

WIESŁAWA PRZYBYLSKA-KAPUŚCIŃSKA

OCENA REALIZACJI POLITYKI PIENIĘŻNEJ NARODOWEGO BANKU POLSKIEGO

Polityka pieniężna realizowana przez NBP w latach 1990–2004 uległa głębokim przemianom. Z jednej strony miały one charakter instytucjonalny, a z drugiej – dotyczyły przeobrażeń kształtu polityki pieniężnej, tak w zakresie jej celów i strategii, jak i instrumentów (ich gamy i wykorzystywanych form).

Zmiany instytucjonalne odnosiły się do różnych obszarów funkcjonowania gospodarki. W 1989 r. rozpoczął się okres transformacji gospodarki centralnie zarządzanej, co w konsekwencji wymagało urzeczywistnienia reform strukturalnych, przemian funkcjonowania zarówno sfery mikro, jak i makroekonomii polegających na przeorientowaniu podmiotów gospodarczych na działalność regulowaną przez mechanizm rynkowy. Pieniądz nabrał charakteru aktywnego w gospodarce, wymuszając tym samym powstanie i rozwój rynku finansowego.

Sukces reform systemowych w gospodarce zależał w znaczącej mierze od właściwego uporządkowania prawnego funkcjonowania sfery pieniężnej w nowych, dopiero budowanych realiach.

EWOLUCJA INSTYTUCJONALNYCH PODSTAW FUNKCJONOWANIA POLITYKI PIENIĘŻNEJ W LATACH 1989–1997 W POLSCE

Ustawa o Narodowym Banku Polskim z 31 stycznia 1989 roku w sposób ogólny określiła główny cel działalności banku centralnego jako „umacnianie pieniądza polskiego”. Dopiero w corocznych założeniach polityki pieniężnej przedkładanych Sejmowi ten ogólny zapis interpretowano w kategoriach kon-

kretnego celu inflacyjnego¹. W ustawie NBP został zobowiązany do współdziałania w zakresie kształtowania i realizacji polityki gospodarczej państwa zgodnie z ustawami i uchwałami Sejmu.

Rola Sejmu w kształtowanie warunków działania NBP była ogromna. Wynikała ona głównie z uprawnień Parlamentu do uchwalania planu kredytowego i założeń polityki pieniężno-kredytowej. Projekty obu dokumentów sporządzane były przez NBP, a następnie po uzyskaniu stanowiska rządu przekazywane Sejmowi. Można przy tym wspomnieć, że zależność banku centralnego od rządu skupiła się na dwóch obszarach: zależności personalnej (polegającej na powoływaniu prezesa NBP przez Sejm na wniosek premiera) oraz zależności dotyczącej spraw finansowych². Ustawa dawała NBP nieograniczone prawo nabywania skarbowych papierów wartościowych, lecz nie mówiła o innych formach kredytowania rządu przez bank centralny. Ponadto Rada Ministrów mogła poddawać rewizji oraz zatwierdzać bilans roczny NBP.

W planie kredytowym oraz założeniach polityki pieniężno-kredytowej określone były w szczególności rozmiary, kierunek i proporcje działalności kredytowej, polityka oprocentowania kredytów, a także wytyczne dotyczące ustalania kursów walutowych. Nad realizacją założeń polityki pieniężno-kredytowej czuwał prezes NBP, w związku z czym miał on uprawnienia do ustalania stopy rezerw obowiązkowych banków, wielkości kredytu refinansowego i jego oprocentowania. W razie konieczności prezes mógł również określać rozmiary działalności kredytowej państwa oraz górne granice oprocentowania kredytów, pożyczek oraz wysokości prowizji.

Najważniejszy obszar współdziałania NBP i rządu dotyczył polityki dewizowej i polityki kursowej. NBP był tylko administratorem rezerwy dewizowej, natomiast decyzje o jej wykorzystaniu podejmował premier na wniosek prezesa NBP i Ministra Finansów³. Również w zakresie polityki dewizowej dominującą rolę sprawował rząd, który decydował o „zasadach ustalania i stosowania podstawowego kursu złotego w stosunku do walut obcych”. Natomiast podstawowy kurs złotego ustalany był przez Prezesa NBP, w porozumieniu z Ministrem Finansów i Ministrem Współpracy Gospodarczej z Zagranicą.

Ustawa regulowała także kwestie dotyczące działalności finansowej banku centralnego, czyli możliwości udzielania przez NBP kredytu refinansowego

¹ *System finansowy w Polsce*, B. Pietrzak, Z. Polański, B. Woźniak (red.), Wyd. PWN, Warszawa 2003, s. 141.

² R. Kokoszcyński, *Współczesna polityka pieniężna w Polsce*, PWE, Warszawa 2004, s. 208.

³ *Ibidem*, s. 221.

innym bankom. NBP, podejmując decyzje o udzieleniu takiego kredytu, musiał kierować się założeniami polityki pieniężno-kredytowej państwa oraz zdolnością banku do spłaty kredytu refinansowego wraz z odsetkami w umownych terminach spłaty.

Ustawodawca upoważnił NBP do gromadzenia rezerw obowiązkowych innych banków i równocześnie nie zezwolił bankom na dysponowanie tymi środkami, co miało istotne skutki w zakresie oddziaływania tego instrumentu. Wysokość stopy rezerw obowiązkowych, tryb i zasady odprowadzania tych środków na rachunek rezerw ustalane były przez Prezesa NBP. Przy czym wysokość stopy rezerw nie mogła przekraczać 30% sumy środków pieniężnych (wkładów płatnych na każde żądanie, wkładów terminowych i wkładów oszczędnościowych), mogła być różna dla każdego rodzaju wkładu oraz kwota rezerw nie była oprocentowana. W celu zdyscyplinowania banków do odprowadzania odpowiedniej kwoty rezerw, w razie niedopełnienia tego obowiązku bank musiał uiścić na rzecz NBP odsetki, stopę służącą do naliczania odsetek ustalał Prezes NBP w granicach określonych w założeniach polityki pieniężno-kredytowej⁴.

Okragły Stół, a także częściowo wolne wybory z czerwca 1989 r. doprowadziły do rozpoczęcia procesu transformacji Polski w gospodarkę wolnorynkową. Podstawowe akty prawne wprowadzające te zmiany zostały uchwalone w grudniu 1989 r. i w większości weszły w życie pierwszego stycznia 1990 r. Z punktu widzenia kształtu i działalności NBP najważniejsze zmiany dotyczyły:

- zastąpienia pojęcia „polityka pieniężno-kredytowa” pojęciem „polityka pieniężna” oraz likwidacja planu kredytowego,
- wprowadzenia obowiązku podawania zakładanej wielkości podaży pieniądza w sporządzanym przez NBP projekcie założeń polityki pieniężnej,
- uregulowania zasad kredytowania rządu przez NBP, ograniczających możliwość zakupów przez NBP skarbowych papierów wartościowych do wysokości 2% planowanych wydatków budżetu centralnego oraz ograniczenie kredytowej formy finansowania deficytu stanu zadłużenia na koniec 1989 r.⁵

Ponadto, według zmian z 28 grudnia 1989 r. NBP miał sporządzić projekt założeń polityki pieniężnej (przed zmianami NBP kształtował politykę pieniężno-kredytową), która z jednej strony miała szerszy zakres, a z drugiej była precyzyjniej określona⁶. Ta pozornie drobna zmiana terminologiczna od-

⁴ Ustawa o Narodowym Banku Polskim, Dz.U. z 1989, Nr 72, poz. 360, art. 30–32.

⁵ Ustawa o zmianie ustawy – Prawo bankowe i o Narodowym Banku Polskim, Dz.U. z 1989, Nr 74, poz. 439.

⁶ E. Kostro, *Zmiana ustawodawstwa bankowego*, Bank i Kredyt 1990, nr 4–5, s. 12.

zwierciedlała chęć zmiany charakteru działalności prowadzonej przez NBP zarówno w sferze celów, jak i metod wykorzystywanych do ich osiągnięcia.

Wśród innych ważnych instytucjonalnych przeobrażeń przełomu lat 80. i 90., rzutujących następnie na kształt i realizację polityki pieniężnej, należy wymienić⁷:

- powstanie dwuszczeblowego systemu bankowego (szczebel banków komercyjnych i spółdzielczych oraz drugi – banku centralnego, czyli władzy monetarnej),
- rozwój rynku finansowego z coraz liczniejszą reprezentacją funkcjonujących podmiotów i różnorodnością rynków,
- powstanie nowych banków prywatnych,
- zniesienie państwowego monopolu handlu zagranicznego i otwarcie się gospodarki,
- wprowadzanie wewnętrznej wymiennalności złotego od 1 stycznia 1990 r.

