

WIESŁAWA PRZYBYLSKA-KAPUŚCIŃSKA

DWUDZIESTOLECIE POLITYKI PIENIĘŻNEJ NBP WPLYW TRANSFORMACJI I INTEGRACJI GOSPODARCZEJ

Przemiany w polskim systemie społeczno-gospodarczym lat dziewięćdziesiątych wywarły głęboki wpływ zarówno na charakter funkcjonującego w nim pieniądza, jak i na kształt polityki pieniężnej realizowanej przez NBP. W 1989 r. rozpoczął się okres transformacji gospodarki centralnie planowanej. Oznaczało to wprowadzenie zmian instytucjonalnych, dotyczących różnych jej obszarów. W konsekwencji stopniowo przeprowadzono reformy strukturalne wymuszające przemiany w funkcjonowaniu i zarządzaniu sfery realnej na wszystkich jej szczeblach, polegające na przeorientowaniu podmiotów gospodarczych i instytucji na działalność regulowaną mechanizmem rynkowym.

Sukces reform okresu transformacji zależał między innymi od uporządkowania stosunków towarowo-pieniężnych w nowych warunkach ekonomicznych. Pieniądz, a w rezultacie także polityka pieniężna stały się aktywnymi czynnikami decyzji podejmowanych przez podmioty gospodarcze i spowodowały z czasem dynamiczny rozwój rynku finansowego.

I. PRZEMIANY UWARUNKOWAŃ PRAWNO-INSTYTUCJONALNYCH POLITYKI PIENIĘŻNEJ

Początki przemian systemowych polskiej gospodarki związane były między innymi z kształtowaniem nowych warunków instytucjonalnych funkcjonowania sfery pieniężnej. Wymagało to wielu zmian prawnych i organizacyjnych dotyczących sektora bankowego. W styczniu 1989 r. uchwalono nowe prawo bankowe i ustawę o Narodowym Banku Polskim¹. Dzięki obu tym aktom w kolejnych latach powstał dwuszczeblowy system bankowy w Polsce, a NBP nabrał kształtu odpowiadającego bankom centralnym funkcjonującym w gospodarkach rynkowych. Należy podkreślić, że wśród transformujących się krajów Europy Środkowej i Wschodniej pierwszą, całkowicie nową ustawę o bankowości centralnej przyjęto w Polsce. Mimo że dawała ona NBP mały zakres

¹ Ustawa z 31 stycznia 1989 r. – Prawo bankowe (Dz. U. Nr 4, poz. 21) oraz o Narodowym Banku Polskim (Dz. U. Nr 4, poz. 22).

niezależności, gdyż uchwalono ją przed sformułowaniem Traktatu z Maastricht, miała pionierski charakter, a dla innych krajów transformacji stanowiła punkt wyjścia do prac nad regulacjami dotyczącymi bankowości centralnej².

Ustawa o NBP z 31 stycznia 1989 r. w sposób ogólny określiła główny jego cel jako „umacnianie pieniądza polskiego”. Bardziej szczegółowo interpretowano go w postaci konkretnego celu inflacyjnego w corocznych założeniach polityki pieniężnej przedkładanych Sejmowi³. Ponadto bank centralny został zobowiązany do współdziałania w kształtowaniu i realizacji polityki gospodarczej państwa zgodnie z ustawami i uchwałami Sejmu oraz do odpowiedzialności za prawidłowe funkcjonowanie i rozwój systemu bankowego.

Rola Sejmu w kształtowaniu 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. Ponadto zależność banku centralnego od rządu ogniskowała się wokół zależności personalnej (polegającej na powoływaniu Prezesa NBP przez Sejm na wniosek Premiera)⁴ oraz zależności dotyczącej spraw finansowych⁵. Ustawa dawała NBP nieograniczone prawo nabywania skarbowych papierów wartościowych, przy jednoczesnym braku sprecyzowania innych form 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 jedynie administratorem rezerwy dewizowej, natomiast decyzje o jej wykorzystaniu podejmował Premier na wniosek Prezesa NBP i Ministra Finansów⁶. Również w zakresie polityki dewizowej dominującą rolę sprawował rząd, który decydował o „zasadach ustalania i stosowania podstawowego kursu złotego w stosunku do walut

² W. Przybylska-Kapuścińska, *Polityka pieniężna nowych państw członkowskich Unii Europejskiej. Od transformacji przez inflację do integracji*, Wydawnictwo Wolters Kluwer Polska – OFICYNA, Kraków 2007, s. 125-126.

³ *System finansowy w Polsce*, red. B. Pietrzak, Z. Polański, B. Woźniak, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2003, s. 141.

⁴ Niezależność personalna Prezesa wzrosła po zmianach w Konstytucji RP (ustawa z 7 kwietnia 1989 r. Dz. U. Nr 17, poz. 101); o osobie Prezesa NBP wnioskuje Prezydent, co uniezależniło jego kandydaturę od rządu; H. Gronkiewicz-Waltz, *Bank centralny. Od gospodarki planowanej do rynkowej*, Wydawnictwo Prawnicze, Warszawa 1992, s. 50.

⁵ R. Kokoszczyński, *Współczesna polityka pieniężna w Polsce*, PWE, Warszawa 2004, s. 208.

⁶ *Ibidem*.

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 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 stóp rezerw obowiązkowych, tryb i zasady odprowadzania tych środków na rachunek rezerw ustalane były przez prezesa NBP (wysokość stopy rezerw nie mogła przekraczać 30% sumy depozytów, była zróżnicowana według rodzajów wkładu, a kwota rezerw była nieoprocentowana)⁷.

Kolejne akty prawne wprowadzające zmiany w ustawach uchwalono w grudniu 1989 r.; obowiązują one od 1 stycznia 1990 r. Najważniejsze z nich dotyczyły⁸:

- zastąpienia pojęcia „polityka pieniężno-kredytowa” pojęciem „polityka pieniężna” oraz likwidacji planu kredytowego,
- wprowadzenia obowiązku podawania zakładanej wielkości podaży pieniądza w sporządzanym przez NBP projekcie założeń polityki pieniężnej,
- uregulowania zasad kredytowania rządu przez NBP poprzez ograniczanie zakupów przez NBP skarbowych papierów wartościowych do wysokości 2% planowanych wydatków budżetu centralnego oraz ograniczenie kredytowej formy finansowania deficytu stanem zadłużenia na koniec 1989 r.,
- uporządkowania stosunków kredytowych poprzez umożliwienie zamiany oprocentowania stałego na zmienne i uchylenie preferencji w dostępie do kredytu, ich oprocentowania i spłaty.

Wśród innych ważnych instytucjonalnych przeobrażeń początków lat dziewięćdziesiątych, rzutujących następnie na kształt i realizację polityki pieniężnej, należy wymienić⁹:

- stopniową prywatyzację banków państwowych i powstanie dwuszczeblowego systemu bankowego (szczebel banków komercyjnych i spółdzielczych oraz szczebel banku centralnego – czyli władzy monetarnej),
- możliwość tworzenia nowych banków w formie spółek akcyjnych przez podmioty prywatne i zagraniczne w myśl warunków ustawy,
- rozwój rynku finansowego z coraz liczniejszą reprezentacją funkcjonujących podmiotów i różnorodnością rynków,

⁷ Ustawa o Narodowym Banku Polskim, Dz. U. 1989, Nr 72, poz. 360, art. 30-32.

