

Ekonomia

Inflacja bazowa w polityce pieniężnej

Analiza w świetle modelu DSGE

Agnieszka Leszczyńska-Paczesna



Inflacja bazowa w polityce pieniężnej

Analiza w świetle modelu DSGE



WYDAWNICTWO
UNIwersytetu
ŁÓDZKIEGO

[Kup książkę](#)

Ekonomia

Inflacja bazowa w polityce pieniężnej

Analiza w świetle modelu DSGE

Agnieszka Leszczyńska-Paczesna



WYDAWNICTWO
UNIwersytetu
ŁÓDZKIEGO

Łódź 2020

[Kup książkę](#)

Agnieszka Leszczyńska-Paczesna – Uniwersytet Łódzki, Wydział Ekonomiczno-Socjologiczny
Instytut Ekonometrii, Katedra Ekonometrii, 90-214 Łódź, ul. Rewolucji 1905 r. nr 41

RECENZENT

Jan Acedański

REDAKTOR INICJUJĄCY

Beata Koźniewska

OPRACOWANIE REDAKCYJNE

Sylvia Mosińska

SKŁAD I ŁAMANIE

Munda – Maciej Torz

KOREKTA TECHNICZNA

Leonora Gralka

PROJEKT OKŁADKI

Agencja Reklamowa efectoro.pl

Zdjęcie wykorzystane na okładce: © Depositphotos.com/shirotie

© Copyright by Agnieszka Leszczyńska-Paczesna, Łódź 2020

© Copyright for this edition by Uniwersytet Łódzki, Łódź 2020

Wydane przez Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego

Wydanie I. W.09923.20.0.M

Ark. wyd. 7,5; ark. druk. 8,5

ISBN 978-83-8220-286-1

e-ISBN 978-83-8220-287-8

Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego

90-131 Łódź, ul. Lindleya 8

www.wydawnictwo.uni.lodz.pl

e-mail: ksiegarnia@uni.lodz.pl

tel. 42 665 58 63

[Kup książkę](#)

Spis treści

Rozdział 1

Wstęp	7
--------------	----------

Rozdział 2

Teoretyczne uwarunkowania polityki pieniężnej w kontekście inflacji bazowej	13
2.1. Wprowadzenie	13
2.2. Pomiar inflacji	19
2.3. Rodzaje inflacji bazowej	24
2.4. Inflacja bazowa w Polsce	27
2.5. Inflacja bazowa w modelowaniu polityki pieniężnej	32
2.6. Praktyka banków centralnych	36

Rozdział 3

Dwusektorowy nowokeynesowski model DSGE	43
3.1. Wprowadzenie	43
3.2. Założenia dotyczące sektora gospodarstw domowych	47
3.3. Gospodarka światowa i równowaga rynku dóbr konsumpcyjnych	54
3.4. Założenia dotyczące przedsiębiorstw krajowych	57
3.5. Polityka pieniężna	66
3.6. Rozwiązanie modelu i warunki istnienia równowagi	70

Rozdział 4

Analiza empiryczna – wyniki estymacji i symulacji	73
4.1. Wprowadzenie	73
4.2. Estymowany model	77
4.3. Dane	80
4.4. Założenia dotyczące głębokich parametrów modelu	84
4.5. Wyniki estymacji modelu DSGE	87
4.6. Alternatywne warianty polityki pieniężnej	93
4.7. Analiza funkcji reakcji poszczególnych zmiennych na szoki	97

Zakończenie	103
--------------------	------------

Załączniki	107
-------------------	------------

Załącznik A. Sektorowe różnice w stanowieniu cen – alternatywne warianty	107
--	-----

Załącznik B. Badanie stabilności wyników	109
--	-----

Załącznik C. Wyniki estymacji na podstawie innej metody przekształcenia danych	111
--	-----

Załącznik D. Funkcje odpowiedzi na impuls	113
---	-----

Załącznik E. Model z persystencją szoków technologicznych	121
---	-----

Spis literatury	123
-----------------	-----

Spis rysunków	133
---------------	-----

Spis tabel	135
------------	-----

Rozdział 1

Wstęp

Według współcześnie obowiązującego paradygmatu polityki pieniężnej celem działania większości banków centralnych jest dbałość o stabilny poziom cen. Cel ten niejednokrotnie rozszerzony jest o zadania poboczne, takie jak: ograniczenie fluktuacji aktywności gospodarczej oraz dbałość o stabilność systemu finansowego. W Polsce, podobnie jak w kilkudziesięciu innych gospodarkach krajów rozwiniętych i rozwijających się, cel działalności banku centralnego został określony w konkretny sposób, przy pomocy wprowadzenia strategii bezpośredniego celu inflacyjnego. Wyznacza ona pożądany poziom inflacji, do którego dąży Narodowy Bank Polski (NBP).

