Józef KARPIŃSKI

POLITYKA MONETARNA NBP W LATACH 1998-1999

Uwagi wstępne

Uchwalenie nowej Konstytucji Rzeczypospolitej Polskiej oraz ustawy o Narodowym Banku Polskim w 1997 roku zmieniło ramy instytucjonalne polskiej polityki monetarnej[1].

Powołano dwa nowe organy do podejmowania decyzji w banku centralnym – Radę Polityki Pieniężnej odpowiedzialną za określanie podstawowych parametrów monetarnych oraz Komisję Nadzoru Bankowego prowadzącą działalność licencyjno-regulacyjną i analityczno-inspekcyjną banków komercyjnych. Ustawa jednoznacznie określiła cel NBP – utrzymanie stabilnego poziomu cen oraz wspieranie polityki gospodarczej rządu, jeśli nie jest to w kolizji z realizacją podstawowego celu NBP.

Najważniejszy obecnie organ decyzyjny NBP – Rada Polityki Pieniężnej ukonstytuowała się 17 lutego 1998 roku. Radę tworzy Prezes NBP oraz dziewięciu członków powołanych na sześcioletnią kadencję przez Prezydenta RP, Sejm i Senat. Decyzje Rady podejmowane są kolegialnie i zapadają w trybie głosowania.

Celem niniejszego artykułu jest analiza polityki monetarnej NBP w okresie działania Rady Polityki Pieniężnej, tj. w latach 1998-1999.

1. Sytuacja makroekonomiczna Polski w latach 1997-1999

Ocenę działalności NBP w dotychczasowym okresie istnienia Rady Polityki Pieniężnej zacznijmy od krótkiego przeglądu uwarunkowań makroekonomicznych badanego okresu.

---

[1] Konstytucja Rzeczypospolitej Polskiej, art. 227, Dziennik Ustaw RP z 1997 r., nr 78, poz. 483. Ustawa o Narodowym Banku Polskim, Dziennik Ustaw RP z 1997 r., nr 140, poz. 938.

Tabela 1. Podstawowe wskaźniki makroekonomiczne Polski w latach 1997-1999 (w %)

Lp.	Wskaźniki makroekonomiczne	Rok		
		1997	1998	1999
1	roczne tempo wzrostu PKB	6,8	4,8	4,1
2	roczna stopa inflacji (dwunastomiesięcznej)	13,2	8,6	9,8
3	stopa bezrobocia[a]	10,3	10,4	13,0
4	udział deficytu budżetowego w PKB[b]	2,7	2,4	2,1
5	udział deficytu obrotów bieżących w PKB	3,0	4,4	7,5

[a] stan na koniec roku,
[b] deficytu budżetu centralnego.
Dane: poz. 1, 2, 3 – *Raport o inflacji, I kwartał 2000*, NBP, Warszawa 2000, s. 6-7,
poz. 4 – *Rocznik statystyczny RP 1999*, GUS, Warszawa 1999, s. 501, *Raport o inflacji 1999*, NBP, Warszawa 2000, s. 104,
poz. 5 – *Raport roczny NBP 1998*, Warszawa 1999, s. 90, Biuletyn Informacyjny NBP 1999, nr 12, Warszawa 2000, s. 23.

Rok poprzedzający ukonstytuowanie RPP był dla polskiej gospodarki okresem najlepszej koniunktury w czasie dziesięcioletniej transformacji. Czynnikami napędowymi wzrostu były m.in.: najwyższa w minionej dekadzie roczna stopa przyrostu inwestycji (22,2%)[2], duży eksport (w tym spora nadwyżka w handlu przygranicznym) oraz przyrost spożycia indywidualnego utrzymujący się na poziomie zbliżonym do dynamiki PKB.

Dwucyfrowe tempo wzrostu inwestycji i rosnący popyt globalny tworzyły także korzystne warunki do zwiększenia zatrudnienia. Stopa bezrobocia obniżyła się na koniec 1997 roku do 10,3%. Dwunastomiesięczna stopa inflacji spadła o ponad 4% w stosunku do tempa wzrostu cen w 1996 roku.

Szybkie tempo wzrostu gospodarczego osiągnięto jednak w warunkach narastającej dysproporcji między popytem wewnętrznym a podażą krajową. Przyczyniło się to do pogorszenia nierównowagi zewnętrznej – udział deficytu rachunku obrotów bieżących w PKB wzrósł do poziomu 3,0%.

Mając na względzie doświadczenia kryzysu czeskiego i dalekowschodniego minister finansów podjął pod koniec 1997 roku decyzję o „studzeniu koniunktury", wykorzystując w tym celu instrumenty fiskalne (podatki pośrednie). Choć restrykcyjna polityka gospodarcza była bardzo łagodna, udało się ograniczyć tempo wzrostu krajowego popytu konsumpcyjnego w 1998 roku.

Gospodarka rozwijała się stabilnie w pierwszym półroczu 1998. Niestety w drugiej połowie roku wystąpiły silne szoki zewnętrzne, które w połączeniu ze spowolnieniem reform strukturalnych w poprzednich latach zwolniły tempo wzrostu gospodarczego.

[2] *Rocznik statystyczny RP 1999*, GUS, Warszawa 1999, s. 514.