⁸ Ustawa o zmianie ustawy – Prawo bankowe i o Narodowym Banku Polskim, Dz. U. 1989, Nr 74, poz. 439.

⁹ Z. Polański, *Przemiana i ciągłość: refleksje o polskiej polityce pieniężnej okresie piętnastolecia transformacji ustrojowej*, „Bank i Kredyt” 2004, nr 2, dodatek: *Gospodarka polska na przełomie wieków od A do Z*, s. 5-7.

– zniesienie państwowego monopolu handlu zagranicznego i otwarcie się gospodarki,

– wprowadzanie wewnętrznej wymiennalności złotego od 1 stycznia 1990 r.

14 lutego 1992 r. uchwalona została nowelizacja ustawy o Narodowym Banku Polskim, która doprowadziła do umocnienia niezależności banku centralnego¹⁰. Nadal jednak uprawnienia NBP dotyczące ustalania wielkości celu pośredniego były poważnie ograniczone, natomiast w odniesieniu do celu finalnego zaledwie symboliczne. Kompetencje te należały do Ministra Finansów, który rokrocznie w projekcie ustawy budżetowej, decydując o planowanym poziomie inflacji, determinował oficjalny cel inflacyjny¹¹.

Warunkiem rynkowego charakteru polityki pieniężnej był rozwój międzybankowego rynku depozytów. Wymagało to konsolidacji rachunków banków komercyjnych oraz reformy systemu rozliczeń poprzez powołanie w 1993 r. Krajowej Izby Rozliczeniowej. W drugiej połowie 1994 r. zmieniono system naliczania i utrzymywania rezerwy obowiązkowej, umożliwiając bankom wykorzystanie środków zgromadzonych na rachunkach rezerwy do rozliczeń międzybankowych.

Drugi ważny etap zmian regulacji prawnych bankowości centralnej (ale nie tylko) inspirowany był kontynuacją procesów urynkwienia polskiej gospodarki oraz dążeniami do integracji z Unią Europejską. Wniosek Polski o członkostwo złożono 8 kwietnia 1994 r. W konsekwencji Raport o konwergencji z 1996 r. nakreślił konieczne zmiany przygotowujące spójność polskich przepisów z przepisami Europejskiego Systemu Banków Centralnych (ESBC)¹².

Kolejnymi bardzo istotnymi dla kształtu polityki pieniężnej regulacjami, które równocześnie miały wpływ na formowanie nowoczesnego modelu polskiego banku centralnego, były zatem trzy akty prawne:

– Konstytucja RP uchwalona 2 kwietnia 1997 r., powołująca nowy organ banku centralnego – Radę Polityki Pieniężnej, formułująca podstawowe zasady jej funkcjonowania i zakazująca finansowania deficytu budżetowego przez NBP (Dz. U. 1997, Nr 78, poz. 483),

– nowa ustawa o NBP z 29 sierpnia 1997 r. (Dz. U. Nr 140, poz. 938),

– nowe Prawo bankowe z 29 sierpnia 1997 r. (Dz. U. Nr 140, poz. 939).

Przełomową zmianą było zagwarantowanie w Konstytucji niezależności banku centralnego poprzez nadanie mu wyłącznego prawa emisji pieniądza oraz ustalania i realizacji polityki pieniężnej. W art. 227 ust. 1 określono, że „NBP odpowiada za wartość polskiego pieniądza”. Z kolei w art. 3 ust. 1 ustawy o NBP z 1997 r. stwierdzono, że „[...] podstawowym celem jego działalności jest

¹⁰ 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 nadal powoływać i odwoływać 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, a jednocześnie zezwalający na jego odwołanie z powodu rezygnacji, długotrwałej choroby oraz prawomocnego wyroku sądu lub Trybunału Stanu.

¹¹ Z. Polański, *Polityka pieniężna w Polsce w drugiej połowie lat 90.: bieżące problemy i strategiczne wyzwania*, w: „Materiały i Studia”, nr 72, NBP, Warszawa 1998, s. 9-10.

¹² Z. Polański, *Polityka pieniężna*, w: *System finansowy* (2003), s. 140.

utrzymywanie stabilnego poziomu cen, przy jednoczesnym wspieraniu polityki gospodarczej rządu, o ile nie ogranicza to podstawowego celu NBP¹³. Stwierdzenie to gwarantowało niezależność polityczną (celową).

Na czele RPP został postawiony Prezes, a w jej skład weszło dziewięciu członków, po trzech wybieranych odpowiednio przez Prezydenta, Sejm i Senat. Zgodnie z ustawą, RPP ma wyłączne prawo stanowienia celów i doboru instrumentów, a więc kształtowania i realizacji polityki pieniężnej (gwarantuje to niezależność polityczną i ekonomiczną banku centralnego). 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)¹⁴. Również Konstytucja zmieniła tryb uchwalania założeń polityki pieniężnej, znosząc wymóg przedstawiania ich do akceptacji Sejmowi. Z kolei konstytucyjny zakaz finansowania deficytu budżetowego zwiększył autonomię finansową NBP.

Polska najszybciej wyciągnęła wnioski z Raportu o konwergencji (1996 r.), gdyż już w 1997 r. zmieniła regulacje dotyczące NBP, choć wskazano w tym dokumencie najwięcej niezgodności¹⁵ z rozwiązaniami wspólnotowymi.

Obie ustawy bankowe z 29 sierpnia 1997 r. były w następnych latach nowelizowane kilkakrotnie. Celem tych nowelizacji było wyeliminowanie rozbieżności dotyczących niezależności banku centralnego z Traktatem z Maastricht¹⁶, a także zwiększenie konkurencyjności i nowoczesności sektora bankowego w obliczu rozwoju rynku pieniężnego, systemu rozliczeń krajowych i międzynarodowych, czy poprawy zarządzania ryzykiem. Jednak nawet nowelizacja ustawy o NBP, która weszła w życie na początku 2004 r., nie spełnia jeszcze wszystkich wymagań stawianych przez Eurosystem narodowym bankom centralnym, które mają zamiar wejść do strefy euro¹⁷.

II. ZMIANY STRATEGII POLITYKI PIENIĘŻNEJ I ETAPY JEJ REALIZACJI

Cel polityki pieniężnej NBP realizowanej w latach 1989-2009 w zasadzie nie uległ zmianie. Choć zapisy ustawowe różnie go formułowały, to w istocie była nim walka z inflacją. Natomiast w szczególnych okolicznościach mogą też pojawić się zagrożenia deflacyjne, co zmuszałoby władze monetarne do przeorientowania swej polityki¹⁸.

¹³ Jest to zapis nieostry w stosunku do sformułowania celu w statucie ESBC.

¹⁴ Ustawa o Narodowym Banku Polskim z 1997 r., art. 15.

¹⁵ W. Przybylska-Kapuścińska, op. cit., s. 134.

¹⁶ Ibidem, s. 140 i 145.