W ustalaniu celu działania banku centralnego należy podjąć szereg decyzji dotyczących m.in. wysokości pożądanego poziomu inflacji, dopuszczalnych odchyleń od tego poziomu, horyzontu osiągnięcia określonego celu. Jedną z kwestii wymagających doprecyzowania jest to, które ceny bierze pod uwagę bank centralny w swoich decyzjach (Kokoszczyński 2004: 146–147; Wojtyna 2004: 157–161; Bernanke i inni 2018: 27). Zbadanie tego zagadnienia stanowi główną motywację opisanego tu badania.

Najpowszechniejszą miarą zmiany ogólnego poziomu cen w gospodarce jest wskaźnik cen towarów i usług konsumpcyjnych (ang. *consumer price index*, CPI). Obejmuje on w swym założeniu niemal wszystkie dobra konsumowane przez gospodarstwa domowe¹, a dzięki długiej tradycji obliczania i szybkiej publikacji jest najbardziej rozpoznawalnym miernikiem inflacji. Na ten ostatni aspekt powołuje się NBP, formułując cel inflacyjny. W momencie wprowadzania strategii bezpośredniego celu inflacyjnego NBP (*Średniookresowa strategia polityki pieniężnej* 1998) uzasadnił wykorzystanie CPI tym, że miernik ten stosuje się „powszechnie w polskiej gospodarce od początku okresu transformacji i jest najsilniej zakorzeniony w świadomości społeczeństwa spośród różnych wskaźników wzrostu cen”. Z drugiej strony, w tym samym dokumencie NBP zwraca uwagę na fakt, że w skład

1 Pewne dobra trwałe (takie jak nieruchomości) są wyłączone z koszyka CPI. Szerszy opis sposobu obliczania poszczególnych miar inflacji znajduje się w rozdziale 2.1.

koszyka CPI wchodziły ceny będące pod silnym wpływem wahań sezonowych i przejściowych szoków podażyowych, a także podlegające regulacjom o charakterze administracyjnym. Czynniki te sprawiają, że niektóre ceny są poza kontrolą banku centralnego. NBP zaznacza wręcz, że to inflacja bazowa (tj. wskaźnik cen obliczony z pominięciem wybranych, wyżej wymienionych cen) „lepiej niż wskaźnik zmian cen towarów i usług konsumpcyjnych obrazuje zjawisko trwałych zmian poziomu cen w gospodarce”. Z tego powodu NBP deklaruje, że struktura zmian cen, uwzględniająca m.in. przebieg inflacji bazowej, będzie głęboko analizowana i szeroko komentowana w procesie prowadzenia polityki pieniężnej.

Istotnym elementem stanowiącym o roli różnych mierników inflacji w polityce pieniężnej jest także poziom sztywności cenowych poszczególnych produktów. Badania mikroekonomiczne przeprowadzone dla różnych krajów (zob. Bills, Klenow 2004; Dhyne i inni 2006; Macias, Makarski 2013) wskazują, że ceny tradycyjnie wchodzące w skład koszyka inflacji bazowej charakteryzują się przeciętnie wyższą sztywnością niż ceny pozostałych produktów. Jak wykazuję w toku pracy, źródłem tej heterogeniczności mogą być różnice leżące w mechanizmach stanowienia cen w różnych sektorach produkcyjnych gospodarki.

W pracy stawiam dwa pytania badawcze:

1. Czy sztywności cenowe w Polsce różnią się pomiędzy sektorami w sposób istotny statystycznie?

Z pytaniem tym wiąże się pierwsza hipoteza badawcza:

H.1: W Polsce ceny energii i żywności charakteryzują się istotnie niższą sztywnością niż ceny pozostałych towarów i usług.

Hipotezę tę traktuję jako wstęp do dalszej analizy polegającej na badaniu różnych wariantów polityki pieniężnej. Jak pokazuję w toku pracy, sektorowe zróżnicowanie sztywności cenowych może odgrywać dużą rolę w wyborze wskaźnika użytecznego w polityce pieniężnej. Jednym z argumentów jest fakt, że poziom sztywności cenowych determinuje stopień nachylenia krzywej Phillipsa (Woodford 2003: 187–188).