Pierwszy wstrząs zewnętrzny wystąpił w II kwartale 1998 roku (gdy eksport wzrósł tylko o 4,8%) i był skutkiem spadku popytu zagranicznego na polskie towary w wyniku stagnacji w Europie Zachodniej i krajach rozwijających się[3]. Kraje te odczuły skutki kryzysu na Dalekim Wschodzie w 1997 roku.

Drugi szok zewnętrzny znacznie poważniejszy od pierwszego rozpoczął się we wrześniu 1998 roku. Kryzys gospodarczy w Rosji i innych krajach WNP spowodował załamanie polskiego eksportu w tym kierunku. Najszybsza reakcja nastąpiła w handlu przygranicznym ze Wschodem, a cała gospodarka zareagowała na pogorszenie koniunktury z zagranicą z opóźnieniem. Tempo wzrostu konsumpcji zmniejszyło się, choć wynikało to raczej z restrykcyjnej polityki antycyklicznej. Inwestycje rosły nadal w tempie dwucyfrowym. Bezrobocie na koniec roku utrzymało się na dotychczasowym poziomie. Skutkiem kryzysu rosyjskiego było jednak odwrócenie widocznej w pierwszym półroczu tendencji do poprawy salda obrotów bieżących i ponowne znaczne pogłębienie nierównowagi zewnętrznej.

Jesienią 1998 roku inflacja po raz pierwszy od kilkunastu lat obniżyła się do jednocyfrowego poziomu. Osiągnięcie tego rezultatu było skutkiem wolnego tempa dewaluacji złotego, obniżki cen surowców na rynku światowym, spadku popytu globalnego w Polsce oraz presji podażowej na rynku żywności wywołanej urodzajem w rolnictwie i załamaniem się eksportu do krajów WNP. Coraz silniejsze powiązania polskiej gospodarki z rynkiem światowym umożliwiły transmisję dezinflacji z zewnątrz.

W roku 1998 nastąpiło formalne ograniczenie stopnia nierównowagi budżetowej. Relacja deficytu budżetowego do PKB zmalała do poziomu 2,4%. Niestety równocześnie narastało zadłużenie jednostek budżetowych (zwłaszcza publicznej służby zdrowia) z tytułu wymagalnych zobowiązań, które w końcu 1998 roku osiągnęło wielkość około 6,7 mld zł. Uwzględnienie tych wydatków oznaczało faktyczny wzrost deficytu sektora finansów publicznych do 3,1% i przeczyło tezie o stopniowym ograniczaniu nierównowagi budżetowej[4].

Pełne skutki wpływu szoków zewnętrznych na polską gospodarkę, tzn. kryzysu rosyjskiego i stagnacji gospodarczej w Europie Zachodniej, ujawniły się z całą siłą dopiero w pierwszym półroczu 1999 roku. Zmniejszyło się tempo przyrostu wszystkich składników popytu globalnego. Osłabienie możliwości eksportowych (zwłaszcza w handlu przygranicznym) oraz niższa dynamika konsumpcji i inwestycji pociągały za sobą wzrost bezrobocia. Sytuację na rynku pracy pogarszało nie tylko wolniejsze tempo wzrostu gospodarczego, ale i postępująca prywatyzacja i restrukturyzacja gospodarki, generująca racjonalizację zatrudnienia w warunkach wchodzenia na rynek pracy wyżu demograficznego z lat osiemdziesiątych.

---

[3] *Sprawozdanie z wykonania założeń polityki pieniężnej w 1998*, NBP, Warszawa 1999, s. 8.

[4] Ibidem, s. 7.

Ożywieniu gospodarczemu w drugiej połowie 1999 roku towarzyszyło powiększenie się luki inflacyjnej. Do znacznego przyspieszenia wzrostu cen towarów przyczyniły się podwyżki paliw płynnych, deprecjacja złotego (zwłaszcza względem dolara), słabe zbiory w rolnictwie w połączeniu z interwencjonizmem na rynku rolnym oraz wzrost krajowego popytu konsumpcyjnego spowodowany obniżeniem się skłonności do oszczędzania.

Pesymistyczne prognozy przewidywały stagnację gospodarczą w 1999 roku. Umiarkowany wzrost gospodarczy, mimo niekorzystnych zmian w otoczeniu, udało się jednak osiągnąć i to m.in. dzięki ekspansywnej polityce monetarnej stymulującej popyt wewnętrzny, zwłaszcza konsumpcyjny.

Szybsze tempo wzrostu spożycia indywidualnego w połączeniu z trudnościami w eksporcie przyspieszyło pogłębienie nierównowagi zewnętrznej. Relacja deficytu rachunku bieżącego do PKB osiągnęła na koniec 1999 roku alarmujący poziom 7,5%.

Popyt krajowy był dodatkowo stymulowany przez nieoczekiwane zwiększenie pozabudżetowych wydatków publicznych w wyniku zapaści finansowej ZUS i deficytu kas chorych. Deficyt budżetowy obniżył się co prawda do poziomu 2,0% PKB, ale niedobór całego sektora publicznego był znacznie większy, choć empirycznie nieskwantyfikowany.