¹⁷ Raport o konwergencji. Grudzień 2006. Wprowadzenie i streszczenie. Ocena ekonomiczna i prawna: Polska, Europejski Bank Centralny, Frankfurt/M. 2006.

¹⁸ W Polsce obawy także wystąpiły w 2002 i 2005 r. Spektakularnym jest też przykład deflacji w Japonii. Również aktualny kryzys finansowy wywołuje obawy deflacyjne.

Dwudziestolecie polskiej polityki pieniężnej można podzielić na dwa okresy¹⁹. Kryterium ich wyodrębnienia był rodzaj realizowanej przez nią strategii. Pierwszy okres obejmuje lata 1990-1997, drugi – dotyczy lat 1998-2009.

1. Okres eklektycznej strategii polityki pieniężnej

Strategię realizowaną w latach 1990-1997 określa się mianem eklektycznej, ponieważ mimo deklarowanej przez NBP strategii kontroli podaży pieniądza faktycznie była ona bardziej nastawiona na kontrolę kursu walutowego. *De facto* próbowano łączyć obie te strategie.

Praktyka ta wynikała z konieczności ustabilizowania sytuacji makroekonomicznej, uporządkowania sfery monetarnej po uwolnieniu cen, jak również przyjętego planu premiera L. Balcerowicza. Zastosowana terapia szokowa w polityce gospodarczej, mająca na celu stopniowe urynkwienie gospodarki, w sferze polityki pieniężnej musiała opanować inflację, a dzięki temu – odbudować zaufanie do waluty krajowej. Program stabilizacyjny uzgodniony został z Międzynarodowym Funduszem Walutowym (MFW)²⁰, a położono w nim nacisk na równoczesną kontrolę podaży pieniądza i kontrolę kursu walutowego.

Analizowany okres można podzielić na trzy etapy:

- lata 1990-1991, gdy próbowano przywrócić równowagę makroekonomiczną oraz bilansu płatniczego, wykorzystując kotwicę kursową (zamrożenie kursu dolara na poziomie 9500 zł), kontrolując podaż pieniądza,
- lata 1992-1995, kiedy w warunkach pełzającej dewaluacji kontynuowano kontrolę podaży pieniądza, przy jednoczesnym nieformalnym stosowaniu stóp procentowych w roli celu operacyjnego,
- lata 1996-1997, gdy pogłębiono strategię kontroli podaży pieniądza i po raz pierwszy zaczęto ją realizować w postaci klasycznej triady celów²¹. Instrumenty polityki pieniężnej miały zapewnić osiągnięcie celu operacyjnego w postaci pieniądza rezerwowego. Jego konsekwencją było uzyskanie celu pośredniego, czyli ogólnego przyrostu podaży pieniądza, a celem ostatecznym było osiągnięcie założonej stopy inflacji.

Tabela 1 prezentuje, jak kształtowały się rzeczywiste wielkości inflacji i przyrosty podaży pieniądza z wielkościami zaplanowanymi w badanych trzech etapach.

Głównym zadaniem polityki pieniężnej w pierwszym etapie (1990-1991) było zmniejszenie inflacji²² do ok. 5% miesięcznie w marcu 1990 r. i 1-2% miesięcznie w kolejnych miesiącach tego roku. Temu celowi miały służyć kontrola podaży pieniądza, utrzymanie dodatnich realnych stóp procentowych depozytów terminowych oraz likwidacja kredytów preferencyjnych. Równocześnie usztyw-

¹⁹ Periodyzacja jest postrzegana odmiennie przez różnych autorów w zależności od zastosowanego kryterium.

²⁰ R. Kokoszcyński, op. cit., s. 226.

²¹ Ibidem, s. 234.

²² A. Wojtyna, *Szkice o polityce pieniężnej*, PWE, Warszawa 2004, s. 281.

Tabela 1

Inflacja i podaż pieniądza w latach 1990-1997

Rok	Inflacja ^a			Przyrost podaży pieniądza ^b		
	złożona (%)	faktyczna (%)	odchylenie (%)	złożony (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.

nienie kursu walutowego oraz rezygnacja z automatycznego kredytowania budżetu miały wspomagać dodatkowo stabilizację sytuacji monetarnej²³.

Kontrolę podaży pieniądza starano się realizować zgodnie z rozwiązaniami MFW, kształtując maksymalny przyrost kredytu krajowego oraz minimalny próg przyrostu rezerw dewizowych²⁴.

Jak wynika z tabeli 1, zarówno zakładanych wielkości spadku inflacji, jak i przyrostu podaży pieniądza nie udało się osiągnąć w latach 1990-1991. Złożyły się na to trzy przyczyny: liberalizacja cen, silna ekspansja kredytowa banków przy braku stosownych instrumentów regulacyjnych NBP²⁵ oraz przeprowadzona w 1991 r. dewaluacja, niekorzystnie wpływająca na procesy dezinflacji przy niespodziewanym wzroście rezerw dewizowych. Restrykcyjna polityka stóp procentowych również nie spełniła swego zadania, a rozwój akcji kredytowej pogłębił zatory płatnicze i powstanie tzw. złych długów. Mimo tych niekorzystnych zjawisk, uzyskane obniżenie inflacji należy uznać za sukces, zważywszy na jej wysoki poziom w 1989 r.

²³ R. Kokoszczyński, op. cit., s. 219.

²⁴ Z. Polański, *Polityka pieniężna*, w: *System finansowy* (2003), s. 149.

²⁵ Były to rezerwa obowiązkowa i kredyt refinansowy.

Ocena drugiego etapu ekлекtycznej strategii polityki pieniężnej nie jest jednoznaczna. Lata 1992-1993 wniosły nowe elementy instytucjonalne w realizacji polityki pieniężnej. Były nimi zmiany ustawy o NBP, powołanie nowego prezesa NBP – H. Gronkiewicz-Waltz, zakończenie programu stabilizacyjnego MFW, który spełnił swoje zadania i przejście do strategii kontroli podaży pieniądza²⁶, jako celu pośredniego służącego dezinflacji.

W latach 1992-1993 NBP relatywnie skutecznie kontrolował wielkość podaży pieniądza i coraz skuteczniej ograniczał inflację (por. tabelę 1). Natomiast w 1994 r. pojawiły się trudności w kontroli podaży pieniądza ze względu na napływ kapitałów spekulacyjnych do Polski wywołany wysokimi stopami procentowymi (wyższymi niż w innych krajach) i jednoczesną kontrolą kursu walutowego. Nastąpił gwałtowny przyrost rezerw dewizowych, który objął też rok 1995. Pojawiła się nadwyżka w obrotach bieżących bilansu płatniczego, spowodowana efektem handlu przygranicznego i turystyki. Ponadto saldo obrotów kapitałowych, wywołane bezpośrednimi inwestycjami zagranicznymi i inwestycjami portfelowymi, osiągnęło wartości dodatnie. Powyższe efekty miały swoje źródła w ożywieniu gospodarczym i poprawie wizerunku Polski na forum międzynarodowym²⁷. W 1995 r. rezerwy dewizowe NBP przeszło dwukrotnie wzrosły, co wywołało utratę kontroli przyrostu zasobów pieniężnych przez bank centralny²⁸.

