 2. Ograniczenia polityki pieniężnej i ich konsekwencje

Typy ograniczeń	Konsekwencje dla skuteczności polityki pieniężnej
Samoograniczenia polityki pieniężnej	polityka <i>celu inflacyjnego</i> : względne odizolowanie od struktury rzeczowej polityka <i>celu inflacyjnego</i> oraz polityka <i>dualizmu celów</i> : brak zdolności do agregacji struktury produkcji
Polityka fiskalna <i>dużego budżetu</i>	polityka <i>dualizmu celów</i> : ograniczenie wpływu na stopień zbliżania się gospodarki do produktu potencjalnego polityka <i>celu inflacyjnego</i> oraz polityka <i>dualizmu celów</i> : niespójność <i>policy mix</i> wywołuje przypadkowe efekty realne
Polityka przemysłowa <i>aktywna</i>	polityka <i>celu inflacyjnego</i> oraz polityka <i>dualizmu celów</i> : ekspansja popytu zagregowanego i windowanie kosztów produkcji powodują inflację, na długą metę hamującą wzrost produktu krajowego
Polityka przemysłowa <i>pasywna</i>	polityka <i>celu inflacyjnego</i> oraz polityka <i>dualizmu celów</i> : zwiększenie płynności sektora przedsiębiorstw oraz wydatków inwestycyjnych podważa restrykcyjność polityki pieniężnej, rozwijając moce wytwórcze

Źródło: Opracowanie własne.

W sprzężeniu (6) kryje się niebezpieczeństwo polegające na naturalnym konflikcie celów przypisanych obu politykom: cele polityki przemysłowej sprowadzają się tylko do sfery realnej i zawsze podlegają grze interesów – również politycznych, natomiast cele polityki pieniężnej pozostają w głównej mierze (dualizm celów) lub wyłącznie (cel inflacyjny) w sferze regulacji i są one na ogół ustawowo zabezpieczone przed naciskami politycznymi.

W stosunku do polityki monetarnej silnie ograniczająca jest aktywna polityka przemysłowa o charakterze wizji rozwoju struktury rzeczowej i dużym udziale narzędzi bezpośrednich (m.in. programy sektorowe, zakupy rządowe), które neutralizują dostosowania cenowo-ilościowe na rynku (dotyczy to również stopy procentowej). Polityka ta może ponadto wykrzywiać politykę kursową poprzez system ceł importowych, dopłat wyrównawczych, kontyngentów itp. Aktywna polityka przemysłowa godzi zarówno w politykę dualizmu celów, jak i celu inflacyjnego – angażując środki spoza sektora bankowego, powoduje na ogół wzrost popytu zagregowanego. Równocześnie ten typ polityki toleruje istnienie firm o nadmiernie wysokich kosztach produkcji, utrzymując nad nimi parasol ochronny ze względu na

przyjęte przez rząd priorytety rozwojowe. W rezultacie powstaje napięcie inflacyjne mające popytowo-kosztowe źródła, które podcina korzenie długookresowego wzrostu sfery realnej.

Inny groźny przypadek to pasywna wprowadzie polityka przemysłowa, lecz forsująca na znaczącą skalę restrukturyzację zadłużonych wobec sektora publicznego bądź już bankrutujących firm. Polityka ta wykorzystuje instrumenty fiskalne, które są adresowane i zróżnicowane podmiotowo: władze fiskalne dzielą podmioty gospodarcze na odrębne grupy, np. firmy o znaczeniu strategicznym, przedsiębiorstwa z dużym udziałem kapitału krajowego; do każdej z nich przypisuje się odrębne rozwiązanie restrukturyzacyjne. Rzecz w tym, że tego rodzaju pasywna polityka przemysłowa zmienia układ płynności w środowisku przedsiębiorstw, uniezależniając go po części od rynku, a po części od polityki pieniężnej. Na przykład, jeśli bank centralny prowadzi politykę restrykcyjną, to wbrew jej założeniom może dojść do stabilizacji lub nawet wzrostu wydatków globalnych skierowanych m.in. na rozwój mocy wytwórczych.

*

Ustalenia analizy wydają się potwierdzać tezę, że wpływ polityki pieniężnej na dostosowania strukturalne w gospodarce jest, z założenia, słaby. Powodem tego są samoograniczenia (zob. tabela 2, która zawiera przegląd wyróżnionych ograniczeń i ich wpływu na skuteczność polityki monetarnej), przyjmujące różną formę. W przypadku polityki celu inflacyjnego mamy do czynienia z względnym odizolowaniem banku centralnego od struktury rzeczowej, natomiast żaden z wyróżnionych typów polityki pieniężnej nie ma zdolności do agregowania mikrostruktury produkcji do wymiaru mezo lub makro. Należy wysnuć stąd wniosek, że skoro skuteczność mechanizmu transmisji polityki monetarnej jest w omawianym przypadku niewielka, to ewentualnego jej zwiększenia należy poszukiwać nie w samej polityce pieniężnej, lecz w polityce systemowej projektującej determinanty tej pierwszej.