2. Strategiczny cel polityki monetarnej

Do roku 1998 celem strategicznym polityki pieniężnej było ograniczenie inflacji. Realizowany był on za pomocą wybranych celów operacyjnych odnoszących się do zakładanego poziomu agregatów pieniężnych i stóp procentowych. Kontrola celów pośrednich stawała się z czasem jednak coraz trudniejsza. Niestabilność funkcji popytu na pieniądz zwiększyła nieprzewidywalność kształtowania się agregatu bazy monetarnej. Wzrost otwartości polskiej gospodarki i rozwój krajowego rynku finansowego umożliwił wykorzystanie dysparytetu krajowych i zagranicznych stóp procentowych w celach arbitrażowych, co poważnie ograniczyło niezależność stóp procentowych.

W czerwcu 1998 roku RPP przyjęła zasadę, że kształtowanie instrumentów polityki monetarnej będzie podporządkowane realizacji bezpośredniego celu inflacyjnego. Bezpośrednia strategia inflacyjna (BCI) oznaczała, że NBP stał się odpowiedzialny za osiągnięcia precyzyjnie określonego przedziału dopuszczalnego rocznego tempa wzrostu cen mierzonego wskaźnikiem CPI[5]. Krótkookresowe roczne

[5] T. Kozak-Lisiecka, *Korzyści wyznaczania celów inflacyjnych*, Gospodarka Narodowa 1999, nr 7-8, s. 5-6.

cele inflacyjne traktowano jako etapy dochodzenia do celu średniookresowego, polegającego na obniżeniu stopy inflacji w 2003 roku poniżej 4%[6]. Założono stopniowe obniżenie wskaźnika inflacji do poziomu jednocyfrowego – zbliżonego do standardów Unii Europejskiej. Realizacja tego ambitnego celu ułatwiłaby akces Polski do Unii Europejskiej oraz zastąpienie złotego wspólną walutą europejską.

Władze monetarne zrezygnowały więc z kontroli celów operacyjnych. Zmiana sposobu prowadzenia polityki pieniężnej pozwoliła łatwiej przezwyciężać oczekiwania inflacyjne, będące jednym z podstawowych problemów polityki dezinflacyjnej.

Decyzja o rezygnacji z traktowania podaży pieniądza jako pośredniego celu polityki monetarnej wynikała z coraz mniej przewidywalnego związku między agregatem M_2[7] a inflacją.

W warunkach coraz silniejszych związków polskiej gospodarki z rynkiem światowym kontrolę podaży pieniądza utrudniały powiązania polskich i zagranicznych rynków finansowych. Przy ograniczonej elastyczności systemu kursowego i wysokiej nadpłynności sektora bankowego nie zapewniło to dalszego obniżenia tempa wzrostu cen.

Bank centralny uzyskał większą swobodę w posługiwaniu się narzędziami polityki monetarnej, elastycznie dostosowując je do przezwyciężenia szoków popytowych i podażowych, zagrażających osiągnięciu zaplanowanego celu inflacyjnego.

Przyjęcie strategii bezpośredniego celu inflacyjnego umocniło wiarygodność banku centralnego i niezależność prowadzonej polityki monetarnej. Uprościło też ocenę skuteczności działań władz monetarnych[8].

Podstwowym instrumentem przyjętej strategii stała się triada bazowych stóp procentowych. Sterowanie podażą pieniądza przy wykorzystaniu bazowych stóp procentowych miało pozwolić łatwiej utrzymać się na planowanej ścieżce inflacyjnej. Kluczowym elementem strategii stała się kompleksowa analiza głównych determinantów wzrostu cen, prowadząca do sporządzenia precyzyjnej prognozy inflacji.

Władze monetarne miały jednak świadomość, że stosowanie strategii BCI w okresie transformacji w Polsce wiąże się z wieloma zagrożeniami i trudnościami[9].

Niedostatki bazy empirycznej, tj. krótkie szeregi czasowe dla polskiej gospodarki rynkowej, utrudniają analizę determinant inflacji i przygotowanie dokładnej prognozy wzrostu cen. Polska gospodarka szybko się rozwija – następuje proces

---

[6] We wrześniu 1998 roku Rada uchwaliła „Średniookresową strategię polityki pieniężnej na lata 1999-2003".

[7] M_2 uznawane jest za podstawową miarę pieniądza w szerokim ujęciu. W polskich statystykach bankowych agregat ten obejmuje gotówkę w obiegu pozabankowym, depozyty a vista i wkłady terminowe.

[8] Raport o inflacji 1998 NBP, Warszawa 1999, s. 88.

[9] Ibidem, s. 99.

prywatyzacji, restrukturyzacji, reformy sektora publicznego. Nowe rozwiązania zmieniają relacje mikro- i makroekonomiczne w gospodarce, a więc i uwarunkowania procesów inflacyjnych.

Oddziaływanie NBP na gospodarkę za pomocą tradycyjnych instrumentów monetarnych: stóp procentowych i kursu walutowego utrudnia także niedorozwój rynków finansowych i występująca od 1994 roku nadpłynność sektora banków komercyjnych. Ponadto udział nierynkowego sektora publicznego jest wciąż zbyt duży, a podmioty ekonomiczne w działalności gospodarczej wciąż niechętnie wykorzystują instrumenty finansowe.

Skuteczność dezinflacyjnej polityki monetarnej ograniczona była także przez ekspansywną politykę fiskalną, której wyznacznikiem był znaczny deficyt budżetowy, a zwłaszcza całego sektora publicznego.