Niekontrolowany wzrost podaży pieniądza, przy równoczesnych naciskach sektora bankowego na obniżkę stóp procentowych, wywołał odwrotną reakcję NBP, który podniósł je o 3 pkt procentowe i rozszerzył zakres wahań kursu. Nie były to jednak decyzje skuteczne, stąd w połowie maja 1995 r. zmieniono system kursowy na pełzające pasmo (+/-7%), a także z końcem roku przeprowadzono 6-procentową rewaluację kursu centralnego złotego²⁹. Efektem tych decyzji było powstanie dużej nadwyżki przyrostu podaży pieniądza, co w 1996 r. zahamowało proces dezinflacji i wywołało deficyt obrotów bieżących.

W latach 1996-1997 stosowana przez NBP koncepcja triady celów polityki pieniężnej nie zagwarantowała oczekiwanych rezultatów. Co prawda, wskaźniki inflacji zostały przekroczone w nieznacznym stopniu, lecz nadal nie panowano nad przyrostem podaży pieniądza. Kontrola bazy monetarnej okazała się zbyt trudna ze względu na problemy z prognozowaniem mnożnika kreacji pieniądza – przy prowadzonych interwencjach walutowych i nadal istniejącym finansowaniu przez NBP deficytu budżetowego³⁰. Jednocześnie w charakteryzowanych latach pogorszyła się sytuacja makroekonomiczna ze względu na brak równowagi zewnętrznej. Deficyt obrotów bieżących wzrósł do 3% PKB, co zagrażało bezpieczeństwu finansowemu Polski.

²⁶ Z. Polański, *Polityka pieniężna*, w: *System finansowy w Polsce*, red. B. Pietrzak, Z. Polański, B. Woźniak, t. 1, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2008, s. 157.

²⁷ Ibidem, s. 232-233; zakończenie negocjacji z Klubem Londyńskim w sprawie restrukturyzacji zadłużenia Polski z lat siedemdziesiątych i osiemdziesiątych oraz uzyskanie ratingu inwestycyjnego agencji Moody's.

²⁸ Z. Polański, *Przemiana i ciągłość*, s. 21.

²⁹ Ibidem.

³⁰ P. Szpunar, *Polityka pieniężna. Cele uwarunkowania skuteczności*, PWE, Warszawa 2000, s. 218-225; Z. Polański, *Polityka pieniężna w Polsce...*, s. 19-28.

Polityka pieniężna w 1997 r. realizowana była w bardzo trudnych warunkach, gdyż niekorzystnie kształtowały się nastroje społeczne ze względu na zagrożenie kryzysem walutowym, który objął wówczas Czechy, Rosję i państwa Azji Południowo-Wschodniej. Również sytuacja budżetu była skomplikowana z racji fali powodzi w Polsce. Nastąpił też szybki wzrost popytu krajowego, mimo że od końca 1996 r. NBP zaostrzał politykę pieniężną, podwyższając stopy procentowe i rezerwy obowiązkowej. Nie powstrzymały one jednak dynamiki kredytów ze względu na wysoką nadpłynność sektora bankowego, spowodowaną napływem kapitałów z zagranicy³¹. Ostateczne zahamowanie wzrostu popytu krajowego udało się uzyskać w 1998 r. dzięki wprowadzeniu od połowy września do połowy grudnia 1997 r. nadzwyczajnego, nietypowego instrumentu polityki pieniężnej w postaci depozytów ludności w banku centralnym. Jego skutkiem był także wzrost stóp procentowych banków³².

Mimo wskazanych niekorzystnych okoliczności kontynuowano proces dezinflacji i próbowano ominąć kryzys walutowy. Odchylenia między zakładaną a faktyczną inflacją były coraz mniejsze, stanowiąc niewątpliwy sukces polityki pieniężnej charakteryzowanego całego okresu. Konsekwentnej dezinflacji towarzyszył szybki wzrost gospodarczy, co sprawiło, że Polska osiągnęła najlepsze rezultaty wśród transformujących się państw w Europie.

Brak właściwej kontroli podaży pieniądza jako celu pośredniego, przy jednocześnie sprawnie realizowanym celu finalnym i wciąż ważnej roli odgrywanej w rzeczywistości przez kurs walutowy, powodowały postrzeganie strategii polityki pieniężnej jako eklektycznej, nieprzejrzystej i niewiarogodnej³³.

Element wiarygodności polityki pieniężnej nabrał szczególnego znaczenia w obliczu kryzysów finansowych lat dziewięćdziesiątych. Tymczasem spodziewana liberalizacja dewizowa mogła pogłębić przepływy niekontrolowane kapitału w obliczu prowadzonej polityki kursowej NBP. Za zmianą dotychczasowej eklektycznej strategii polityki pieniężnej przemawiał fakt, że przy niższej inflacji zmiany podaży pieniądza nie zagrażają spadkowi inflacji³⁴. Zjawiska te zmniejszały wagę sukcesów w zakresie obniżania inflacji. Mimo niejednoznacznej oceny strategii NBP w latach 1990-1997, z perspektywy czasu można stwierdzić, że polityka pieniężna NBP okazała się najmocniejszym punktem polskiej transformacji³⁵.

2. Strategia bezpośredniego celu inflacyjnego (BCI)

Wprowadzone zmiany instytucjonalno-prawne z 1997 r. w wyniku uchwalenia nowej Konstytucji RP i nowej ustawy o NBP, dzięki którym wzrosła niezależność NBP, m.in. dzięki powołaniu Rady Polityki Pieniężnej, przyczyniły się do radykalnej zmiany koncepcji realizacji polityki pieniężnej. Polegała ona

³¹ R. Kokoszczyński, op. cit., s. 235-236.

³² P. Szpunar, *Depozyty ludności w NBP*, „Bank i Kredyt” 1998, nr 3.

³³ R. Kokoszczyński, op. cit., s. 236-237.

³⁴ Z. Polański, *Polityka pieniężna w: System finansowy* (2003), s. 153-154.

³⁵ W. Wilczyński, *Rynek i pieniądz w Polsce u progu XXI wieku*, WSB, Poznań 200, s. 80.

na odstąpieniu od tradycyjnej triady celów, która okazała się trudna w realizacji, i przyjęcia zamiast niej zaproponowanej przez RPP strategii bezpośredniego celu inflacyjnego od 1999 r. Dla NBP była to całkiem nowa koncepcja, która od początków lat dziewięćdziesiątych była coraz częściej wykorzystywana w praktyce banków centralnych. Jej przyjęcie wpisywało się także w perspektywę integracji Polski z Unią Europejską (a w przyszłości strefą euro) oraz procesy harmonizacji w różnych obszarach polityki, w tym także polityki pieniężnej. Nie prezentując pełniej charakterystyki strategii BCI, należy podkreślić, że stawiała ona sobie za główne cele stabilizowanie cen na niskim poziomie, czyniąc z niego oficjalne, publicznie określone zadanie polityki pieniężnej. Jednocześnie założono, że stopy procentowe banku centralnego będą bezpośrednio oddziaływały na dynamikę inflacji, co wiązało się z koniecznością formułowania co najmniej rocznej prognozy sytuacji makroekonomicznej i inflacji, by móc w właściwy sposób kształtować poziom stóp procentowych, biorąc pod uwagę aspekt opóźnień występujących w polityce pieniężnej³⁶.