Z uwagi na wciąż istniejącą zależność w kształtowaniu polityki pieniężnej przez NBP od Sejmu kontynuowano prace nad dalszą nowelizacją ustawy o NBP.

Dnia 14 lutego 1992 r. uchwalona została nowelizacja ustawy o Narodowym Banku Polskim, która doprowadziła do umocnienia niezależności banku centralnego⁸. Równocześnie w ramach istniejącego systemu decyzyjnego uprawnienia NBP w zakresie ustalania wielkości celu pośredniego były znacząco ograniczone, natomiast jego kompetencje w zakresie celu finalnego można zaliczyć raczej do symbolicznych. Uprawnienia te należały do Ministra Finansów, który rok rocznie w projekcie ustawy budżetowej, decydując o planowanym poziomie inflacji, determinował oficjalny cel inflacyjny. Kilku kolejnych Ministrów Finansów w celu zaniżenia realnych rozmiarów deficytów budżetowych przyjmowało zaniżone prognozy inflacji. Taka projekcja pozwalała bowiem na uzyskiwanie wyższych od planowanych dochodów, przy jednoczesnym utrzymywaniu na niezmiennym nominalnie poziomie wydatków budżetowych. W konsekwencji deficyt stawał się mniejszy od planowanego,

⁷ Z. Polański, *Przemiana i ciągłość: refleksje o polskiej polityce pieniężnej okresie piętnastolecia transformacji ustrojowej*, dodatek: *Gospodarka polska na przełomie wieków od A do Z*, Bank i Kredyt 2004, nr 2, s. 5–7.

⁸ Nowelizacja wprowadziła kadencyjność stanowiska Prezesa NBP, która wyniosła 6 lat, a także ograniczyła możliwość pełnienia tej funkcji przez jedną osobę do dwóch kadencji. Zgodnie z nową ustawą, Prezesa miał powoływać i odwoływać nadal Sejm, ale na wniosek Prezydenta, a nie Premiera jak wskazywała ustawa przed nowelizacją. Ponadto, istotne znaczenie miał przepis uniemożliwiający odwołanie Prezesa z powodów związanych z polityką pieniężną, i jednocześnie zezwalający na jego odwołanie z powodu rezygnacji, długotrwałej choroby oraz prawomocnego wyroku sądu lub Trybunału Stanu.

jednak równocześnie prowadziło to do przyjmowania z góry nierealistycznych celów inflacyjnych⁹.

Jak już wcześniej wspomniano, dla prowadzenia polityki pieniężnej metodami rynkowymi niezbędne jest istnienie międzybankowego rynku pieniężnego. Pojawienie się rynków depozytów międzybankowych oznaczało początek procesu tworzenia warunków niezbędnych do wykorzystania rynkowych instrumentów polityki pieniężnej. Przeszkodą dla zawierania najkrótszych transakcji na początku lat 80. była natura funkcjonującego wówczas systemu rozliczeń międzybankowych, w których rachunki pojedynczych banków komercyjnych były prowadzone w odpowiednich miejscowych placówkach NBP. W drodze reformy tego systemu rozliczeń powołana została w 1993 r. Krajowa Izba Rozliczeniowa i w drugiej połowie 1994 r. zmieniono system naliczania i utrzymywania rezerwy obowiązkowej, w ten sposób, że banki mogły wykorzystywać środki zgromadzone na rachunkach rezerwy do rozliczeń międzybankowych.

W okresie obowiązywania znowelizowanej ustawy o NBP należy pokreślić dalsze ważne przemiany, wśród których można wymienić między innymi¹⁰:

- rozszerzanie zakresu wykorzystania pieniądza (wskaźniki monetyzacji),
- utrzymywanie deficytu budżetowego,
- dalszy rozwój rynków finansowych,
- wprowadzenie operacji otwartego rynku,
- dominacja sektora bankowego w systemie finansowym,
- zbyt wolne procesy prywatyzacji i restrukturyzacji gospodarki,
- pogłębienie otwarcia gospodarki,
- wysoki poziom bezrobocia,
- problem tzw. złych długów w sektorze bankowym,
- upadłości przedsiębiorstw.

OCENA POLITYKI PIENIĘŻNEJ NBP W LATACH 1990–1997

Lata 1990–1992 były okresem głębokiej transformacji systemowej, w czasie której przeprowadzano działania dostosowawcze, które miały umożliwić realizację polityki pieniężnej w sposób możliwie najbardziej zbliżony do uważanego za standard w rozwiniętych gospodarkach rynkowych.

⁹ Z. Polański, *Polityka pieniężna w Polsce w drugiej połowie lat 90.: bieżące problemy i strategiczne wyzwania*, Materiały i Studia nr 72, NBP, Warszawa 1998, s. 9–10.

¹⁰ Z. Polański, *Przemiana...*, s. 12–13.

O realizacji strategii polityki monetarnej można mówić w okresie 1993–1997. NBP realizował wówczas strategię, która nie miała czystego, klarownego obrazu, lecz łączyła elementy różnych reżimów monetarnych. Decyzja o zastosowaniu takiej nietypowej (eklektycznej) strategii wynikała zapewne z przeświadczenia, iż specyficzne uwarunkowania polskiej gospodarki, przechodzącej transformację, nie pozwalały na skuteczne prowadzenie polityki antyinflacyjnej w ramach strategii rygorystycznie realizowanego jej modelu.

Celem pośrednim polityki pieniężnej był przyrost podaży pieniądza, aczkolwiek realizowany w warunkach kroczącej dewaluacji złotówki w stosunku do określonego koszyka walut, a przedziały wahań kursu złotego były ograniczone. Chociaż strategia taka nie pozwalała realizować obu celów, to jednak początkowo, w związku z niskim powiązaniem polskiej gospodarki z rynkiem światowym, pozwalała na ograniczanie inflacji. W gospodarce otwartej bez kontroli przepływów kapitału jednoczesna realizacja celu agregatowego i kontrola kursu walutowego jest niemożliwa. NBP nie dążył jednak do ścisłej realizacji obu tych celów, ale starał się reagować elastycznie i przesunąć ciężar swojej polityki pomiędzy tymi dwoma celami odpowiednio do pojawiających się zaburzeń, zagrażających realizacji celu inflacyjnego.

Strategia realizowana przez NBP w latach 1993–1997, odpowiednio do rozwoju sytuacji gospodarczej w kraju, kładła nacisk na różne jej funkcje. Choć jej zasady nie zostały w sposób oficjalny sformułowane, to jednak na podstawie obserwacji działań banku centralnego można wyróżnić kilka podstawowych założeń ówczesnej polityki pieniężnej prowadzonej przez NBP¹¹:

- wiarygodność banku centralnego i jego polityki miała zostać zbudowana dzięki konsekwentnej realizacji procesu dezinflacji, a nie tylko dzięki stosowaniu prostej zasady jednej z modelowych strategii polityki pieniężnej,
- dezinflacja miała być procesem trwałym, tzn. stopa inflacji w roku następnym miała być zawsze niższa niż w roku poprzednim, co miało pozwolić na uznanie polityki NBP za konsekwentną,
- proces dezinflacji miał następować stopniowo, tak aby oczekiwania inflacyjne mogły się łatwiej dostosować do malejącej inflacji, jednocześnie stopniowa dezinflacja nie byłaby ograniczeniem wysokiego wzrostu gospodarczego,
- trwałość i stopniowe przeprowadzanie procesu dezinflacji wymagały zapewnienia równowagi zewnętrznej na poziomie nie powodującym skokowych dostosowań kursowych,

¹¹ J. Osiński, *Polityka pieniężna NBP w okresie 1993–1997. Doświadczenia i możliwość wykorzystania w przyszłości wniosków z nich płynących*, NBP, Departament Analiz i Badań, Warszawa 1999, s. 19–20.

- cele krótkookresowe miały być realizowane tylko wówczas, jeżeli ich osiągnięcie nie stanowiłoby zagrożenia dla trwałości procesu dezinflacji w przyszłości.