Prowadzenie polityki monetarnej ukierunkowanej bezpośrednio na cel inflacji stosowano jednak i to z pozytywnymi skutkami w wielu krajach OECD w latach dziewięćdziesiątych[10]. Stąd, mimo wielu wspomnianych niekorzystnych uwarunkowań pozostających poza kontrolą władz monetarnych, RPP zdecydowała się na przyjęcie strategii BCI.

Przedmiotem niniejszego opracowania jest analiza podstawowych instrumentów monetarnych wykorzystywanych do realizacji strategii BCI, tj. bazowych stóp procentowych oraz kursu walutowego. Zdaniem NBP największy wpływ na procesy w sferze realnej polskiej gospodarki oraz poziom cen mają impulsy pieniężne banku centralnego transmitowane właśnie kanałem stopy procentowej i kanałem kursowym[11]. Stosowanie innych środków polityki pieniężnej, na przykład zmiany poziomu rezerw obowiązkowych, miało niewielki wpływ na skuteczność polityki monetarnej w osiągnięciu założonego celu inflacyjnego.

4. Polityka stóp procentowych

Restrykcyjna polityka monetarna i zaostrzona polityka fiskalna zmniejszyły tempo wzrostu popytu krajowego i osłabiły presję inflacyjną w pierwszej połowie 1998 roku. Zaistniały więc, zdaniem RPP, warunki do obniżki referencyjnych stóp procentowych. Redukcja stóp procentowych zmniejszyła dysparytet stóp krajowych i zagranicznych, który był przyczyną napływu spekulacyjnego kapitału zagranicznego, lokowanego w bonach skarbowych oraz rosnącego zadłużenia polskich banków i przedsiębiorstw za granicą.

---

[10] A. Matuszczak, *Cele polityki pieniężnej w praktyce banków centralnych*, Zeszyty Naukowe WSB, nr 4, Poznań, 2000, s. 66.

[11] Raport o inflacji 1999, s. 44.

Od lutego 1998 roku, czyli od pierwszego posiedzenia, RPP obniżyła bazowe stopy procentowe osiem razy, z czego stopę kredytu lombardowego wyznaczającą ogólny kierunek zmian polityki pieniężnej pięciokrotnie.

Tabela 2. Bazowe stopy procentowe NBP w latach 1998-1999 (w %)

Data podjęcia uchwały przez RPP	Stopa kredytu lombardowego	Stopa kredytu redyskontowego	Stopa referencyjna
Stan na początku 1998	27,0	24,5	-
21.04.1998	27,0	24,5	23,0
20.05.1998	26,0	23,5	21,5
16.07.1998	24,0	21,5	19,0
09.09.1998	24,0	21,5	18,0
28.10.1998	22,0	20,0	17,0
09.12.1998	20,0	18,25	15,5
21.01.1999	17,0	15,5	13,0
22.09.1999	17,0	15,5	14,0
17.11.1999	20,5	19,0	16,5

Źródło: *Raport o inflacji 1998*, NBP, Warszawa 1999, s. 95; *Raport o inflacji 1999*, NBP, Warszawa 2000, s. 145.

W sytuacji zmniejszającej się inflacji decyzje te spotkały się z przychylnym przyjęciem zarówno biznesu, jak i środowiska ekonomicznego. Ekspansywną politykę monetarną prowadzono nadal w drugiej połowie 1998 roku w czasie załamania popytu zagranicznego w wyniku kryzysu rosyjskiego. RPP uzasadniała politykę „taniego pieniądza" troską o utrzymanie wysokiego tempa wzrostu gospodarczego oraz słabym związkiem między gospodarką polską a rosyjską. Załamanie gospodarcze w Rosji pogorszyło również koniunkturę w Europie Zachodniej, zmniejszyło obroty w polskim handlu przygranicznym i osłabiło nasz eksport zarówno do Unii Europejskiej, jak i krajów WNP. W tych warunkach polityka redukcji stóp procentowych korzystnie oddziaływała na saldo bilansu handlowego. Bardzo wysokie realne stopy procentowe na rynku międzybankowym w połowie 1998 roku (około 10%) oznaczały wysokie koszty pozyskania kapitału, a drogie kredyty inwestycyjne obniżały zyski firm i pogarszały efektywność polskiego eksportu.

Skuteczność ekspansywnej polityki monetarnej w polskiej gospodarce była stosunkowo słaba. Nadpłynność sektora bankowego ograniczała oddziaływanie bazowych stóp procentowych NBP na politykę depozytowo-kredytową banków komercyjnych. Małe nasycenie pieniądzem polskiej gospodarki osłabiło siłę bodźców monetarnych. Monetyzacja polskiej gospodarki mierzona relacją M_2 do PKB oscylowała zaledwie

wokół 40%[12]. Wrażliwość sektora niefinansowego na zmiany stóp procentowych pozostawała niewielka. Wynikało to zarówno ze stosunkowo niedużego zadłużenia gospodarstw domowych i przedsiębiorstw, jak i wciąż dużej roli sektora nierynkowego (przedsiębiorstw państwowych) mało podatnego na bodźce monetarne.