Podstawy realizacji polityki NBP przełomu XX i XXI w. określił opublikowany przez RPP dokument – *Średniookresowa strategia polityki pieniężnej na lata 1999-2003*³⁷. Założono w niej obniżenie inflacji poniżej 4% do 2003 r. i upłynnienie kursu walutowego z utrzymaniem ewentualnych interwencji. Jednocześnie określono, że krótkoterminowe OOR będą głównym instrumentem polityki pieniężnej w Polsce wraz z ich główną stopą procentową (czyli stopą referencyjną), wskazującą kierunki zmian tej polityki. Zapowiedziano zmiany w systemie rezerw obowiązkowych, dążąc do ich harmonizacji z rozwiązaniami Eurosystemu. Zwrócono też uwagę na konieczność poprawy polityki informacyjnej NBP, wyjaśniającej zasadność decyzji RPP i jej pełniejsze upublicznienie, dla kształtowania oczekiwań inflacyjnych. Zakładane upłynnienie kursu stało się faktem w 2000 r., niemniej w *Założeniach polityki pieniężnej na lata 2006 i 2007* podkreślono, że interwencje walutowe NBP będą nadal dopuszczalne w koniecznych przypadkach.

Drugim dokumentem, który nakreślił zasady polityki pieniężnej mające obowiązywać w warunkach członkostwa w UE, była *Strategia polityki pieniężnej po 2003 r.* (opracowana przez RPP pierwszej kadencji, a przyjęta w 2004 r. przez nową, obecnie działającą RPP). Utrzymano w nim wyznaczenie ilościowego celu inflacyjnego na podstawie wskaźnika CPI (metodą „rok do roku”), pomimo jego wielu ułomności w ocenie rzeczywistej inflacji, nie zdecydowano się też na zastosowanie (wyznaczanego przez NBP) wskaźnika inflacji bazowej.

Z początkiem 2004 r. zrezygnowano z realizacji celu średniookresowego, wyznaczonego przez krótkookresowe cele roczne, określane w postaci przedziałowej. Zastąpiono go „zasadą celu ciągłego”, realizowanego na bieżąco, a nie tylko na koniec roku, przyjmując jego wysokość na poziomie 2,5% i w możliwym przedziale odchyień ± 1 pkt procentowego.

W strategii z 2003 r. uznano, że stopa depozytowa i lombardowa będą nakreślały bieżące kierunki polityki pieniężnej obok wcześniej przyjętej stopy

³⁶ *System finansowy* (2003), s. 155.

³⁷ RPP, NBP, Warszawa, wrzesień 1998.

referencyjnej. Ponadto akcentowano wagę komunikacji społecznej poprzez dostępność raportów o inflacji, komunikatów z posiedzeń RPP, a także publikowanie wyników głosowań. Realna perspektywa członkostwa Polski w Unii Europejskiej znalazła wyraz w stwierdzeniu zawartym w *Strategii polityki pieniężnej po 2003 r.*, podkreślającym konieczność wejścia do strefy euro w najszybszym możliwym terminie³⁸. Podkreślono w niej, że NBP będzie kontynuował strategię BCI przy istniejącym kursie płynnym do chwili włączenia Polski w mechanizm kursowy ERM2.

Ze względu na fakt, iż wciąż brak (w 2009 r.) ostatecznej decyzji o dacie wejścia Polski do UGiW, strategia sformułowana w 2003 r. pozostaje nadal aktualna.

Z zadeklarowanych planów zmian w realizacji polityki pieniężnej w latach 1998-2004 poważną część udało się zrealizować, choć warunki zewnętrzne i wewnętrzne funkcjonowania gospodarki nie zawsze były korzystne. Utrudniało je zagrożenie kryzysem walutowym w 1998 r., osłabienie koniunktury światowej w latach 2000-2001 i wzrost cen paliw na rynkach światowych. Z kolei w 1999 r. wprowadzono kosztowne reformy sektora publicznego. Sytuacja w zakresie deficytu budżetowego także do 2002 r. budziła wątpliwości, czy prowadzone od 1998 r. negocjacje Polski dotyczące członkostwa w UE zakończą się sukcesem, zachodziły bowiem obawy co do spełnienia nominalnych kryteriów konwergencji – fiskalnych i inflacyjnych. Jednak poprawa koniunktury gospodarczej od 2003 r. i determinacja władz doprowadziły do akcesji Polski w struktury UE w maju 2004 r.

Realizacja strategii BCI w polityce pieniężnej wymagała zmian w systemie kursowym, stąd w 1998 r. podjęto działania na rzecz likwidacji systemu pełzającego pasma, obniżając stopę dewaluacji i rozszerzając pasmo wahań do $\pm 12,5\%$. Od sierpnia 1998 r. zrezygnowano też z bezpośrednich interwencji NBP na rynku walutowym. Kolejne rozszerzenie pasma wahań ($\pm 15\%$) kursu przeprowadzono w 1999 r., zlikwidowano też transakcje fixingowe z bankami komercyjnymi, stąd w zasadzie już wówczas kurs przestał być regulowany. Oficjalnie upłynnienie kursu złotego ogłoszono 12 kwietnia 2000 r.

Tabela 2 przedstawia syntetyczny obraz realizacji polityki pieniężnej w całym okresie prowadzenia przez NBP strategii BCI, która miała zakończyć procesy dezinflacji i doprowadzić do stabilności cenowej, a której poziom odpowiadałyby standardom Europejskiego Banku Centralnego, a także spełnić kryterium inflacyjne, umożliwiające członkostwo Polski w UE.

Założony średniookresowy cel inflacyjny w 2003 r. udało się zrealizować, ponieważ inflacja spadła poniżej 4%. Nie oznaczało to jednak, że wszystkie rezultaty lat 1998-2004, a także lat późniejszych, można uznać za satysfakcjonujące. Przede wszystkim należy podkreślić dużą zmienność inflacji³⁹. Dwukrotnie proces stopniowej dezinflacji został przerwany i inflacja wzrosła powyżej przewidywanych wielkości⁴⁰. Zdarzenia te miały miejsce między lutym

³⁸ *Strategia polityki pieniężnej po 2003 r.*, RPP, NBP, Warszawa 2003, s. 12.

³⁹ Z. Polański, *Polityka pieniężna*, w: *System finansowy* (2008), t. I, s. 160.

⁴⁰ *Ibidem*, skala wzrostu była wyższa niż w okresie realizacji eklektycznej polityki pieniężnej lat dziewięćdziesiątych.