Wybór wskaźnika cen przydatnego w polityce pieniężnej uwarunkowany jest dodatkowo tym, czy dane ceny znajdują się pod kontrolą władz monetarnych. Istnieje bowiem dylemat, czy reakcja na czynniki czysto egzogeniczne z punktu widzenia banku centralnego jest pożądana i czy faktycznie występuje. Takimi czynnikami mogą być na przykład szoki podażyowe, decyzje administracyjne czy też wahania sezonowe. Zaznaczmy, że wyłączenie niektórych cen ze wskaźnika, na który reaguje bank centralny, nie oznacza odejścia od strategii bezpośredniego celu inflacyjnego, który wyrażony jest w CPI. Możliwa jest bowiem sytuacja, w której reakcja na niektóre ceny jest niepożądana z powodu ich przejściowego lub egzogenicznego charakteru. W tej sytuacji inflacja bazowa może pełnić rolę celu pośredniego, a jej stabilizacja nierzadko pozwala na osiągnięcie celu inflacyjnego w dłuższym horyzoncie czasowym (Rich, Steindel 2007; Bernanke i inni 2018). Z tym zagadnieniem łączy się drugie pytanie badawcze:

2. Na który wskaźnik cen reaguje bank centralny w Polsce?

Z pytaniem tym związana jest druga hipoteza badawcza:

H.2: Mimo wyrażenia celu inflacyjnego za pomocą CPI NBP w swoich decyzjach kieruje się inflacją po wyłączeniu cen energii i żywności.

Powodem tego może być fakt, że reakcja na wszystkie ceny (w tym te będące pod wpływem przejściowych szoków podaźowych i wahań sezonowych) może nie być efektywna. W rezultacie reagowanie na samą inflację bazową może sprzyjać osiągnięciu celu inflacyjnego w średnim okresie.

Budowa modelu równowagi ogólnej, który uwzględnia różne postacie funkcji reakcji banku centralnego, umożliwia dodatkowo weryfikację hipotez badawczych związanych bezpośrednio z kształtem prowadzonej polityki pieniężnej. W uzupełnieniu hipotezy H.2 stawiam zatem hipotezy pomocnicze:

H.2a: Prowadząc politykę bezpośredniego celu inflacyjnego, NBP w swoich decyzjach uwzględnia dodatkowo kurs walutowy.

H.2b: NBP w swoich decyzjach stosuje mechanizm wygładzania stóp procentowych.

H.2c: NBP kieruje się w swoich decyzjach regułą antycypacyjną, tj. reaguje na oczekiwania dotyczące przyszłych oczekiwanych (a nie bieżących) wartości zmiennych makroekonomicznych.

Wszystkie opisane hipotezy zostaną zbadane na gruncie modelu dynamicznej stochastycznej równowagi ogólnej (ang. *dynamic stochastic general equilibrium*, DSGE). W procesie konstrukcji tego modelu modyfikuję elementy założeń opisanych m.in. w pracach takich badaczy, jak Pierpaolo Benigno i David Lopez-Salido (2006) oraz Kosuke Aoki (2001). Przedstawiają oni zespół założeń, które leżą u podstaw modelu uwzględniającego dwa sektory produkcyjne gospodarki różniące się stopniem sztywności cenowej i uporczywości inflacji. Obydwa te modele zbudowane są dla gospodarek zamkniętych. Dzięki uwzględnieniu heterogenicznego mechanizmu stanowienia cen w gospodarce umożliwiają one analizę polityki pieniężnej uwzględniającej różne mierniki inflacji, w szczególności CPI i inflację bazową.

Biorąc pod uwagę fakt, że model przedstawiony w książce jest estymowany przy wykorzystaniu danych dla Polski, zdecydowałam się rozszerzyć jego konstrukcję o sektor zagraniczny. W celu dostosowania go do potrzeb analizy małej gospodarki otwartej posługuję się założeniami sformułowanymi przez Jordiego Galego i Tommasa Monacellego (2005).

W części empirycznej książki parametry tak skonstruowanego modelu zostały poddane estymacji bayesowskiej przy użyciu danych kwartalnych dla Polski z okresu od pierwszego kwartału 1999 do czwartego kwartału 2017 roku.