Stymulowanie popytu poprzez złagodzenie polityki monetarnej w małym stopniu prowadziło do wzrostu produkcji ze względu na duży stopień monopolizacji wielu branż (np. sektor paliwowy, telekomunikacyjny) oraz niedopasowanie strukturalne popytu i podaży. Rozbudowany potencjał produkcyjny w gospodarce centralnie planowanej w wielu przypadkach nie odpowiadał strukturze popytu w gospodarce rynkowej. Stąd stymulowanie popytu środkami monetarnymi skutkuje przede wszystkim albo kreacją inflacji, albo pogorszeniem deficytu obrotów bieżących.

RPP obniżała podstawowe stopy procentowe w 1998 roku, gdy wygaszanie tempa inflacji wynikało głównie z przyczyn zewnętrznych o przejściowym charakterze. Gdy jednak uwarunkowania zewnętrzne w następnym roku się pogorszyły, kierunek polityki monetarnej musiał ulec zmianie.

Ostatnia głęboka obniżka stóp procentowych w styczniu 1999 roku zaskoczyła rynek i spotkała się z licznymi krytycznymi opiniami analityków[13]. Wprawdzie inflacja spadła wtedy do najniższego poziomu w okresie transformacji, ale tak głębokie cięcie stóp procentowych świadczyło o zmianie priorytetów w polityce gospodarczej, tj. stymulowaniu wzrostu gospodarczego kosztem dezinflacji.

Redukcja stóp procentowych w styczniu 1999 roku zaowocowała przyrostem nowych kredytów konsumpcyjnych. Wzrost wewnętrznego popytu konsumpcyjnego kompensował słabnący eksport i niższą dynamikę inwestycji. Nie sprawdziły się więc niektóre pesymistyczne prognozy przewidujące wzrost gospodarczy w Polsce na poziomie około 2%. Faktycznie tempo wzrostu PKB w 1999 roku okazało się dwa razy wyższe niż zakładano w wariancie pesymistycznym.

Ekspansywna polityka monetarna w warunkach interwencji rządowej na rynku rolnym przy wysokich barierach celnych chroniących rynek wewnętrzny i przy dużym stopniu monopolizacji na rynku paliw płynnych i energetyki oraz wzroście cen ropy na rynkach światowych doprowadziła do wzrostu cen żywności i paliw latem 1999 roku i odwrócenia trendu dezinflacji w sierpniu tego roku.

W dodatku ekspansji monetarnej towarzyszyło rozluźnienie polityki fiskalnej będące skutkiem nieprzewidzianego deficytu ZUS i kas chorych.

Wzrost gospodarczy napędzany głównie wewnętrznym popytem konsumpcyjnym generował narastający deficyt na rachunku obrotów bieżących. Pogłębiająca się nierównowaga zewnętrzna i nasilająca się inflacja z przyczyn fiskalnych w dużej mierze zaskoczyła władze monetarne i stworzyła klimat do bardziej zdecydowanego zaostrzenia polityki pieniężnej.

---

[12] Obliczenia własne na podstawie danych NBP.

[13] M. Dąbrowski, *Bolesna lekcja*, Rzeczpospolita nr 56, 2000.

Dopiero jednak w listopadzie 1999 roku RPP zdecydowanie podniosła stopy procentowe, ograniczając wewnętrzny popyt konsumpcyjny – główną lokomotywę wzrostu gospodarczego w tym okresie. Uwzględniając jednak około półroczne „opóźnienie" reakcji gospodarki na działania monetarne banku centralnego, RPP podjęła decyzję o zacieśnieniu polityki pieniężnej zbyt późno[14]. Dlatego mimo tak radykalnych działań NBP, bezpośredni cel inflacyjny na rok 1999 nie został osiągnięty, a deficyt obrotów bieżących osiągnął alarmujący poziom.

Jeżeli w przyszłości polityka fiskalna ulegnie zacieśnieniu (ograniczony zostanie deficyt ZUS i kas chorych) oraz uda się zmniejszyć presję na wzrost płac nominalnych, subsydiów i dotacji dla gmin i przedsiębiorstw, a także jeśli nie wystąpią szoki podażowe, to powstaną warunki do „poluzowania" polityki monetarnej.

5. Polityka kursowa

Od roku 1990 władze monetarne systematycznie liberalizowały polski system walutowy. Wprowadzenie wewnętrznej wymienialności złotego i polityki stałego kursu nominalnego ułatwiło transformację realnej sfery gospodarki, pozwoliło opanować hiperinflację i zapewniło równowagę rynkową na początku lat dziewięćdziesiątych.

W późniejszym okresie zmiany systemu walutowego miały charakter ewolucyjny i przebiegały dwutorowo. Z jednej strony co 2-3 lata zwiększano zakres wymienialności złotego od restrykcyjnego standardu wymienialności wewnętrznej[15] w programie stabilizacyjnym w 1990 roku, po bardzo liberalne prawo dewizowe z 1998 roku. Z drugiej strony rozszerzono skalę działania mechanizmu rynkowego w ustalaniu kursu złotego, poczynając od silnie administrowanego kursu sztywnego (*adjustable peg*)[16], poprzez system regularnie dostosowywanego kursu sztywnego (*crawling peg*)[17], aż po regulowany kurs płynny o szerokim paśmie dopuszczalnych odchyleń (*crawling band*)[18].

---

[14] M. Dąbrowski, op.cit.

[15] Obowiązujące ustawodawstwo dawało prawo do wymiany złotówek na waluty obce tylko rezydentom w Polsce. Mieli oni prawo do swobodnego zakupu dewiz na cele importowe w uprawnionych bankach, ale równocześnie obowiązek odsprzedaży całości wpływów dewizowych z eksportu.