Tabela 2

Cel inflacyjny i jego realizacja w latach 1998-2009

Rok	1998	1999	2000	2001
Cel inflacyjny (grudzień do grudnia)	< 9,5%	8-8,5% 6,6-7,8% ¹	5,4-6,8%	6-8%
CPI w końcu roku (grudzień do grudnia)	8,6%	9,8%	8,5%	3,6%
Odchylenia (pkt proc.)	-0,9	+2,0	+1,7	-2,4
Rok	2002	2003	2004	2005
Cel inflacyjny ²	5% +/-1 p.p. 3% +/-1 p.p. ³	3% +/-1 p.p. < 4% ⁴	2,5% +/-1 p.p.	2,5% +/-1 p.p.
CPI w końcu roku (grudzień do grudnia)	0,8%	1,7%	4,4%	0,7%
Odchylenia (pkt proc.)	-1,2	-0,3	+0,9	-0,8
Rok	2006	2007	2008	2009
Cel inflacyjny (cel ciągły)	2,5% +/-1 p.p.	2,5% +/-1p.p.	2,5% +/-1 p.p.	2,5% +/-1 p.p.
CPI w końcu roku (grudzień do grudnia)	1,4%	4,0%	3,3%	3,3%
Odchylenia (pkt proc.)	-0,1	+0,5	-0,2	-0,2

¹ W marcu 1999 r. RPP ze względu na szybszy, niż oczekiwano spadek inflacji w pierwszych miesiącach roku, skorygowano pierwotnie określony w *Założeniach polityki pieniężnej na rok 1999* cel inflacyjny.

² W 2002 i 2003 r. cel inflacyjny określony jeszcze w układzie grudzień do grudnia, od 2004 r. obowiązuje cel ciągły – jego realizacja weryfikowana jest w trakcie roku (miesiąc do analogicznego miesiąca roku poprzedniego).

³ W czerwcu 2002 r. RPP ze względu na bardziej sprzyjające warunki obniżania inflacji w pierwszej połowie roku skorygowano pierwotnie określony w *Założeniach polityki pieniężnej na rok 2002* cel inflacyjny.

⁴ Z końcem 2003 r. miał zostać zrealizowany także cel średnioterminowy wprowadzony *Strategią polityki pieniężnej na lata 1999-2003*.

⁵ Dane dla lutego 2009/lutego 2008

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych NBP i GUS.

1999 r. a lipcem 2000 r. oraz między kwietniem 2003 r. a lipcem 2004 r. Kolejne przyspieszenie inflacji wystąpiło w latach 2006-2007, choć polska inflacja należała do najniższych w Europie, a jednocześnie bardzo dobre były rezultaty makroekonomiczne dotyczące PKB (6%), popytu i bezrobocia w 2006 r.

Analiza informacji o zgodności założeń i realizacji celów inflacyjnych prowadzi generalnie do wniosku, że obie te wielkości w całym okresie rozmięły się w mniejszym lub większym stopniu, również pod względem kierunku. Inflacja rzeczywista kształtowała się poniżej lub powyżej pasma w latach 1999-2007.

Zmiana w sposobie określania celu inflacyjnego wprowadzona przez RPP w 2002 r., rezygnując z pasma na rzecz celu punktowego – by zakotwiczyć oczekiwania inflacyjne – nie wpłynęła na większą wiarygodność realizowanej polityki pieniężnej. Od 2001 r. w przeważającej liczbie przypadków cel inflacyjny sytuował się poniżej dolnej granicy celu. Wyjątkiem były lata 2004 i 2007. W pierwszym przypadku było to efektem akcesji, natomiast w drugim – wzrostu cen surowców na rynkach światowych i przyspieszenia wzrostu gospodarczego Polski.

Na podstawie przedstawionych rozważań, dotyczących skuteczności polityki pieniężnej prowadzonej przez NBP, można stwierdzić, że kontrola inflacji po zmianie jej strategii nadal sprawiała problemy władzy monetarnej. Mimo poprawy niezależności i przejrzystości banku centralnego w Polsce, wiele czynników, często niezależnych od NBP, zakłócało realizację tej polityki, wystawiając ją na krytykę (głównie polityczną) ze względu na wysokie stopy procentowe i priorytet inflacji, a drugorzędne traktowanie problemów wzrostu gospodarczego.

Niewątpliwie ocenie polityki pieniężnej przełomu XX i XXI w. zaszkodził też aspekt psychologiczny – interpretowania w Polsce strategii BCI jako koncepcji pozwalającej samodzielnie kontrolować inflację przez bank centralny, a w konsekwencji przesuwać na NBP cały ciężar odpowiedzialności za jej wysokość⁴¹. Bez wsparcia ze strony drugiego uczestnika polityki makroekonomicznej – Ministerstwa Finansów – niełatwo było realizować cele inflacyjne w sytuacji rosnących wielkości deficytu sektora finansów publicznych.

Poszukując przyczyn trudności w kontroli inflacji w latach 1998-2008 przez NBP, można wskazać czynniki zarówno zewnętrzne, jak i wewnętrzne. Wśród czynników zewnętrznych, które wynikały z otwierania się polskiej gospodarki, należy wymienić szoki podażowe w postaci wzrostu cen surowców i paliw na rynkach światowych, liberalizację handlu światowego i jednocześnie rosnącą konkurencję w warunkach globalizacji. Efekty wpływu tych czynników były dodatkowo korygowane zmianami kursu złotego, który raczej zmierzał do aprecjacji.

Czynnikami o charakterze wewnętrznym, które generalnie utrudniały kontrolę inflacji przez NBP, były m.in. zmiany w strukturze gospodarki, niesprzyjające otoczenie polityczne, utrzymujący się deficyt finansów publicznych i wahania oczekiwań inflacyjnych w perspektywie członkostwa Polski w UE. Poza tymi wyznacznikami, problemów z kontrolą inflacji dostarczyły inne względy, bezpośrednio wynikające z polityki pieniężnej, takie jak rozpoznanie mechanizmów transmisji monetarnej, nie zawsze właściwe co do terminu i skali reakcji RPP na warunki otoczenia, tj. zbyt późne lub zbyt restrykcyjne decyzje zmian stóp procentowych. Ponadto sam cel inflacyjny definiowany przez wskaźnik cenowy CPI nie jest zbyt adekwatny w Polsce, gdyż podlega silnym wahaniom ze względu na zawarty w nim wysoki udział cen żywności⁴².

W uzupełnieniu rozważań tabela 3 przedstawia czynniki mające wpływ na kierunek zmian poziomu inflacji w okresie funkcjonowania strategii BCI.

⁴¹ Z. Polański, *Polityka pieniężna*, w: *System finansowy* (2003), s. 160.

⁴² *Poland*, OECD, Paris 2006.