W związku z tym, że wiarygodność banku centralnego miała zostać zbudowana dzięki osiągnięciu wytyczonych rezultatów, a nie pełnej znajomości podstaw prowadzonych działań, polityka informacyjna NBP była dość skromna. NBP uznał, iż pełna przejrzystość sposobu realizacji polityki pieniężnej i systemu monetarnego może bardziej zaszkodzić niż przysłużyć się skutecznej dezinflacji w długim okresie. Wynikało to z nadmiaru kapitału zagranicznego napływającego do Polski, w wyniku czego znacznie rosła podaż pieniądza krajowego. Niepełna informacja o działaniach banku centralnego miała być więc czynnikiem zwiększającym ryzyko inwestycji portfelowych.

W realizowanej przez NBP polityce pieniężnej można wyróżnić elementy charakterystyczne dla wielu innych strategii monetarnych:

- kotwice nominalne w postaci celu agregatowego oraz kursu walutowego, służące jednocześnie prowadzeniu polityki informacyjnej banku centralnego – wspólne ze strategiami opartymi na kontroli podaży pieniądza oraz kontroli kursu walutowego,
- podejmowanie decyzji o zmianach instrumentów polityki pieniężnej na podstawie analizy wielu różnych czynników oraz większe zorientowanie na osiągnięcie ostatecznego celu inflacyjnego niż wyznaczanych celów pośrednich czy operacyjnych – charakterystyczne dla strategii BCI,
- budowanie wiarygodności polityki pieniężnej na podstawie konsekwentnego, trwałego i stopniowego procesu dezinflacji, niestojącego w sprzeczności z utrzymywaniem wysokiego wzrostu gospodarczego – podejście typowe dla strategii eklektycznej *just do it*.

Mnogość elementów różnych strategii monetarnych wykorzystywanych przez NBP w jego działaniach w latach 1990–1997 sprawia, iż syntetyczna ocena realizacji polityki pieniężnej jest skomplikowana. Poszczególne elementy działań banku centralnego wymagają odrębnego podejścia.

Efekt realizacji celu inflacyjnego w latach 1990–1997 były również związane ze sposobem jego wyznaczenia. NBP w tym okresie nie posiadał pełnej niezależności w wyznaczaniu celu polityki pieniężnej. Ustawa o NBP z 1989 roku określała cel banku centralnego jako umacnianie pieniądza polskiego. Dodatkowo ustawa określała, że NBP na każdy rok sporządza projekt założeń polityki pieniężnej, określający w szczególności kształtowanie podaży pieniądza, stopy oprocentowania kredytów i wkładów oraz polityki kursowej i polityki stosunków kredytowych z zagranicą¹². Cel finalny i pośredni polityki

¹² Ustawa z 28 grudnia 1989 r. o zmianie ustawy – Prawo bankowe i o Narodowym Banku Polskim, Dz.U. 1989, Nr 74, poz. 439, art. 2, pkt 3.

pieniężnej wynikał zatem z ustawy. Cel inflacyjny wyznaczany przez NBP w założeniach polityki monetarnej na kolejne lata był zgodny z projekcjami inflacji zapisywanymi przez rząd w ustawach budżetowych. W związku z tym, mimo iż NBP w swoich analizach i działaniach kierował się raczej ujęciem inflacji w horyzontach średnio- i długoterminowych, to jednak z racji rocznego charakteru ustaw budżetowych w naturalny sposób powstała tendencja do oceny skuteczności działań NBP w rocznych horyzontach czasowych.

Z jednej strony, jeśli by brać pod uwagę jedynie skuteczność osiągnięcia celu inflacyjnego, należałoby uznać, iż NBP odniósł sukces. Stopa inflacji w całym tym okresie systematycznie spadała, a odchylenia pomiędzy przyjmowanym celem a poziomem jego realizacji były coraz mniejsze. Uwzględniając przy tym złożoność procesu transformacji, problemy z prognozowaniem inflacji oraz przewidywaniem rozwoju sytuacji gospodarczej można zdecydowanie uznać, iż prowadzona polityka była skuteczna.

Tabela 1. Inflacja i podaż pieniądza w latach 1990–1997: wielkości założone i faktyczne

ROK	INFLACJA ^a			PRZYRÓST PODAŻY PIENIĄDZA ^b		
	ZAŁOŻONA (%)	FAKTYCZNA (%)	ODCHYLENIE(%)	ZAŁOŻONY (MLD ZŁ)	FAKTYCZNY (MLD ZŁ)	ODCHYLENIE(%)
Lata 1990–1991						
1990	95,0	249,3	+162,4	4,1	10,3	+151,2
1991	32,0	60,4	+88,8	8,5	9,0	+5,9
Lata 1992–1995						
1992	36,9	44,3	+20,0	12,7	15,0	+18,1
1993	32,2	37,6	+16,8	15,0	14,8	-1,3
1994	23,0	29,5	+28,3	15,5–16,9	21,4	+26,6
1995	17,0	21,6	+27,1	17,1	26,9	+57,3
Lata 1996–1997						
1996	17,0	18,5	+8,8	23,0	30,5	+32,6
1997	13,0	13,2	+1,5	27,4–28,6	39,8	+39,2

^a wskaźnik cen towarów i usług konsumpcyjnych (wskaźnik CPI) – metoda „grudzień do grudnia”

^b dla 1990 r. agregat „pieniądz krajowy” (M2 bez wkładów walutowych), od 1991 r. agregat „pieniądz ogółem” (M2)

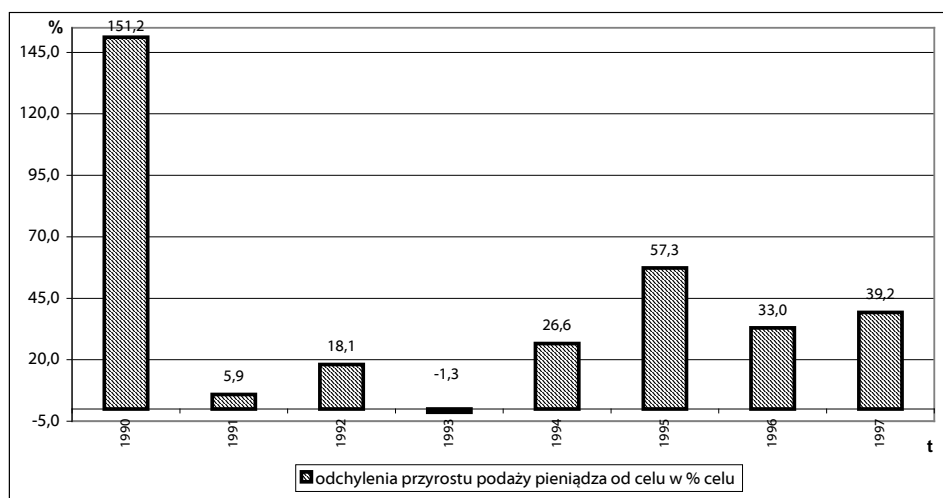
Uwaga: odchylenia przedstawiono jako odsetek wielkości zakładanych. W przypadku przedziałowego wyrażenia zakładanej wielkości odchylenie obliczono w stosunku do jego najbliższego krańca.

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych GUS i NBP.

W odróżnieniu od powyższej, długookresowej oceny skuteczności działań antyinflacyjnych, analizując realizację wyznaczanych rocznych celów inflacyjnych, należy zauważyć, iż cele te nie były osiągane. Co prawda odchylenia celów od założeń z roku na rok malały, aby na koniec 1997 r. spaść do poziomu zaledwie 0,2%, jednak rzeczywista stopa inflacji zawsze kształtowała się powyżej celu.

Istotny wpływ na taki rozwój wydarzeń miał zapewne sam tryb wyznaczania celu inflacyjnego, w którym brał udział NBP, Rząd oraz Parlament. Decydujący głos co do wysokości celu miał jednak Minister Finansów, dla którego, z punktu widzenia ograniczania deficytu budżetowego, korzystniejsze było zakładanie w ustawie budżetowej zaniżonych projekcji inflacji. Bardzo prawdopodobne jest zatem, iż wyznaczane cele były bardziej ambitne aniżeli wynikałoby to z czystego rachunku ekonomicznego, a NBP był z góry skazany na przyjmowanie nierealistycznych celów¹³.

Z drugiej jednak strony, oficjalna strategia NBP polegała na kontroli podaży pieniądza, przy jednocześnie bardzo istotnej roli, jaką w faktycznej polityce odgrywała kontrola kursu walutowego. Ze względu na realizację oficjalnego celu agregatowego, ocena skuteczności polityki monetarnej NBP w związku z tym nie wypada pozytywnie.