[16] Rząd ustalił urzędowy stały kurs złotego, obowiązujący w transakcjach handlowych i kapitałowych, zastrzegając sobie prawo do jego zmiany.

[17] System ten oznaczał codzienną dewaluację złotego wobec koszyka walut według przyjętej stopy deprecjacji.

[18] NBP określił wzorcowy kurs centralny i zobowiązał banki komercyjne do dokonywania transakcji walutowych po kursie złotego w urzędowo wyznaczonym paśmie odchyleń od tego

Przyjęcie strategii bezpośredniego celu inflacyjnego w warunkach stosunkowo dużej swobody przepływu kapitału mogło potencjalnie prowadzić do konfliktu między celem inflacyjnym a celem kursowym. Z jednej strony, polityka stóp procentowych zmierzająca do osiągnięcia zaplanowanej stopy inflacji mogła wywołać nieantycypowane zmiany kursu walutowego. Z drugiej strony, utrzymywanie kursu złotego w założonym przedziale odchyleń za pomocą interwencji na rynku walutowym, a więc manipulowanie podażą pieniądza, stwarzało zagrożenie realizacji planowanego celu inflacyjnego.

NBP zmienił więc założenia dotychczasowej polityki kursowej, podporządkowując ją realizacji BCI, tj. zwiększając wpływ czynników rynkowych na poziom kursu złotego. Utrzymano system *crawling band*, ale stopniowo rozszerzano pasmo dopuszczalnych wahań kursu złotego oraz sukcesywnie obniżano stopę miesięcznej dewaluacji kursu centralnego.

Tabela 3. Pasmo dopuszczalnych odchyleń kursu złotego na rynku międzybankowym FOREX w latach 1998-1999 (w %)

Stan na początku 1998	Luty 1998	Październik 1998	Marzec 1999
±7,0	±10,0	±12,5	±15,0

Źródło: *Raport o inflacji 1998*, s. 95; *Raport o inflacji 1999*, s. 146.

Tabela 4. Stopa miesięcznej dewaluacji złotego w latach 1998-1999 (w %)

Stan na początku 1998	Luty 1998	Lipiec 1998	Wrzesień 1998	Marzec 1999
1,0	0,8	0,65	0,5	0,3

Źródło: *Raport o inflacji 1998*, s. 95; *Raport o inflacji 1999*, s. 146.

Większa elastyczność kursu walutowego umożliwiła prowadzenie bardziej autonomicznej i skutecznej polityki stóp procentowych. Mimo narastającego deficytu obrotów bieżących w latach 1998-1999, dzięki ograniczonej swobodzie przepływu kapitału i przy szerokim paśmie wahań, nie było potrzeby ingerencji władz monetarnych na rynku walutowym[19].

---

kursu. W późniejszym okresie zniesiono tę obligatoryjność, ale równocześnie NBP interweniował na rynku walutowym tak, aby rynkowy kurs złotego utrzymywał się w założonym paśmie odchyleń.

[19] Rynkowy kurs złotego na rynku międzybankowym w latach 1998-1999 nigdy nie zbliżył się do administracyjnie określonych granic korytarza wahań polskiej waluty.

NBP nie interweniował na FOREX[20] od lipca 1998 roku, a w czerwcu 1999 roku zaprzestano dokonywać transakcji pomiędzy NBP a bankami komercyjnymi po kursie fixingowym. W tych warunkach kurs złotego był w praktyce płynny, stając się wypadkową popytu i podaży[21].

W celu zapewnienia pełnej spójności między strategią BCI a systemem kursowym oraz w obliczu przystąpienia Polski do Unii Europejskiej i Europejskiego Systemu Monetarnego od maja 1999 roku RPP wielokrotnie występowała do rządu o zgodę na całkowite upłynnienie złotego[22]. Pełna swoboda kursowa zmniejszyłaby niebezpieczeństwo wystąpienia w Polsce kryzysu walutowego, rozumianego jako skokowa deprecjacja złotego. Jeśli zagraniczni inwestorzy będą coraz gorzej oceniać fundamenty makroekonomiczne gospodarki (rosnący deficyt obrotów bieżących) kurs złotego będzie się stopniowo obniżał.

Z drugiej strony szeroki zakres wymienialności i płynny kurs złotego zwiększy podatność polskiej gospodarki na zmiany koniunkturalne za granicą. Rynkowe ustalenie kursu złotego zwiększy ryzyko kursowe partnerów transakcji międzynarodowych, zmuszając polskich eksporterów i importerów do korzystania z odpowiednich instrumentów osłonowych[23]. Wzrosną więc koszty transakcyjne polskich przedsiębiorstw uczestniczących w międzynarodowej wymianie handlowej.

Władze monetarne oczekują, że wzrost ryzyka kursowego wskutek pełnego upłynnienia złotego zmniejszy niebezpieczeństwo dużego napływu kapitału spekulacyjnego[24]. Jest to szczególnie ważne, gdyż polski rynek finansowy jest bardzo płytki (niski stopień monetyzacji gospodarki). Stąd nawet stosunkowo niewielkie strumienie kapitału zagranicznego mogą wywierać duży wpływ zarówno na poziom kursu walutowego, jak i na podaż pieniądza[25].