Tabela 3

Główne makroekonomiczne determinanty poziomu inflacji w Polsce
w latach 1999-2008

Rok	Czynniki makroekonomiczne	Kierunek wpływu na CPI
1999	<ul style="list-style-type: none"> - obniżenie tempa wzrostu cen kontrolowanych - wzrost cen paliw na rynku światowym - obniżenie wzrostu dynamiki dochodu - wzrost wartości zaciąganych kredytów przy spadku depozytów 	↓ ↑ ↓ ↑
2000	<ul style="list-style-type: none"> - wzrost bezrobocia i obniżenie tempa wzrostu popytu konsumpcyjnego - obniżenie aktywności inwestycyjnej przedsiębiorstw - mniej restrykcyjna od zakładanej polityka fiskalna - wstrząsy podażowe na światowym rynku paliw 	↓ ↓ ↑ ↑
2001	<ul style="list-style-type: none"> - obniżenie tempa wzrostu gospodarczego - wzrost bezrobocia i spadek popytu konsumpcyjnego gospodarstw domowych - deprecjacja złotego 	↓ ↓ ↑
2002	<ul style="list-style-type: none"> - silny spadek koniunktury światowej - spadek popytu konsumpcyjnego - obniżenie poziomu oczekiwań inflacyjnych podmiotów gospodarujących - deprecjacja złotego 	↓ ↓ ↓ ↑
2003	<ul style="list-style-type: none"> - wzrost wartości eksportu - wzrost poziomu oczekiwań inflacyjnych podmiotów gospodarujących - mniej restrykcyjna od zakładanej polityka fiskalna 	↑ ↑ ↑
2004	<ul style="list-style-type: none"> - wzrost popytu krajowego i zagranicznego - ożywienie gospodarcze - wzrost poziomu oczekiwań inflacyjnych podmiotów gospodarujących - aprecjacja złotego 	↑ ↑ ↑ ↓
2005	<ul style="list-style-type: none"> - wzrost popytu krajowego i zagranicznego - ożywienie gospodarcze - aprecjacja złotego 	↑ ↑ ↓
2006	<ul style="list-style-type: none"> - wzrost jednostkowych kosztów pracy - słaby wzrost popytu krajowego - restrykcyjna polityka pieniężna NBP z lat 2004-2005 - konkurencja na rynkach międzynarodowych, wzrost otwartości gospodarki - aprecjacja złotego. 	↑ ↓ ↓ ↓ ↓
2007	<ul style="list-style-type: none"> - wzrost cen surowców (poza pierwszymi miesiącami) - wzrost gospodarczy - konkurencja na rynkach międzynarodowych, wzrost otwartości gospodarki - aprecjacja złotego 	↑ ↑ ↓ ↓
2008	<ul style="list-style-type: none"> - wzrost dynamiki cen energii, żywności - wzrost popytu krajowego - spadek cen towarów importowanych - aprecjacja złotego 	↑ ↑ ↓ ↓

↑ wzrost; ↓ spadek

Źródło: opracowanie własne na podstawie NBP i GUS.

3. Instrumenty polityki pieniężnej w latach 1990-2009

W analizowanym dwudziestoleciu narzędzia polityki pieniężnej stosowane przez NBP przeszły przez proces bardzo poważnych zmian, zarówno ilościowych, jak i jakościowych. Zrozumiałą jest kwestią, że na ich rodzaje i sposoby wykorzystywania wpływały zarówno stan przekształceń systemowych gospodarki, jak i sektora bankowego, poziom zaawansowania i rozwój poszczególnych rynków, konieczność wprowadzenia stosownych zmian instytucjonalnych, umożliwiających przygotowanie operacyjne i uruchomienie nowych dla NBP instrumentów, oraz brak doświadczenia w ich wykorzystaniu.

Wyraźnie zarysowującą się tendencją ewolucji instrumentów polityki pieniężnej, dotyczącą nie tylko NBP, ale i innych banków centralnych krajów transformujących się w Europie, było odchodzenie od narzędzi typowo administracyjnych ku szerokiemu wykorzystaniu instrumentów rynkowych. Było to wszakże zależne od tempa rozwoju rynku pieniężnego i międzybankowego.

Tabela 4 pokazuje zmiany wykorzystywania instrumentów polityki pieniężnej stosowanych w badanym dwudziestoleciu.

Z typowo administracyjnych narzędzi, takich jak limity czy pułapy kredytowe, zrezygnowano w 1993 r. Natomiast drugi administracyjny instrument, jakim jest rezerwa obowiązkowa, pozostaje do dzisiaj w instrumentarium oddziaływania NBP. Trzeba jednak podkreślić, że przeszedł on daleko idącą ewolucję, zarówno pod względem roli, wysokości oprocentowania – od 30% (1 XII 1990) do 3,5% (31 X 2003), jak i zasad jej funkcjonowania. Od 1999 r. (30 IX) obowiązuje jednolita stawka oprocentowania, niezależnie od rodzaju wkładów. Na zmianę funkcjonowania rezerwy miały wpływ także procesy harmonizacyjne, związane z dostosowaniem instrumentów NBP do rozwiązań Eurosystemu⁴³. Było nimi zastosowanie stawki 0% dla transakcji *repo* (od 30 czerwca 2004 r.), a także wprowadzenie oprocentowania środków rezerwy obowiązkowej od 1 maja 2004 r. (faktycznie od 30 czerwca 2004 r.) – w wysokości 0,9 stopy redyskonta weksli.

Nadal jednak nie wszystkie techniczne szczegóły związane z funkcjonowaniem rezerwy obowiązkowej są w pełni zharmonizowane z zaleceniami EBC (który ustalił wysokość oprocentowania na poziomie 2%).

Pierwsze próby uruchomienia instrumentu rynkowego, jakim są operacje otwartego rynku, podjęto w latach 1990-1991 poprzez emisję bonów pieniężnych NBP z powodu występującej nadmiernej płynności sektora bankowego. W 1991 r. Ministerstwo Finansów rozpoczęło emisję bonów skarbowych. Z początkiem 1992 r. zawieszono emisję bonów pieniężnych, ale tylko na dwa lata i od 1995 r. są one nadal wykorzystywane w przeprowadzaniu operacji otwartego rynku (OOR), stanowiących podstawowy instrument polityki pieniężnej. Ich celem jest absorbowanie (lub zasilenie) płynności sektora bankowego.

⁴³ Por. W. Przybylska-Kapuścińska, *Eurosystem a instrumenty polskiej i czeskiej polityki pieniężnej*, Wydawnictwo CeDeWu, Warszawa 2007, s. 19-30.

Tabela 4

Instrumenty polityki pieniężnej NBP w latach 1990-2009

Wyszczególnienie	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009 ³
Rezerwa obowiązkowa	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X
Emisja bonów pieniężnych NBP	X	X	X			X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X
Emisja/wykup obligacji NBP										X				X						X
Repo/reverse repo (R/RR)				X _{RR} ^R	X _{RR} ^R	X _{RR} ^R	X _{RR}	X _{RR}											X _R	R _R
Swapy walutowe																			X	X
Outright	X	X			X	X	X	X	X	X	X	X	X	X						
Kredyt na inwestycje centralne ¹	X	X	X	X	X	X	X	X												
Kredyt redyskontowy ¹	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X ¹							
Kredyt lombardowy	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X
Depozyt na koniec dnia												X	X	X	X	X	X	X	X	X
Limity kredytowe	X	X	X																	
Depozyty dla ludności								X												
Kredyt techniczny ²												X	X	X	X	X	X	X	X	X
Kredyt śróddzienny w euro ²																X	X	X	X	X

¹ Kredyt na inwestycje centralne i kredyt redyskontowy były spłacane przez banki w kolejnych latach.

² Generalnie nie jest zaliczany do instrumentów polityki pieniężnej; stanowi pewną możliwą pomocniczą procedurę dla ratowania chwilowego braku płynności banku w ciągu dnia operacyjnego.

³ Dla 2009 r. uwzględniono tylko operacje uruchomione do lutego.