Za mój główny wkład można uznać konstrukcję modelu DSGE, który poza sektorowym zróżnicowaniem w mechanizmie stanowienia cen uwzględnia także otwartość gospodarki. Co więcej, przeprowadzam formalną analizę warunków istnienia równowagi w wielosektorowym modelu DSGE. We wcześniejszych badaniach dotyczących modeli wielosektorowych nie spotkałam się z rozstrzygnięciem

tego zagadnienia w odniesieniu do modelu DSGE dla gospodarki otwartej (dla gospodarki zamkniętej zagadnienie to rozważali Carlstrom i inni (2006)). Dodatkowo stworzony model, dzięki szacunkom dla Polski, dostarcza aktualnych wniosków dotyczących polityki pieniężnej. Przede wszystkim, w mojej ocenie, dotychczasowa literatura przedmiotu nie uwzględnia formalnej analizy roli, jaką odgrywa inflacja bazowa w polskiej polityce pieniężnej.

Przedstawione w książce wnioskowanie ma charakter analizy pozytywnej, a nie normatywnej. Przede wszystkim nie pytam, na jakie ceny powinien reagować bank centralny. W zamian za to staram się jak najdokładniej opisać rzeczywistość z uwzględnieniem możliwych wariantów polityki pieniężnej. Na gruncie ekonometrii bayesowskiej każdemu z wariantów możemy przypisać określone prawdopodobieństwo. Na tej podstawie dokonuję weryfikacji hipotez badawczych. Wnioski z przeprowadzonych analiz dotyczą oszacowania parametrów, oceny prawdopodobieństwa danego wariantu modelu i opisu funkcji odpowiedzi na impuls.

Praca składa się z pięciu rozdziałów. Pierwszy i ostatni obejmują odpowiednio wstęp i zakończenie.

W rozdziale 2 opisuję ramy teoretyczne badania polityki pieniężnej oraz informacje na temat pomiaru inflacji bazowej. Przedstawiam tam podstawy teoretyczne konstrukcji poszczególnych wskaźników cen, kryteria, jakie powinna spełniać inflacja bazowa, oraz opis praktyki banków centralnych w zakresie uwzględniania inflacji bazowej w formułowaniu i komunikowaniu prowadzonej przez siebie polityki pieniężnej. Dodatkowo rozdział ten zawiera krótką analizę publikowanych w Polsce wskaźników inflacji bazowej pod kątem spełniania przez nie opisanych wcześniej kryteriów. W ostatniej części rozdziału znajduje się krótka analiza opisów dyskusji na posiedzeniach Rady Polityki Pieniężnej z lat 2007–2018 w zakresie częstotliwości odniesień do różnych mierników inflacji.

Rozdział 3 rozpoczynam od zebrania podstawowych informacji dotyczących modeli DSGE. Następnie opisuję założenia dwusektorowego modelu DSGE małej gospodarki otwartej. W kolejnych częściach rozdziału prezentuję opis decyzji krajowych i zagranicznych gospodarstw domowych, przedsiębiorstw oraz banku centralnego. Rozważam też warunki istnienia równowagi w opisywanym modelu oraz jego rozwiązanie.

Rozdział 4 poświęcony jest analizie empirycznej dla Polski, która polega na estymacji parametrów modelu omówionego w rozdziale 3. Na jego początku znajduje się opis metody estymacji. W kolejnych częściach zaprezentowane zostały ostateczne równania modelu, dane użyte w estymacji oraz szczegóły dotyczące estymacji bayesowskiej. Wyniki przedstawione są w postaci charakterystyk rozkładów *a posteriori* parametrów głębokich modelu oraz oceny prawdopodobieństwa prawdziwości rozważanych wariantów. W ostatniej części rozdziału prezentuję wyniki analizy funkcji odpowiedzi na impuls obliczone dla dwóch najbardziej prawdopodobnych wariantów modelu.

* * *

Czuję się w obowiązku zaznaczyć, że wnioski i opinie przedstawione w niniejszej książce nie powinny być traktowane jako wyraz oficjalnego stanowiska NBP, w którym pracuję od 2009 roku. Moje obowiązki zawodowe w tej instytucji dotyczą prognozowania i analizy inflacji i nie wiążą się w żaden sposób z formułowaniem celów polityki pieniężnej oraz jej implementacji. Wszystkie materiały i dane, na podstawie których powstała niniejsza książka, są dostępne publicznie.