Wykres 1. Realizacja celu agregatowego w Polsce w latach 1990–1997

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych NBP.

¹³ Z. Polański, *Polityka...*, s. 9.

Analiza wykresu 1 utwierdza w przekonaniu, iż podaż pieniądza zdecydowanie wymykała się spod kontroli NBP. Ponadto, o ile od 1994 r. rozbieżności pomiędzy celem agregatowym a faktycznym wzrostem podaży pieniądza były bardzo wysokie, o tyle odchylenia samego celu inflacyjnego od jego realizacji znacznie malały.

Stosowaną do roku 1997 procedurę ustalania i zatwierdzania celów polityki pieniężnej wspólnie przez NBP, Rząd i Sejm należy uznać za czynnik utrudniający bankowi centralnemu uzyskanie odpowiedniej reputacji i wiarygodności. Ponadto, procedura ta wpływała również na ograniczenie niezależności instrumentalnej NBP, gdyż niejednokrotnie uchwały Sejmu zawierały szczegółowe wytyczne dotyczące zmian instrumentów polityki pieniężnej, jak np. kierunek zmian stopy procentowej, wielkość operacji otwartego rynku itp.¹⁴

U podłoża rozbieżności pomiędzy realizowaną inflacją a deklarowanymi celami mogło leżeć kilka przyczyn¹⁵:

- częste ingerencje sejmowej Komisji Polityki Gospodarczej, Budżetu i Finansów w przedkładane przez NBP założenia polityki pieniężnej w latach 1993–1996, których wynikiem były zmiany prognoz wzrostu podaży pieniądza przedstawianych przez NBP,
- zmiana znaczenia poszczególnych składników podaży pieniądza ogółem w wyniku głębokich przemian zachodzących w strukturze poszczególnych agregatów,
- zaniżane szacunki popytu na pieniądź – w takim przypadku silnej ekspansji podaży pieniądza może towarzyszyć spadająca inflacja, gdyż ewentualna nadwyżka podaży pieniądza jest natychmiast wchłaniana przez rosnący popyt,
- pasywne zaspokajanie przez system bankowy popytu na pieniądź zgłaszanego przez gospodarkę – gospodarka sama sobie kreowała potrzebną ilość pieniądza przy danej inflacji, której dynamika determinowana była przez czynniki niemonetarne.

Generalnie można podsumować, iż polityka pieniężna faktycznie realizowana przez –1997 posiadała wiele cech polityki eklektycznej, gdyż bank centralny podejmował próby jednoczesnej kontroli podaży pieniądza, kursu walutowego oraz stopy inflacji, starając się równocześnie nie stwarzać ograniczeń dla wysokiego wzrostu gospodarczego. W przypadku pojawienia się konfliktów pomiędzy celami, NBP najłatwiej rezygnował z realizacji celu agregatowego, starając się utrzymać kurs walutowy i cel inflacyjny na pożądanym poziomie.

¹⁴ R. Kokoszczyński, op.cit., s. 237.

¹⁵ Z. Polański, *Polityka...*, s. 13–17.

W drugiej kolejności, w razie absolutnej konieczności, NBP rezygnował ze stabilizowania kursu złotego¹⁶.

Faktycznie prowadzona polityka pieniężna NBP była zatem nakierowana na realizację długookresowego celu inflacyjnego, zapewniającego gospodarce stabilne warunki wzrostu w długim horyzoncie czasowym. Z punktu widzenia redukcji stopy inflacji niewątpliwie polityka ta okazała się skuteczna.

ZMIANY INSTYTUCJONALNYCH PODSTAW POLITYKI PIENIĘŻNEJ REALIZOWANEJ W LATACH 1998–2003

Pomimo sukcesu, jakim był zmniejszający się poziom inflacji, polityka pieniężna realizowana do 1997 roku była postrzegana jako niedostatecznie wiarygodna¹⁷. Ze względu na to, że wiarygodność banku centralnego w polityce gospodarczej nabierała coraz większego znaczenia, jak również ze względu na coraz bardziej widoczną konieczność posiadania bardziej elastycznej polityki pieniężnej, władze monetarne zmuszone zostały do dokonania zmian w zakresie wykorzystywanej przez siebie strategii polityki pieniężnej.

Rok 1997 zakończył pewien etap w ewolucji strategii polityki pieniężnej w Polsce. Wskutek nowo uchwalonej Konstytucji Rzeczypospolitej Polskiej, która weszła w życie 17 października 1997 roku, oraz nowej ustawy o Narodowym Banku Polskim, obowiązującej od 1 stycznia 1998 roku, polityka pieniężna była realizowana w nowych ramach prawnych i instytucjonalnych¹⁸. Przełomową zmianą było zagwarantowanie w Konstytucji niezależności banku centralnego, nadając mu wyłączne prawo emisji pieniądza oraz ustalania i realizacji polityki pieniężnej. Dzięki powyższym regulacjom zwiększyła się niezależność Narodowego Banku Polskiego w kształtowaniu polityki pieniężnej. Artykuł trzeci ustawy o Narodowym Banku Polskim precyzuje, że „...podstawowym celem jego działalności jest utrzymanie stabilnego poziomu cen, przy jednoczesnym wspieraniu polityki gospodarczej rządu, o ile nie ogranicza to podstawowego celu NBP”¹⁹.

Konstytucja powołała do życia nowy organ decyzyjny banku centralnego – Radę Polityki Pieniężnej (RPP). Na czele RPP został postawiony Prezes, a w skład weszło dziewięciu członków, po trzech wybieranych odpowiednio

¹⁶ P. Szpunar, *Polityka pieniężna. Cele i warunki skuteczności*, PWE, Warszawa 2000, s. 239.

¹⁷ *System...*, s. 154.

¹⁸ *Sprawozdanie z wykonania założeń polityki pieniężnej w 1998 roku*, NBP, Warszawa 1999, s. 4.

¹⁹ Ustawa o Narodowym Banku Polskim, Dz.U. z 2005, Nr 1, poz. 2.

przez Prezydenta, Sejm i Senat. Zgodnie z ustawą RPP ma wyłączne prawo stanowienia celów i doboru instrumentów, a więc kształtowania i realizacji polityki pieniężnej. Do obowiązków Rady należeć miało coroczne ustalanie i przedkładanie Sejmowi do wiadomości założeń polityki pieniężnej oraz sprawozdania z ich wykonania, a także określanie podstawowych parametrów polityki pieniężnej (wysokości stóp procentowych, zasad i stopy rezerwy obowiązkowej oraz zasad operacji otwartego rynku)²⁰. Również Konstytucja zmieniał tryb uchwalania założeń polityki pieniężnej, znosząc wymóg przedstawiania ich do akceptacji Sejmowi. W związku z tym, że RPP ukonstytuowała się na mocy ustawy dopiero w lutym 1998 r., założenia polityki pieniężnej na rok 1998 zostały sformułowane i przyjęte przez Prezesa i Zarząd NBP w październiku 1997 r., gdyż obowiązująca już wówczas Konstytucja wyłączała prawo ustalania i realizacji polityki pieniężnej przyznawała NBP.

Już na pierwszych swoich posiedzeniach RPP podjęła istotne decyzje, które wpłynęły na charakter polityki pieniężnej. Dotyczyły one między innymi przeniesienia punktu ciężkości przy kontroli podaży pieniądza z pieniądza rezerwowego na stopy procentowe, jak również zmiany zasad prowadzenia operacji otwartego rynku: podstawowym rodzajem operacji otwartego rynku stała się emisja 28-dniowych (od 2003 roku 14-dniowych, a od 1 stycznia 2005 – 7-dniowych) bonów pieniężnych, minimalna rentowność tych operacji stała się podstawową stopą NBP zwaną stopą referencyjną²¹. Za pomocą stopy referencyjnej NBP miał efektywnie wpływać na krótkoterminowe stopy na rynku międzybankowym WIBOR, a za ich pośrednictwem na oprocentowanie kredytów udzielanych przez banki komercyjne.

Zwiększenie stopnia zależności podmiotów gospodarczych od krajowych i międzynarodowych rynków finansowych, realizowana polityka makroekonomiczna oraz jednoczesne wydłużenie horyzontu podejmowanych decyzji sprawiły, że RPP uznała za swój obowiązek przedstawienie planów co do kształtowania się polityki pieniężnej w okresie dłuższym niż jeden rok. Miało to się głównie przyczynić do wzrostu stopnia przewidywalności polityki pieniężnej NBP²². We wrześniu 1998 roku przyjęto zatem *Średniookresową strategię polityki pieniężnej na lata 1999–2003*. Zdefiniowanie celu inflacyjnego w horyzoncie średniookresowym stanowiło jedno z kluczowych wymagań realizacji polityki pieniężnej opartej na bezpośrednim celu inflacyjnym. W ten sposób zwiększyła się elastyczność polityki monetarnej w reakcji na przewidywane wydarzenia i dzięki temu jej zasadniczy cel mógł być realizowany

²⁰ Ibidem, art. 15.