Pozostając w obszarze wspomnianych determinant, warto wskazać na fakt, że jedynie fiskalna polityka małego budżetu wydaje się sprzyjać transmisji impulsów pieniężnych do sfery dostosowań strukturalnych. Natomiast polityka dużego budżetu osłabia działanie tej transmisji i to dwojako: albo poprzez ograniczenie wpływu władz monetarnych na zaangażowanie aparatu wytwórczego i siły roboczej, albo wskutek braku spójności kombinacji polityki fiskalnej i monetarnej (*policy mix*), co z kolei przynosi przypadkowe, niezamierzone efekty realne.

W istocie rzeczy polityka przemysłowa wykazuje naturalną tendencję do osłabiania lub wręcz wypaczania mechanizmu transmisji pieniężnej do sfery realnej, gdyż polityka ta często pozostaje pod wpływem racjonalności politycznej, chociaż fakt ten bywa skrywany przez rząd pod ornamentem racjonalności ekonomicznej. Jednak szczególnie szkodliwa jest polityka aktywna, reprezentująca strategiczne, długookresowe wybory strukturalne, gdyż – sprzyjając inflacji – hamuje dynamikę produktu krajowego na długą metę. Trzeba również pamiętać, iż aktywna polityka przemysłowa sprzyja prowadzeniu przez rząd fiskalnej polityki dużego budżetu, ponieważ realizacja długookresowych priorytetów rozwojowych wymaga zaangażowania znacznych środków publicznych. Może to odbywać się albo w formie bezpośrednich wydatków centralnych (przykładem budowa dróg krajowych i mostów w regionie podlegającym intensywnej industrializacji), albo w postaci finansowania pośredniego (m.in. ulgi podatkowe dla firm inwestujących w produkcję, która w przyszłości stanie się źródłem korzyści komparatywnych). Środki publiczne są przy tym wydatkowane na ogół bez próby oszacowania kosztów alternatywnych, służąc wykonaniu „jedynie słusznych” priorytetów.

Bibliografia

- Bernanke B. S., M. Gertler, *Inside the Black Box: The Credit Channel of Monetary Policy Transmission*, “NBER Working Paper” 1995, no. 5146.
- Boguszewski P., *Przemiany w sektorze dużych i średnich firm w Polsce a oddziaływanie polityki monetarnej*, referat na XXII Konferencję Naukową NBP pt. *Reformy strukturalne a polityka pieniężna*, Falenty 2002.
- Cetorelli N., L. S. Goldberg, *Banking Globalization, Monetary Transmission, and the Lending Channel*, “NBER Working Paper” 2008, no. 14101.
- Cimolli M., G. Dosi, J. E. Stiglitz (red.), *Industrial Policy and Development: The Political Economy of Capabilities Accumulation*, Oxford University Press, Oxford 2009.
- European Banking Sector. Facts and Figures 2012*, European Banking Federation, Brussels, October 2012.
- Garretsen H., J. Swank, *The Transmission of Interest Rate Changes and the Role of Bank Balance Sheets: A VAR-Analysis for the Netherlands*, “Journal of Macroeconomics” 1998, vol. 20, no. 2.
- Geraats P. M., *Central Bank Transparency*, “The Economic Journal” 2002, vol. 112, no. 483.

- Jakóbiak W., *Koordinacja polityki pieniężnej i fiskalnej*, „Prace i Materiały Instytutu Rozwoju Gospodarczego SGH” 2013, nr 92.
- Jenkins P., *Communication: A Vital Tool in the Implementation of Monetary Policy*, „Bank of Canada Review”, Spring 2005.
- Kaźmierczak A., *Polityka pieniężna*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2008.
- Kokoszcyński R., *Czynniki strukturalne we współczesnych teoriach mechanizmów transmisji polityki pieniężnej*, „Bank i Kredyt” 2002, nr 11-12.
- Masuch K., C. Brand, *The ECB'S Monetary Policy and its Relation to Fiscal Policy*, „Bank i Kredyt” 2002, nr 11-12.
- Marchewka-Bartkowiak K., *Zarządzanie długiem publicznym. Teoria i praktyka państw Unii Europejskiej*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2008.
- Mishkin F. S., *Ekonomika pieniądza, bankowości i rynków finansowych*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2002.
- Pack H., K. Saggi, *The Case for Industrial Policy: A Critical Survey*, „World Bank Working Paper Series” 2006, no. 3839.
- Rodrik D., *Industrial Policy for the Twenty-First Century*, UNIDO 2004.
- Rodrik D., *Industrial Policy: Don't Ask Why, Ask How*, „Middle East Development Journal” 2009, vol. 1, no. 1.
- Sławiński A. (red.), *Polityka pieniężna*, C. H. Beck, Warszawa 2011.
- The Monetary Policy of ECB*, European Central Bank, Frankfurt 2004.
- Warwick K., *Beyond Industrial Policy: Emerging Issues and New Trends*, „OECD Science, Technology, and Industry Policy Papers” 2013, no. 2.
- Wernik A., *Finanse publiczne. Cele, struktury, uwarunkowania*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2011.
- Wojtyna A., *Demokratyczna kontrola nad polityką banku centralnego – kontrowersje teoretyczne i wnioski dla Polski*, „Ekonomista” 2002, nr 5.
- Żyżyński J., *System finansowy a gospodarka realna: między służebnością a wyobcowaniem*, „Ekonomista” 2006, nr 4.

II

Dylematy strategii i polityki rozwoju