Część pracy polegająca na opisie założeń teoretycznych modelu oraz pierwszych szacunków jego parametrów została opublikowana w „Prague Economic Papers”. Wyniki przedstawione w niniejszej pracy, w porównaniu do artykułu, są bardziej rozbudowane w zakresie analizowanych wariantów polityki pieniężnej oraz badania stabilności wyników.

* * *

Składam serdeczne podziękowania Pawłowi Baranowskiemu za nieocenioną pomoc udzieloną w trakcie mojej pracy badawczej, szczegółowe wskazówki i motywację do krytycznego spojrzenia na omawianą problematykę.

Pragnę także złożyć wyrazy wdzięczności profesorowi Jackowi Sztaudyngerowi za pomoc w jasnym formułowaniu myśli naukowej, inspirację do zgłębiania zagadnień badawczych oraz zgłoszenie wielu wnikliwych uwag.

Bardzo dziękuję Janowi Acedańskiemu za wysiłek włożony w sporządzenie szczegółowej recenzji wydawniczej. Jego celne uwagi zmotywowały mnie do modyfikacji obliczeń oraz doprecyzowania wielu fragmentów tekstu.

Liczne kwestie zawarte w pracy zostały rozstrzygnięte dzięki uwagom zgłoszonym w ramach dyskusji naukowych i nieformalnych spotkań pracowników Katedry Ekonometrii UŁ na XIX Warsztatach Doktorskich z zakresu Ekonometrii i Statystyki oraz w ramach mojej pracy w Wydziale Cen i Inflacji Departamentu Analiz Ekonomicznych NBP. W tym miejscu pragnę podziękować wszystkim, którzy w ten sposób wzbogacili mój warsztat naukowy i przekazali wiele praktycznych wskazówek.

Pragnę zaznaczyć, że znaczna część pracy badawczej opisanej w książce została sfinansowana ze środków Narodowego Centrum Nauki, w ramach realizacji projektu badawczego o numerze 2014/15/N/HS4/01450.

Osobne podziękowania pragnę złożyć moim bliskim. Bez ich codziennego wsparcia, wyrozumiałości i nieustającej motywacji książka nie mogłaby powstać.

Rozdział 2

Teoretyczne uwarunkowania polityki pieniężnej w kontekście inflacji bazowej

2.1. Wprowadzenie

Fluktuacje gospodarki możemy podzielić ze względu na okres oddziaływania na krótko- i długookresowe. Wahania długookresowe rozpatrywane są na gruncie analiz gospodarki realnej, w oderwaniu od pojęcia pieniądza. Jest to zgodne z zasadą neutralności pieniądza w długim okresie¹. Strona nominalna gospodarki staje się istotna dopiero w opisie i wy tłumaczeniu fluktuacji krótkookresowych. Rozróżnienie to ma swoje źródło w sztywnościach nominalnych², które sprawiają, że zarówno ceny, jak i płace nie ulegają natychmiastowemu dostosowaniu. Dzięki tej bezwładności polityka gospodarcza może, poprzez kontrolę podaży pieniądza, wpływać na kształtowanie wielkości realnych, m.in. produkcji i zatrudnienia.

Opisując rolę i mechanizm działania polityki pieniężnej, w dalszej części pracy będę się zatem odwoływać do funkcjonowania gospodarki w horyzoncie wahań o długości do kilkunastu kwartałów. Rodzi to konsekwencje w postaci wyboru narzędzia analizy, jakim jest model dynamicznej stochastycznej równowagi ogólnej (DSGE). Model ten abstrahuje od długookresowych determinant ścieżki wzrostu gospodarczego, a jedynie opisuje wahania zmiennych makroekonomicznych wokół niej. Motywacją wyboru modelu klasy DSGE do analizy polityki pieniężnej w kontekście postawionych hipotez została przedstawiona we wprowadzeniu do rozdziału 3. W dalszych jego częściach znajdują się szczegóły konstrukcji i pogłębiony opis modelu wykorzystanego do udzielania odpowiedzi na pytania badawcze.