²¹ *Średniookresowa strategia polityki pieniężnej na lata 1999–2003*, NBP, Warszawa 1998, s. 6.

²² Ibidem, s. 3.

w najbardziej sprzyjających dla gospodarki warunkach²³. Ramy czasowe realizacji strategii odpowiadały okresowi przygotowania Polski do integracji ze strukturami Unii Europejskiej, a w dalszej perspektywie Europejskiej Unii Gospodarczej i Walutowej. Polityka pieniężna w tym okresie miała odgrywać istotną rolę, gdyż spełnienie kryteriów warunkujących uczestnictwo w unii monetarnej jest ściśle związane z polityką pieniężną²⁴.

Zdaniem RPP poważny wzrost stopnia integracji polskiego rynku finansowego ze światowym rynkiem finansowym, a także malejący poziom ryzyka inwestycji w Polsce uniemożliwiły dalsze skuteczne kontynuowanie strategii poprzednich lat. Na pierwszym spotkaniu, pod koniec lutego 1998 roku, RPP wprowadziła nową strategię polityki monetarnej, tj. strategię bezpośredniego celu inflacyjnego²⁵. Formalnie nie była ona wdrażana w 1998 roku. *Założenia polityki pieniężnej na rok 1998* wskazują, że NBP w 1998 roku deklarował kontynuację strategii monetarnej opartej na kontroli przyrostu podaży pieniądza²⁶. Jednakże zarówno podjęte w 1998 roku decyzje, jak i same deklaracje RPP do przyjęcia strategii BCI wskazują, że w 1998 roku NBP powoli przechodził na tę strategię²⁷.

Zdaniem RPP w danym momencie był to najkorzystniejszy sposób prowadzenia polityki pieniężnej, gdyż kontrola agregatów pieniężnych nie gwarantowała obniżenia inflacji, natomiast kontrola kursu walutowego narażała gospodarkę na ryzyko poważnych zaburzeń na rynku finansowym ze wszystkimi negatywnymi konsekwencjami dla realnego sektora gospodarki. Ponadto zdaniem RPP doświadczenia Polski i innych krajów wskazywały, że prowadzenie polityki eklektycznej opartej na jednoczesnej kontroli agregatów pieniężnych i kursu walutowego natrafiło pod koniec lat dziewięćdziesiątych na niemożliwe do przewyciężenia sprzeczności²⁸.

Rada Polityki Pieniężnej obrała strategię bezpośredniego celu inflacyjnego jako podstawową zasadę realizacji polityki pieniężnej, gdyż uznała, że istniejące warunki, takie jak wzrost stopnia integracji gospodarki Polski z gospodarką światową, a także konieczność przełamania oczekiwań inflacyjnych sprawiły, że została ona oceniona jako najkorzystniejsze rozwiązanie. Przyjęta

²³ *Strategia polityki pieniężnej po 2003 roku*, NBP, Warszawa 2003, s. 5.

²⁴ M. Lis, *Cel inflacyjny w polityce pieniężnej NBP w latach 90.*, [w:] W. Przybylska-Kapucińska (red.), *Rynek finansowy. Debiuty ekonomiczne*, Wyd. AE w Poznaniu, Poznań 2002, s. 37.

²⁵ A. Urbańska, *Polityka monetarna: współczesna teoria i analiza empiryczna dla Polski*, Materiały i Studia 148, NBP, Warszawa 2002, s. 24.

²⁶ P. Szpunar, *Skuteczna strategia polityki pieniężnej w małej gospodarce otwartej – wybór dla Polski*, Bank i Kredyt 2000, nr 7–8, s. 114.

²⁷ *System...*, s. 154.

²⁸ *Strategia...*, s. 7.

strategia inflacyjna nie miała charakteru formalnego, gdyż nie opierała się na prognozowanej inflacji. Problemy związane ze zmianą struktury gospodarki oraz ze zbyt krótkimi szeregami czasowymi uniemożliwiły stworzenie wiarygodnej prognozy inflacyjnej²⁹. W takiej sytuacji NBP prowadził politykę, kierując się przesłankami teorii ekonomii i praktyką innych krajów³⁰.

Wśród zalet strategii BCI wskazuje się, że strategia ta zapewnia zarówno większą elastyczność, jak i przejrzystość w zakresie realizacji polityki pieniężnej, gdyż w większym stopniu pozwala na uzasadnienie podejmowanych decyzji zgodnie z ich faktycznymi przesłankami i przyjętymi zasadami. Polityka pieniężna do 1997 roku, pomimo systematycznego obniżania inflacji, była realizowana w oderwaniu od przyjmowanych celów pośrednich. W przypadku wykorzystywania strategii opartej na celach pośrednich, niewykonanie jednego z ogłoszonych celów może decydować o utracie wiarygodności władzy monetarnej. Natomiast w sytuacji, gdy władza monetarna dysponuje jedynym instrumentem, jakim są krótkoterminowe stopy procentowe, wówczas tylko wiarygodność banku centralnego może zapewnić wpływ na kształtowanie oczekiwań inflacyjnych³¹.

Ponadto strategia BCI zapewniła znaczną elastyczność działań w odpowiedzi na zagrożenia stabilności sytuacji gospodarczej, a jednocześnie ograniczała swobodę polityki pieniężnej, nie dając możliwości jej prowadzenia w sposób niespójny z realizowanym celem finalnym. Jest to równoznaczne z wprowadzeniem kotwicy nominalnej, wykluczającej możliwość wywołania przez bank centralny niespodziewanej inflacji³².

Poza przyjęciem strategii BCI, w *Średniookresowej strategii* stwierdzono, że celem Rady jest osiągnięcie do 2003 roku 4% inflacji. Natomiast 4% poziom inflacji miał być zrealizowany poprzez osiągnięcie corocznych celów. Podstawowymi stopami banku centralnego miały pozostać stopa lombardowa i stopa redyskonta. Stopa lombardowa miała wyznaczać górną granicę stóp rynku międzybankowego oraz ogólny kierunek zmian polityki pieniężnej. Operacje otwartego rynku pozostały podstawowym instrumentem oddziaływania NBP na system bankowy³³. Podstawowym rodzajem operacji otwartego rynku stała się emisja 28-dniowych bonów pieniężnych NBP³⁴.

²⁹ P. Szpunar, *Polityka...*, s. 257.

³⁰ P. Christoffersen, R. Wescott, *Is Poland ready for inflation targeting?*, IMF Working Paper, March 1999, s. 29.

³¹ P. Szpunar, *Skuteczna strategia...*, s. 120.

³² Ibidem, s. 120.

³³ *Średniookresowa strategia...*, s. 14.

³⁴ Rentowność 28-dniowych bonów pieniężnych, czyli tzw. stopa referencyjna była narzę-

Dla 2004 r. RPP sformułowała *Strategię polityki pieniężnej po 2003 roku*. W porównaniu z wcześniejszą strategią nastawioną na ograniczanie inflacji zmianie uległo podstawowe zadanie polityki pieniężnej, które określone zostało jako **stabilizowanie inflacji na niskim poziomie**. Pozwoliło ono na rezygnację z inflacyjnych celów rocznych na koniec danego roku kalendarzowego na rzecz celu ciągłego. Celem polityki pieniężnej po 2003 roku jest zatem stabilizowanie stopy inflacji na poziomie 2,5% z dopuszczalnym przedziałem wahań ± 1 pkt procentowy. Drugim podstawowym zadaniem, przed jakim stanie w najbliższych czasach NBP, będzie doprowadzenie do jak najszybszego przystąpienia Polski do strefy euro. Wymagać to będzie spełnienia kryteriów zbieżności zapisanych w Traktacie z Maastricht.

OCENA SKUTECZNOŚCI POLITYKI PIENIĘŻNEJ W LATACH 1998–2004

Od 1999 roku NBP formalnie prowadził strategię BCI, która zakładała wykorzystanie wszelkich dostępnych informacji na temat procesów zachodzących w gospodarce oraz swobodne wykorzystanie instrumentów polityki pieniężnej w celu regulowania tych procesów. Natomiast z drugiej strony średniookresowy charakter przyjętej strategii wywołał nadrzędność celu średniookresowego nad celami krótkookresowymi, co równocześnie umożliwiło NBP realizację zasadniczego celu w bardzo korzystnych warunkach.