Źródło: Instrumenty polityki pieniężnej NBP w 2007 r. Płynność sektora bankowego, NBP, Warszawa 2008, Załącznik 5 oraz uzupełnienia własne.

Początkowo od 1993 r. OOR miały niewielki zakres, jednak następnie silnie się rozwinęły ze względu na rosnącą skalę nadpłynności sektora bankowego i konieczność hamowania ekspansji kredytowej w latach 1996-1998. Są one stosowane nadal, choć stopień ich wykorzystania w latach 1999-2009 zmieniał się w zależności od sytuacji płynnościowej. Nadpłynność spadała (np. w latach 2002-2004).

W trakcie przygotowań do akcesji Polski do UE, NBP wprowadził wiele zmian harmonizujących OOR Narodowego Banku Polskiego z obowiązującymi w Eurosystemie⁴⁴. Dotyczyły one form techniczno-prawnych, terminów zapadalności, rodzajów operacji otwartego rynku (standardowe i niestandardowe), czy rodzajów papierów wartościowych dopuszczonych do przetargów zawieranych z bankiem centralnym.

W związku z pogorszeniem płynności na rynkach finansowych w ostatnich miesiącach, NBP uruchomił w 2008 r. po raz pierwszy na znaczną skalę operacje dostrajające – w postaci OOR zasilających 91-dniowych. Ponadto niedobór płynności banków będzie od 2009 r. uzupełniany operacjami 7-dniowymi zasilającymi *repo*. Pojawiły się także swapy walutowe we frankach szwajcarskich i kredyt śróddzienny w euro. Tym samym od 2008 r. charakter OOR możliwych do realizowania przez NBP odpowiada rozwiązaniom Eurosystemu, dysponując zarówno operacjami zasilającymi, jak i absorbującymi.

W trakcie dwudziestolecia transformacji polityki pieniężnej zmianie uległy też instrumenty rynkowe refinansowania banków. NBP zaprzestał udzielania kredytu na inwestycje centralne w 1997 r., a także stracił na znaczeniu kredyt redyskontowy. Zmianie uległ kredyt lombardowy, który początkowo był udzielany na dłuższe terminy zapadalności. Podstawowe zmiany w zakresie jego funkcjonowania zostały wprowadzone w kwietniu 2000 r. w celu dostosowania tego instrumentu do wymogów Eurosystemu. Stał się on krótkoterminowym źródłem pozyskiwania płynnych środków dla banków. W stosunku do rozwiązań europejskich niedostosowanie kredytu lombardowego dotyczyło zbyt wąskiej listy papierów wartościowych mogących stanowić przedmiot zastawu.

W związku z sytuacją kryzysową na rynku finansowym w październiku 2008 r.⁴⁵ rozszerzono listę aktywów, mogących stanowić jego zabezpieczenie, o papiery wartościowe zdeponowane w KDPW. Ponadto podniesiono górną granicę kredytu lombardowego do 85% wartości nominalnej papierów wartościowych (poprzednio 80%).

W ramach procesów harmonizacyjnych od 2001 r. istnieje najmłodszy instrument polityki pieniężnej, jakim jest depozyt na koniec dnia (O/N). Z racji późnego wprowadzenia go przez NBP do instrumentarium, jest on dobrze dostosowany do standardów EBC.

W ostatnim okresie kryzysowa sytuacja w sektorze bankowym spowodowała, że NBP wykupił przed terminem 22 stycznia 2009 r. własne obligacje, by móc

⁴⁴ Szerzej, ibidem, s. 75-80.

⁴⁵ Uchwała nr 44/2008 Zarządu NBP z 13 października 2008 r. zmieniająca uchwałę w sprawie wprowadzenia Regulaminu refinansowania banków kredytem lombardowym przez NBP, Dz. U. NBP 2008, nr 16, poz. 19. Zmiany obowiązują od 27 października 2008 r.

wesprzeć płynność na rynku międzybankowym, a także móc pobudzić akcję kredytową.

Jak wynika z przedstawionej syntetycznie ewolucji wykorzystania instrumentów polityki pieniężnej, NBP stawał się coraz bardziej elastyczny wobec swoich partnerów rynkowych. Niezależnie od klasycznych narzędzi polityki monetarnej podejmował decyzje o uruchomieniu niestandardowych rozwiązań w sytuacjach kryzysowych.

III. PODSUMOWANIE

W latach 1989-2009 NBP dokonał ogromnego wysiłku, wprowadzając zarówno zmiany instytucjonalno-prawne, jak i operacyjne. Ich celem było przekształcenie instytucji monobanku – zależnego w gruncie rzeczy od rządu – w nowoczesny, niezależny bank centralny Polski, mogący być równorzędnym partnerem banków centralnych funkcjonujących w dojrzałych gospodarkach rynkowych. Jednocześnie w dwustopniowym systemie bankowym w Polsce oddziaływał on na rzecz usprawnienia funkcjonowania banków komercyjnych z racji swej funkcji *banku banków*. Szczególnie trudny był początkowy okres przemian związanych z transformacją polskiej gospodarki. Dalej, kolejne działania w drugiej połowie lat dziewięćdziesiątych aż po dziś dzień wynikały z dążeń do integracji gospodarczej i wejścia w struktury UE (a w perspektywie UGiW).

Przeanalizowany okres dwudziestolecia funkcjonowania NBP i realizowanej przez niego polityki pieniężnej dowodzi, że zarówno władza monetarna, jak i jej polityka spełniły ogromnie ważną i regulującą misję ustabilizowania wartości polskiego złotego. Nie było to zadaniem łatwym w warunkach hiperinflacji końca lat osiemdziesiątych – jego realizacji nie sprzyjały zaburzenia okresu transformacji, niekorzystnie działające czynniki polityczne i ekonomiczne, których źródła pochodziły z kraju, a w kolejnych latach także z zagranicy, aż po aktualny kryzys finansowy.

Mimo opinii krytycznych dotyczących strategii i skuteczności procesów dezinflacji czy wysokości stóp procentowych, niezaprzeczalnym sukcesem banku centralnego w Polsce jest trwałe obniżenie inflacji. Ponadto rozszerzenie gamy stosowanych przez NBP instrumentów polityki pieniężnej, dokonane przez procesy harmonizacyjne z Eurosystemem, potwierdziło jego przynależność do nowoczesnych instytucji monetarnych.

TWENTY YEARS OF THE NATIONAL BANK OF POLAND'S MONETARY POLICY:
IMPACT OF THE ECONOMIC TRANSFORMATION AND INTEGRATION

Summary

The paper demonstrates the scale of transformations taking place in the central bank's monetary policy between 1989 and 2009. The National Bank of Poland needed to be transformed in a modern central bank, capable of functioning in a market economy. In order to facilitate that, various legal and institutional changes needed to be made and the existing laws required necessary amendments. They are analysed and presented in the paper.

Next, the eclectic monetary policy that the Bank pursued in the years 1990-1997 is described, and its strong and weak points identified. After that the new strategy, continued till date, focused on inflation targeting is discussed and its effects and reasons for implementation, as well reasons why inflation is hard to control in Poland, explained.

The paper ends with a description of the evolution of the tools and instruments used by the National Bank of Poland in the last twenty years.