Uelastycznienie systemu kursowego dokonano w okresie dalszego zwiększania zakresu wymienialności złotego. Od grudnia 1998 roku zaczęło obowiązywać uchwalone przez Sejm nowe prawo dewizowe[26]. Zrezygnowano z systemu wymienialności wewnętrznej i zaakceptowano zastosowanie złotego jako waluty rozliczeniowej w transakcjach handlu zagranicznego. Rozliczanie zagranicznych kontraktów handlowych w złotych obniżyło koszty działania polskich firm i zmniejszyło ryzyko kursowe naszych przedsiębiorstw. Polska waluta stała się w praktyce

---

[20] To jest na międzybankowym rynku walutowym.

[21] A. Sławiński, *Ewolucja mechanizmu kursowego w Polsce*, Gospodarka Narodowa 1999, nr 7-8, s. 17.

[22] Upłynnienie złotego przewidziano w średniookresowej strategii polityki pieniężnej na lata 1999-2003.

[23] Na przykład transakcje walutowe typu „forward" czy „futures".

[24] D. Rosati, *W stronę rynku*, Rzeczpospolita nr 92, 2000.

[25] D. Gotz-Kozierkiewicz, *Refleksje o sile złotego*, Rzeczpospolita nr 261, 1999.

[26] Prawo dewizowe, Dziennik Ustaw RP z 1998 r., nr 160, poz. 1063.

zewnętrznie wymienialna – złoty jest przedmiotem legalnej sprzedaży i kupna w zagranicznych bankach i kantorach.

Bieżące obroty dewizowe z zagranicą uznano za wolne, niepodlegające ograniczeniom. Obrót kapitałowy nadal podlega restrykcjom, ale mają one przejściowy charakter i będą stopniowo znoszone[27]. W systemie płynnego kursu walutowego, bank centralny nie musi też już utrzymywać tak dużych, kosztownych rezerw walutowych dotychczas niezbędnych do stabilizacji kursu w zadeklarowanym przedziale *crawling band*.

6. Wnioski końcowe

Narodowy Bank Polski prowadził politykę monetarną w latach 1998-1999 w okresie pogarszającej się koniunktury zarówno w polskiej gospodarce, jak i na świecie. RPP postawiła sobie ambitne zadanie szybkiego i trwałego obniżenia tempa inflacji, mając na względzie tworzenie trwałych podstaw wzrostu gospodarczego oraz planowany akces Polski do Unii Europejskiej w najbliższych latach.

Początkowe sukcesy w polityce dezinflacyjnej w pierwszym roku działania Rady wynikały jednak głównie z korzystnych uwarunkowań zewnętrznych o przejściowym charakterze, którym nie towarzyszyły odpowiednie przekształcenia strukturalne wewnątrz gospodarki.

Słabości strukturalne, wzmocnione przez niekorzystne tendencje w gospodarce światowej, dały o sobie znać w następnym roku. Pogorszyły się wszystkie podstawowe wskaźniki makroekonomiczne polskiej gospodarki, a zwłaszcza stan bilansu obrotów bieżących. Założony cel inflacyjny nie został osiągnięty mimo zaostrzenia polityki monetarnej w drugiej połowie 1999 roku. Inflacja w Polsce, a także deficyt rachunku bieżącego mają bowiem nie tylko podłoże monetarne, ale są przede wszystkim skutkiem działania przyczyn strukturalnych. Polityka pieniężna ma więc ograniczone możliwości reakcji. Sposoby rozwiązania tych problemów makroekonomicznych leżą głównie poza sferą monetarną.

W Polsce występuje silna zależność między deficytem budżetowym a inflacją. Niedobór finansów publicznych ma silny wpływ popytowy. Wysoki deficyt przy małej monetyzacji gospodarki jest groźny ze względu na niskie oszczędności krajowe. Potrzeby pożyczkowe rządu oraz przedsiębiorstw muszą być więc finansowane ze źródeł zagranicznych. A to prowadzi do wzrostu podaży pieniądza i presji inflacyjnej.

---

[27] I. Lewandowska, *Obrót bieżący wolny, kapitałowy z ograniczeniami*, Rzeczpospolita nr 272, 1998.

Niedostateczna koordynacja polityki fiskalnej i monetarnej utrudniała kontrolę agregatów pieniężnych i utrzymanie się na planowanej ścieżce inflacyjnej. Rząd prowadził bowiem ekspansywną politykę fiskalną, ograniczając pole manewru działań monetarnych. W dodatku deficyt całego sektora publicznego był w gruncie rzeczy nieznany i niekontrolowany przez władze gospodarcze.

Fiskalne uwarunkowania polityki monetarnej powinny być korzystniejsze w następnych latach. Zgodnie z przyjętą przez rząd w 1999 roku „Strategią finansów publicznych i rozwoju gospodarczego do 2010 roku" planowane jest stopniowe osiągnięcie równowagi budżetowej do 2003 roku. Ograniczenie budżetowego źródła kreacji pieniądza powinno sprzyjać osiągnięciu celu inflacyjnego.

Restrykcyjna polityka monetarna była też krytykowana za stymulowanie nadmiernego zadłużenia zagranicznego polskich firm i generowanie deficytu rachunku obrotów bieżących. Wysokie stopy procentowe przyciągały zagraniczny kapitał portfelowy i umacniały złotego, co pogarszało cenową konkurencyjność polskiego eksportu. Były to nieuniknione skutki uboczne polityki dezinflacyjnej.