Tabela 2. Inflacja i podaż pieniądza w Polsce: wielkości założone i faktyczne

ROK	INFLACJA			PRZYRÓST PODAŻY PIENIĄDZA		
	założona (%)	faktyczna (%)	odchylenie (pkt proc.)	założony (mld zł)	faktyczny (mld zł)	odchylenie (%)
1	2	3	4	5	6	7
1998	9,5	8,6	-0,9	28,2–35,3	44,1	24,9
1999	6,6-7,8	9,8	2	34,0–41,0	42,7	4,1
2000	5,4-6,8	8,5	1,7	38,8–47,9	31	-20,1

dziem, za pomocą którego NBP wpływał na krótkoterminowe stopy rynku międzybankowego (WIBOR), a za ich pośrednictwem na oprocentowanie kredytów udzielanych przez banki komercyjne do 2003 r. Od 1 stycznia 2005 jest to minimalna rentowność 7-dniowych bonów pieniężnych.

Cd. Tabeli 2.

1	2	3	4	5	6	7
2001	6,0-8,0	3,6	-2,4	40-46	40,4	0
2002	3,0+/-1,0	0,8	-1,2	–	-6,9	–
2003	3,0+/-1,0	1,7	-0,3	–	18,1	–
2004	2,5+/-1,0	4,4	0,9	–	29,4	–

Źródło: opracowanie własne.

Analizując tabelę 2 – w polityce prowadzonej w latach 1998–2003 – można wyodrębnić trzy etapy: spadającej i stabilnej inflacji (do lipca 1999 r.), jej nasilenia (sierpień 1999 r. – lipiec 2000 r.) oraz jej szybkiego spadku (od sierpnia 2000 r.)³⁵. Widać w niej też trudności w zakresie wdrażania strategii BCI. Rokroczne nietrafianie w zakładany cel inflacyjny podważało wiarygodność realizowanej polityki monetarnej. Szczególnie istotny wydaje się brak jednokierunkowości odchylenia wielkości faktycznych od wielkości założonych. W ciągu siedmiu prezentowanych lat czterokrotnie wielkość faktycznie osiągniętej inflacji była nawet poniżej wielkości zakładanej. Ponadto w latach 1998–2001, kiedy w *Założeniach polityki pieniężnej* wskazywano prognozowane wielkości podaży pieniądza, rejestrowane odchylenia nie wyjaśniały uzyskiwanych odchyleń od planowanego poziomu inflacji. Jednakże stwierdzić należy, że pomimo problemów w zakresie realizacji rocznych celów inflacyjnych, cel średniookresowy został osiągnięty, choć ani razu nie udało się osiągnąć pomocniczego celu rocznego.

Ponadto w latach 2001–2003 roczna stopa inflacji osiągnęła poziom poniżej dolnej granicy pasma dopuszczalnych odchyleń od celu, natomiast w latach 1999, 2000 oraz 2004 wskaźnik inflacji przekroczył górną granicę celu. W tym kontekście należałoby się zastanowić nad zasadnością dokonywania korekty celu rocznego w roku 1999 i 2002. Decyzje te z pewnością wpłynęły na zmniejszenie przejrzystości prowadzonej polityki oraz niepotrzebnie koncentrowały uwagę podmiotów gospodarczych na celach rocznych, co z założenia było niezgodne z realizowaną strategią, natomiast w żadnym przypadku nie wpłynęły na osiągnięcie zgodności celu rocznego z jego realizacją. Prawdopodobnie lepszym rozwiązaniem byłoby precyzyjne wyjaśnienie opinii publicznej przyczyn dużego rozminięcia się z celem rocznym oraz braku nega-

³⁵ Z. Polański, *Przemiana...*, s. 157.

tywnego wpływu takiego stanu rzeczy na realizację celu średniookresowego, który był celem podstawowym polityki pieniężnej.

Skorygowanie celu rocznego w 1999 r. RPP uzasadniała silniejszym niż oczekiwano spadkiem tempa wzrostu cen w końcu 1998 r. oraz w I kwartale 1999 r. Korzystne wydawało się także zapowiadane przez Rząd zwiększenie stopnia restrykcyjności polityki fiskalnej. Rozszerzenie przedziału celu związane było natomiast z prawdopodobną zmianą miesięcznego rozkładu zmian cen w 1999 r. Swoją decyzję RPP uzasadniała również ówczesnymi prognozami inflacji oraz przewidywaniami co do dalszego rozwoju sytuacji makroekonomicznej³⁶.

Jednak warunki realizacji polityki pieniężnej okazały się odmienne od zakładanych. Nie nastąpiła przewidywana poprawa w zakresie eksportu, gdyż skutki kryzysu w Rosji okazały się bardziej długotrwałe i dotkliwsze niż się tego spodziewano. W efekcie wystąpiło także spowolnienie tempa wzrostu gospodarczego. Zamiast zwiększenia restrykcyjności polityki fiskalnej nastąpiło jej znaczne rozluźnienie, przejawiające się istotnym wzrostem deficytu budżetowego. Pogorszenie się nierównowagi budżetowej związane było przede wszystkim z kosztami wdrażania reform strukturalnych w warunkach niższego wzrostu gospodarczego, które okazały się wyższe od zakładanych. Ponadto na rynkach światowych wystąpił niespodziewany, wysoki wzrost cen ropy naftowej. Czynniki te przyczyniły się do wzrostu inflacji na koniec 1999 r. znacznie powyżej górnej granicy celu inflacyjnego³⁷.

Najważniejszymi uwarunkowaniami realizacji polityki pieniężnej w 2000 r. były: poziom deficytu sektora finansów publicznych, niepewność odnośnie do skali wzrostu podatków pośrednich (szczególnie podatku akcyzowego), deficyt na rachunku bieżącym bilansu płatniczego, spodziewany wzrost cen na światowych rynkach surowców oraz na krajowym rynku żywności³⁸.

Pozytywnym skutkiem prowadzonej polityki pieniężnej było doprowadzenie do spadku dynamiki popytu krajowego, która od IV kwartału 1999 r. była mniejsza niż dynamika PKB. Wpłynęło to również za zmniejszenie nierównowagi zewnętrznej, co przejawiało się stopniowym spadkiem deficytu obrotów bieżących od II kwartału 2000 r. Zwiększenie eksportu związane było ponadto z ożywieniem gospodarczym w gospodarce światowej.

Zatem problemy z osiągnięciem deklarowanych celów rocznych w latach 1999–2000 były głównie efektem wystąpienia szoków podażowych oraz

³⁶ *Sprawozdanie z wykonania założeń polityki pieniężnej w 1999 roku*, RPP, NBP, Warszawa 2000, s. 3–4.

³⁷ *Ibidem*, s. 4–8.

³⁸ *Założenia polityki pieniężnej na 2000 rok*, RPP, NBP, Warszawa 1999, s. 6–8.

wzrostu cen kontrolowanych. Brak możliwości realizacji wytyczonych celów wynikał więc z czynników pozostających poza kontrolą banku centralnego.

W konsekwencji, mimo iż nastąpiła korzystna zmiana w obszarze czynników monetarnych oraz dynamice popytu wewnętrznego, RPP uznała, iż nadal istnieje groźba niezrealizowania celu rocznego. Cel inflacyjny został wyznaczony na poziomie wyższym niż w roku poprzednim, gdyż zdaniem Rady nadal miały oddziaływać czynniki podażowe wpływające na wzrost cen. Jeżeli natomiast czynniki podażowe miałyby się zmienić w sposób odmienny od przewidywań Rady, wówczas działania RPP miały być nakierowane na realizację celu średniookresowego³⁹.

W przeciwieństwie do pesymistycznych przewidywań Rady, roczny wskaźnik inflacji na koniec 2001 r. ukształtował się na poziomie 2,4%, poniżej dolnej granicy dopuszczalnych odchyień od celu. Na tak znaczny spadek inflacji złożyło się kilka czynników, takich jak korzystne kształtowanie się sytuacji na rynku żywnościowym i surowcowym oraz szybsze od przewidywanego spowolnienie tempa wzrostu popytu zewnętrznego oraz wewnętrznego, zwłaszcza popytu inwestycyjnego. Spadek inwestycji wynikał z kolei z pogorszenia koniunktury na rynkach zewnętrznych w 2001 r., wcześniejszej ekspansji inwestycyjnej oraz restrykcyjnej polityki pieniężnej w 2000 r., niezbędnej z punktu widzenia rosnącej wówczas inflacji⁴⁰.