Polityka pieniężna pełni w gospodarce funkcję stabilizacyjną. Organem odpowiadającym za jej wdrożenie jest bank centralny³. Cel polityki pieniężnej w Polsce

1 Zasadę tę sformułował już David Hume w 1752 roku (Snowdon, Vane 2005).

2 Szczególną rolę sztywności nominalnych w przebiegu fluktuacji gospodarki dostrzegł Keynes (Snowdon, Vane 2005).

3 W Polsce w myśl art. 227 Konstytucji RP bankiem centralnym jest Narodowy Bank Polski (NBP), który „odpowiada za wartość polskiego pieniądza”.

jest zapisany w *Ustawie z dnia 29 sierpnia 1997 r. o Narodowym Banku Polskim* (Dz. U. z 2017 r., poz. 1373) i brzmi następująco: „Podstawowym celem działalności NBP jest utrzymanie stabilnego poziomu cen, przy jednoczesnym wspieraniu polityki gospodarczej Rządu, o ile nie ogranicza to podstawowego celu NBP”. Cel ten jest doprecyzowany w *Strategii polityki pieniężnej po 2003 roku* (2003) jako utrzymywanie inflacji mierzonej za pomocą wskaźnika cen towarów i usług konsumpcyjnych w ujęciu rok do roku na poziomie 2,5% z dopuszczalnym przedziałem wahań ± 1 punkt procentowy. Cel ten osiągany jest poprzez stosowanie strategii bezpośredniego celu inflacyjnego, która w Polsce została wprowadzona w 1999 roku (*Średniookresowa strategia polityki pieniężnej* 1998)⁴. Ze względu na wysoki poziom inflacji i konieczność stopniowego jej ograniczania początkowo (tj. w latach 1999–2003) poziom celu inflacyjnego zmieniał się z pierwotnej wartości wyrażonej za pomocą przedziału od 8,0 do 8,5% aż do dzisiejszego poziomu 2,5% ± 1 punkt procentowy.

Strategia prowadzona przez NBP oparta jest na wskaźniku cen towarów i usług konsumpcyjnych (CPI). To na jego podstawie ustala się cel inflacyjny oraz ocenia stopień jego realizacji. Głównym argumentem przemawiającym za wyborem tego wskaźnika jest fakt, iż „taka miara inflacji stosowana jest powszechnie w polskiej gospodarce od początku okresu transformacji i jest najsilniej zakorzeniona w świadomości społeczeństwa spośród różnych wskaźników wzrostu cen” (tamże: 10). Jednakże już w momencie wprowadzania strategii bezpośredniego celu inflacyjnego NBP sygnalizował, że to inflacja bazowa, czyli wskaźnik inflacji liczony dla wybranej grupy towarów i usług (eliminujący dobra będące pod wpływem np. silnych wahań sezonowych, decyzji administracyjnych lub silnych szoków podażyowych), lepiej obrazuje zjawisko trwałych zmian poziomu cen w gospodarce (tamże). Dodatkowo NBP w formułowaniu strategii zwraca uwagę na granice wpływu decyzji banku centralnego na procesy inflacyjne w gospodarce i zastrzega, iż mimo wyrażenia celu za pomocą wskaźnika CPI inflacja bazowa będzie poddawana starannej analizie i szczegółowo komentowana w komunikatach dotyczących implementacji polityki pieniężnej. Przegląd opisu dyskusji prowadzonych na posiedzeniach Rady Polityki Pieniężnej w latach 2007–2018 pod kątem liczby odniesień do inflacji bazowej wskazuje, że zapowiedź ta jest wypełniana⁵. Szczegółowa analiza komunikatów znajduje się w rozdziale 2.6.

4 Przed 1999 rokiem NBP prowadził politykę ograniczania inflacji za pomocą łączenia dwóch typów strategii pośredniego celu inflacyjnego: strategii kontroli kursu walutowego oraz podaży pieniądza (NBP 1998: 8).

5 Przykład takiego odwołania możemy znaleźć np. w *Opisie dyskusji na posiedzeniu decyzyjnym Rady Polityki Pieniężnej w dniu 20 stycznia 2008 r.*, gdzie czytamy: „Wskazywano, że wzrost inflacji CPI w grudniu wynikał w dużym stopniu z dalszego przyspieszenia tempa wzrostu cen żywności i paliw, związanego ze zjawiskami globalnymi. Podkreślano, że zjawiska te pozostają poza wpływem krajowej polityki pieniężnej oraz że wzrost inflacji wywołany przyspieszeniem dynamiki cen żywności i paliw obserwowany jest również w wielu innych krajach. Wskazywano, że w grudniu inflacja bazowa netto wzrosła nieznacznie i pozostała na stosunkowo