Rada próbowała ograniczyć napływ kapitału spekulacyjnego i zadłużenia zagranicznego polskich przedsiębiorstw, rozszerzając pasmo dopuszczalnych wahań złotego, zwiększając ryzyko kursowe transakcji walutowych. Efekty tych działań były niezadowalające wskutek znacznego dysparytetu stóp procentowych, tym bardziej że podstawową przyczyną popytu na zagraniczny kapitał finansowy były nie tyle wysokie stopy procentowe w Polsce, ile inwestycje polskich przedsiębiorstw i deficyt publiczny rządu, przekraczające poziom krajowych oszczędności[28]. W tej sytuacji nawet postulowane ograniczenia w obrotach kapitałowych z zagranicą byłyby mało skuteczne wobec permanentnej nierównowagi sektora prywatnego i publicznego w okresie transformacji.

Niska konkurencyjność polskiego eksportu wynika też nie tyle z „wysokiego" kursu złotego, ile z małego udziału towarów wysoko przetworzonych, których sprzedaż jest mniej podatna na fluktuacje kursowe. Wykorzystanie instrumentów polityki makroekonomicznej do stymulowania eksportu (np. poprzez deprecjację złotego) jest w dłuższym okresie mało skuteczne, a nawet niebezpieczne ze względu na duże zadłużenie zagraniczne polskich firm. Trwałą poprawę stanu rachunku bieżącego można osiągnąć poprzez reformy mikroekonomiczne. Konieczna jest więc dalsza prywatyzacja, demonopolizacja i restrukturyzacja polskiej gospodarki. Polskie firmy muszą być bardziej efektywne, innowacyjne i produkować więcej zaawansowanych technologicznie towarów. Polskie dobra powinny być konkurencyjne przede wszystkim jakościowo, a nie tylko cenowo.

Konstytucyjnym celem polityki pieniężnej jest stabilizacja cen; inne zadania muszą być realizowane poza sferą monetarną. Dotychczasowe doświadczenia wskazują, że cel polityki monetarnej powinien być ambitny, ale realny, gdyż jego osią-

[28] C. Józefiak, *Zagrożenie uczy odpowiedzialności*, Rzeczpospolita nr 77, 2000.

gnięcie jest testem wiarygodności banku centralnego, niezbędnym do prowadzenia skutecznej polityki pieniężnej. Tymczasem tylko raz w minionym dziesięcioleciu (w 1998 roku) udało się nie przekroczyć wyznaczonego celu inflacyjnego. Realny cel monetarny nie może abstrahować od fundamentów makroekonomicznych gospodarki. Obecnie narastający deficyt obrotów bieżących jest największym zagrożeniem makroekonomicznym, z jakim boryka się polska gospodarka. Bezpośrednia groźba kryzysu walutowego w wyniku głębokiej nierównowagi zewnętrznej może zmusić RPP do zmiany priorytetu polityki monetarnej. Dezinflacyjne działania banku centralnego muszą być jednak bardziej zdecydowanie wspierane przez odpowiednią politykę gospodarczą rządu. Polityka pieniężna NBP jest bowiem nieskuteczna wobec pozamonetarnych źródeł inflacji.

Literatura

Dąbrowski M., *Bolesna lekcja*, Rzeczpospolita nr 56, 2000.

Gotz-Kozierkiewicz D., *Refleksje o sile złotego*, Rzeczpospolita nr 261, 1999.

Józefiak C., *Zagrożenie uczy odpowiedzialności*, Rzeczpospolita nr 77, 2000.

Konstytucja Rzeczypospolitej Polskiej, art. 227, Dziennik Ustaw RP z 1997 r., nr 78, poz. 483.

Kozak-Lisiecka T., *Korzyści wyznaczania celów inflacyjnych*, Gospodarka Narodowa 1999, nr 7-8.

Lewandowska I., *Obrót bieżący wolny, kapitałowy z ograniczeniami*, Rzeczpospolita nr 272, 1998.

Matuszczak A., *Cele polityki pieniężnej w praktyce banków centralnych*, Zeszyty Naukowe WSB nr 4, Poznań 1998.

Prawo dewizowe, Dziennik Ustaw RP z 1998 r., nr 160, poz. 1063.

Rosati D., *W stronę rynku*, Rzeczpospolita nr 92, 2000.

Raport o inflacji 1998, NBP, Warszawa 1999.

Raport o inflacji 1999, NBP, Warszawa 2000.

Sławiński A., *Ewolucja mechanizmu kursowego w Polsce*, Gospodarka Narodowa 1999, nr 7-8.

Ustawa o Narodowym Banku Polskim, Dziennik Ustaw RP z 1997 r., nr 140, poz. 938.

THE MONETARY POLICY OF THE NATIONAL BANK OF POLAND IN 1998 AND 1999

Summary

The main purpose of this article is to analise monetary policy of National Bank of Poland pursued by the Monetary Policy Council e.g. in years 1998-1999. After presentation macroeconomic situation of Poland in this period, author described strategic target of monetary policy and charecterized implementation of particular monetary instruments (basic interest rates and rate of exchange). At the end of this article, author assessed effectiveness of monetary policy of NBP.