Wyznaczając cel inflacyjny na 2002 rok, RPP przyjęła założenia, że realizacja celu będzie się odbywać w warunkach umiarkowanego wzrostu gospodarczego w gospodarce światowej, tendencje na rynku żywności będą w dalszym ciągu korzystne, jednak w warunkach niepewności co do skali podwyżek podatków pośrednich. Rada podkreśliła też zdecydowanie negatywny wpływ ukształtowanego w poprzednich latach układu restrykcyjnej polityki pieniężnej i zbyt luźnej polityki fiskalnej. Jej zdaniem, istotnym zagrożeniem dla stabilnego wzrostu było zaniechanie odpowiednich zmian systemowych, zwłaszcza w zakresie rynku pracy, procesie prywatyzacji i demonopolizacji, wspierania mechanizmu rynkowego na niektórych rynkach produktowych oraz ograniczania wysokiego poziomu bieżących wydatków socjalnych wraz ze zmianą systemu ich indeksacji⁴¹.

Rozwój warunków realizacji celu inflacyjnego w pierwszym półroczu 2002 r., znacznie bardziej sprzyjający redukcji inflacji niż przewidywano, skło-

³⁹ *Założenia polityki pieniężnej na 2001 rok*, RPP, NBP, Warszawa 2000, s. 5–6.

⁴⁰ *Sprawozdanie z wykonania założeń polityki pieniężnej w 2001 roku*, RPP, NBP, Warszawa 2002, s. 3–4.

⁴¹ *Założenia polityki pieniężnej na 2002 rok*, RPP, NBP, Warszawa 2001, s. 5–9.

nił RPP do zmiany celu inflacyjnego. Decyzję tę uzasadniano koniecznością uniknięcia błędnych interpretacji odnośnie kierunku polityki pieniężnej oraz zachowania jej przejrzystości. Pomimo tej zmiany wskaźnik inflacji na koniec roku ukształtował się poniżej dolnej granicy celu rocznego. Podobnie jak rozbieżności celu inflacyjnego i jego realizacji w poprzednich latach, również w roku 2002 sytuacja taka była efektem działania czynników leżących poza kontrolą banku centralnego:

- wyższej od prognoz podaży na rynku rolnym,
- wzrostu cen kontrolowanych poniżej przewidywanego poziomu,
- niższego wzrostu gospodarki światowej i pogarszającymi się perspektywami ożywienia u głównych partnerów handlowych Polski⁴².

Również roczny cel inflacyjny na 2003 r. został wyznaczony na poziomie służącym stabilizacji inflacji na osiągniętym, niskim poziomie. Stabilizacja ta miała się przyczynić do utrwalenia oczekiwań inflacyjnych na niskim poziomie oraz umożliwić dalsze obniżanie stóp procentowych do poziomu zbliżonego do obowiązującego w krajach UE. Zmniejszanie dysproporcji pomiędzy stopami procentowymi w Polsce i krajach Unii było jednak zależne w dużym stopniu od czynników, na które polityka pieniężna nie miała wpływu. Wyznaczając cel na rok 2003, zakładano bardzo powolną poprawę koniunktury zewnętrznej, stabilizację cen ropy naftowej, niewielki wzrost cen oraz nieznaczne obniżenie cen kontrolowanych. RPP wskazała też na konieczność zwiększenia oszczędności wewnętrznych finansujących inwestycje, co z kolei wymagało zwiększenia oszczędności sektora rządowego, czyli zdecydowanego ograniczenia deficytu budżetowego⁴³.

Inflacja na koniec 2003 r. ukształtowała się na poziomie 0,3% niższym od dolnej granicy celu rocznego. Cel średniookresowy wyznaczony na lata 1999–2003 został jednak zrealizowany. Należy jednak zwrócić uwagę na wyjątkowo bezpieczny sposób sformułowania celu średniookresowego w postaci przedziału ograniczonego jedynie od góry (<4%). Realizacja celu odbywała się w warunkach stopniowego, aczkolwiek coraz szybszego ożywienia polskiej gospodarki, zgodnego z przewidywaniami co do kształtowania się cen żywności, niższego od prognozowanego wzrostu cen kontrolowanych, utrzymującego się wysokiego poziomu deficytu budżetowego⁴⁴, oczekiwanego ożywienia

⁴² *Sprawozdanie z wykonania założeń polityki pieniężnej w 2002 roku*, RPP, NBP, Warszawa 2003, s. 3–4.

⁴³ *Założenia polityki pieniężnej na 2003 rok*, RPP, NBP, Warszawa 2002, s. 3–7.

⁴⁴ Dług publiczny w 2003 r. przekroczył pierwszy próg ostrożnościowy, zapisany w ustawie o finansach publicznych, wynoszący 50% PKB. Niekorzystne perspektywy rozwoju sytuacji finansów publicznych w roku następnym, wskazujące na dalsze pogłębianie się nierównowagi

gospodarczego w USA i krajach Azji oraz znacznie niższego wzrostu w krajach UE⁴⁵.

Stabilizacja stopy inflacji na bardzo niskim poziomie w 2002 i 2003 r., w części dzięki czynnikom, na które polityka monetarna nie miała wpływu, zmieniła jakościowe warunki prowadzenia polityki pieniężnej. Moment ten można uznać za koniec długoletniego procesu obniżania inflacji i przeniesienie punktu ciężkości działań banku centralnego na jej stabilizację. Pozwoliło to na rezygnację z wyznaczania rocznych celów inflacyjnych i sformułowanie celu ciągłego, który został ogłoszony w opublikowanej w marcu 2003 r. *Strategii polityki pieniężnej po 2003 roku*.

Od roku 2004 RPP rozpoczęła realizację celu ciągłego, co oznacza, że jego weryfikacja nie będzie się odbywała w grudniu każdego roku, lecz w ciągu 2004 r. i kolejnych lat. Realizacja polityki pieniężnej w roku 2004 miała się odbywać w warunkach dość stabilnych cen żywności i paliw, dalszego przyspieszenia wzrostu gospodarczego przy jednoczesnym ponownym zwiększeniu nierównowagi finansów publicznych⁴⁶ oraz w perspektywie rychłego wstąpienia Polski w struktury Unii Europejskiej. Sposób prowadzenia polityki pieniężnej miał także sprzyjać jak najszybszemu przystąpieniu Polski do strefy euro. Działania banku centralnego, jak również rządu, zwłaszcza w dziedzinie reformy finansów publicznych, miały służyć prędkiemu spełnieniu kryteriów konwergencji, które są jednocześnie spójne z warunkami długoterminowego rozwoju gospodarczego⁴⁷.

W pierwszych miesiącach 2004 r. na wzrost cen wpłynęły zarówno czynniki podażowe, takie jak drożejąca żywność oraz wzrost cen surowców na

budżetowej, były istotnym elementem warunkującym kierunek i siłę zmian w polityce pieniężnej w 2003 r. Ponadto przygotowany w październiku 2003 r. projekt *Programu uporządkowania i ograniczenia wydatków publicznych* zakładał wzrost dochodów i ograniczenie wydatków w latach 2004–2007. dający łączny efekt finansowy na kwotę 50 mld zł. Pełna realizacja tego programu oznaczałaby ograniczenie deficytu sektora finansów publicznych o ok. 1,6% PKB, co jednak nie eliminowałoby ryzyka przekroczenia kolejnych progów ostrożnościowych w kolejnych latach.

⁴⁵ *Sprawozdanie z wykonania założeń polityki pieniężnej w 2003 roku*, RPP, NBP, Warszawa 2004, s. 7–14.

⁴⁶ Przewidywano realne zagrożenie przekroczenia kolejnego progu ostrzegawczego dla wysokości długu publicznego na wysokości 55% PKB. Tak duże rozluźnienie polityki fiskalnej stwarzało niebezpieczeństwo dla rozwoju gospodarki, zmniejszało dostępność kredytu dla przedsiębiorstw, gdyż banki chętniej inwestowały w bezpieczne papiery skarbowe niż ryzykowne projekty inwestycyjne, obniżało wzrost potencjału rozwojowego gospodarki oraz odsuwało w czasie spełnienie fiskalnych kryteriów konwergencji.

⁴⁷ *Założenia polityki pieniężnej na 2004 rok*, RPP, NBP, Warszawa 2003, s. 1–6.

świecie, jak i czynniki popytowe, związane z obawami przed wzrostem cen po wstąpieniu Polski do Unii Europejskiej. Do wzrostu wskaźnika inflacji przyczyniło się także osłabienie złotego w warunkach znacznego ożywienia gospodarczego, związane ze spadkiem dysparytetu realnych stóp procentowych i wzrostem premii za ryzyko lokowania w aktywa złotowe spowodowanym niepewnością odnośnie realizacji programu naprawy finansów publicznych⁴⁸.

W pierwszych miesiącach po wstąpieniu Polski do UE w maju 2004 r. znaczny wzrost presji inflacyjnej wynikał ze wzrostu cen żywności, będącego skutkiem zwiększonego popytu zewnętrznego, zmiany mechanizmów regulacyjnych, w szczególności zmian stawek podatku VAT i akcyzy oraz ponownego wzrostu cen ropy naftowej na rynkach światowych. Począwszy od czerwca 2004 r. presja inflacyjna miała już charakter głównie popytowy, przede wszystkim za sprawą wysokiego popytu zewnętrznego⁴⁹.

Od sierpnia 2004 r. nastąpiła stabilizacja stopy inflacji, aczkolwiek na dość wysokim – 4,6 %, znacznie przekraczającym górną granicę wahań celu inflacyjnego. Nastąpiło to dzięki stopniowemu ustępowaniu czynników wywołujących inflację w miesiącach bezpośrednio przed i po przystąpieniu Polski do UE, aprecjacji złotego, która osłabiła wpływ wzrostu cen ropy naftowej na jej ceny w Polsce oraz spadkowi spożycia prywatnego⁵⁰.

Po blisko dwuletnim okresie stabilnego poziomu inflacji mierzonej zarówno wskaźnikiem CPI, jak i wskaźnikami inflacji bazowej, od kwietnia 2004 r. nastąpiło wyraźne zwiększenie dynamiki wszystkich szacowanych miar inflacji. Świadczyło to o proinflacyjnym oddziaływaniu czynników podażowych, jak i czynników o charakterze popytowym.

Biorąc pod uwagę fakt, iż oficjalne wprowadzenie strategii BCI początkowo w zasadzie ograniczało się do ogłoszenia średniookresowego celu inflacyjnego oraz pomocniczych celów rocznych, a także do oficjalnej rezygnacji ze stosowania celów pośrednich, można uznać, iż stanowiło ono jedynie formalne usankcjonowanie w rzeczywistości dość eklektycznej polityki prowadzonej przez NBP w latach 1990–1997. W momencie wprowadzania strategii BCI, NBP posiadał już dość mocno utrwaloną reputację antyinflacyjnego banku centralnego. Można zatem przypuszczać, iż wdrożenie nowej strategii miało nie tyle służyć dalszemu zwiększaniu wiarygodności banku centralnego, ile zredukować ryzyko jej osłabienia w przypadku wystąpienia silnych szoków⁵¹.

⁴⁸ *Raport o inflacji maj 2004*, NBP, Warszawa 2004, s. 2–5.

⁴⁹ *Raport o inflacji sierpień 2004*, NBP, Warszawa 2004, s. 6.

⁵⁰ *Raport o inflacji listopad 2004*, NBP, Warszawa 2004, s. 3–6.

⁵¹ P. Szpunar, *Polityka...*, s. 257.

Wątpliwości może budzić jednak fakt, czy słuszne było oficjalne wprowadzenie strategii bezpośredniego celu inflacyjnego w formie dość luźnej, w warunkach uniemożliwiających formalne prognozowanie inflacji ze względu na niedostatki bazy statystycznej. Być może lepszym rozwiązaniem byłoby przesunięcie w czasie wprowadzania nowej strategii do momentu umożliwiającego stosowanie bardziej sformalizowanych narzędzi prognostycznych.

Podobnie współistnienie celu średniookresowego i celów rocznych w latach 1999–2003 należy uznać za podważające wiarygodność polityki pieniężnej. Skuteczność prowadzonej polityki ze względu na realizację celu średniookresowego była zadowalająca, gdyż cel ten został osiągnięty. Natomiast nie udało się osiągnąć ani jednego celu rocznego, jak również celu ciągłego w roku 2004. Z punktu widzenia dotychczasowych doświadczeń odejście od wyznaczania celów pomocniczych w rocznych horyzontach czasowych należy ocenić pozytywnie. Jednocześnie należy zaznaczyć, iż decyzja ta istotnie zwiększyła znaczenie polityki informacyjnej banku centralnego, która powinna być tak prowadzona, aby podmioty gospodarcze możliwie najlepiej potrafiły zrozumieć i ocenić wpływ podejmowanych działań na poziom inflacji w długim okresie.

ZAKOŃCZENIE

Uwzględniając powyższe rozważania należy, uznać, iż generalnie decyzja o zmianie strategii polityki pieniężnej na bezpośrednią realizację celu inflacyjnego była słuszna. Pozwoliła ona na zwiększenie elastyczności polityki pieniężnej, eliminując zbędne koncentrowanie się na stosowanym dotychczas agregatowym celu pośrednim, którego kontrola była niemożliwa i zaciemniała właściwą ocenę skutecznej realizacji procesu dezinflacji w latach poprzedzających wprowadzenie strategii BCI. Ponadto, towarzyszący wprowadzaniu strategii BCI, proces upłynniania kursu walutowego złotego pozwolił również na likwidację wewnętrznej sprzeczności pomiędzy realizowanymi dotychczas celami pośrednimi polityki pieniężnej.

W rozważaniach przedstawiono ocenę realizacji polityki pieniężnej w dwóch charakterystycznych okresach, wynikających z ewolucji instytucjonalnych podstaw realizacji polityki pieniężnej.

W ramach prezentacji polityki pieniężnej lat 1990–2004 zawarto również ocenę skuteczności stosowanych strategii z punktu widzenia osiągnięcia celu inflacyjnego. Wyznaczany cel inflacyjny stanowi bowiem bardzo ważną kotwicę nominalną dla podmiotów gospodarczych i ich oczekiwań inflacyjnych, stąd też zgodność rzeczywistej stopy inflacji z poziomem zakładanym ma

szczególne znaczenie. Jednocześnie proste porównanie poziomu tych dwóch wielkości stanowi podstawę ocen skuteczności i wiarygodności polityki pieniężnej dla wielu uczestników gry rynkowej, w szczególności zaś dla podmiotów w mniejszym stopniu wtajemniczonych w kulisy i zawilości polityki monetarnej banku centralnego. Stąd też każde rozminięcie się z celem inflacyjnym powinno być bardzo dokładnie wyjaśniane przez politykę informacyjną banku centralnego, wraz ze skutkami takiego rozwoju sytuacji dla realizacji celu średnio- i długoterminowego.

Działania prowadzone w ramach polityki pieniężnej, obok ich najważniejszego i pierwszorzędowego wpływu na podstawowy cel banku centralnego, czyli poziom i stabilność inflacji, powodują także zmianę innych parametrów monetarnych czy ogólnogospodarczych. Oddziaływanie na inne zmienne ekonomiczne może być bardziej lub mniej zamierzonym efektem decyzji władz monetarnych, jednak bez względu na to, czy był to wynik świadomego działania banku centralnego czy też nie, ze zmianami takimi należy się liczyć i uwzględniać je w kompleksowej ocenie polityki pieniężnej.

ASSESSMENT OF THE REALIZATION OF NATIONAL BANK OF POLAND'S MONETARY POLICY

SUMMARY

The monetary policy of NBP realized in 1990–2004 changed deeply. On the one hand the changes were institutional, on the other they concerned modifications of the shape of monetary policy, either in its goals and strategies or in its instruments.

Among the institutional changes the most significant were the changes of the acts on banking, made in 1989, 1992, 1997 and in 2001. Due to those changes, the realization of the monetary policy in Poland shall be assessed in two characteristic periods, differing in qualitative features: 1990–1997 and 1998–2004.

At the beginning the monetary policy, in traditional terms, was realized in accordance with the hierarchic structure of goals, the so-called triad of goals. Later, after coming into force of a new Act on Banking (1997) and the appearing of the possibility to join the European Union, the monetary policy started to be realized according to the BCI conception.

This paper deals with the critical analysis of the monetary policy realized in existing surrounding in both mentioned periods.

