

# **Wyższa Szkoła Bankowa we Wrocławiu**

Marek Jakubicki

## **Polityka pieniężna Banku Centralnego Polski w latach 2000-2010**

Praca magisterska

Praca napisana pod kierunkiem  
dr Dominiki Tomaszewskiej

Wydział Finansów i Zarządzania  
Kierunek: Finanse i Rachunkowość  
Katedra Rynków Kapitałowych i Ubezpieczeń

Wrocław 2012

## Spis treści

<b>Wstęp .....</b>	<b>3</b>
<b>1. Bank centralny w systemie bankowym.....</b>	<b>5</b>
1.1. <i>Zarys historii pieniądza .....</i>	5
1.2. <i>Istota tworzenia banków centralnych .....</i>	15
1.3. <i>Zasady funkcjonowania systemu bankowego .....</i>	20
1.4. <i>Rynkowe stopy procentowe .....</i>	29
1.5. <i>Bank Centralny istota i funkcje .....</i>	32
1.6. <i>Niezależność Narodowego Banku Polskiego .....</i>	39
<b>2. Polityka pieniężna banku centralnego w gospodarce rynkowej.....</b>	<b>46</b>
2.1. <i>Instrumenty polityki pieniężnej.....</i>	46
2.1.1. <i>Przegląd klasyfikacji.....</i>	46
2.1.2. <i>Rezerwa obowiązkowa .....</i>	50
2.1.3. <i>Operacje depozytowo kredytowe .....</i>	54
2.1.4. <i>Operacje otwartego rynku.....</i>	61
2.2. <i>Cele polityki pieniężnej .....</i>	71
2.2.1. <i>Cel finalny .....</i>	71
2.2.2. <i>Cel pośredni .....</i>	72
2.2.3. <i>Cel operacyjny.....</i>	80
2.3. <i>Podstawowe strategie banków centralnych .....</i>	81
2.3.1. <i>Strategia monetarystyczna .....</i>	84
2.3.2. <i>Strategia zorientowana na potencjał .....</i>	86
2.3.3. <i>Strategia postkeynesowska.....</i>	88
2.3.4. <i>Strategia sterowania płynnością bankową.....</i>	89
2.3.5. <i>Strategia bezpośredniego celu inflacyjnego.....</i>	90
<b>3. Działania Banku Centralnego w wolnorynkowej Polsce .....</b>	<b>97</b>
3.1. <i>Sytuacja ekonomiczna Polski w okresie transformacji ustrojowej.....</i>	97
3.2. <i>Cele polityki pieniężnej w Polsce do roku 1999. ....</i>	99
3.3. <i>Średniookresowa strategia polityki pieniężnej na lata 1999-2003 .....</i>	102
3.4. <i>Polityka pieniężna po przystąpieniu Polski do Unii Europejskiej.....</i>	105
3.5. <i>Polityka pieniężna w dobie światowego kryzysu .....</i>	115
3.6. <i>Perspektywy wstąpienia Polski do strefy euro .....</i>	134
<b>Zakończenie .....</b>	<b>138</b>
<b>Literatura .....</b>	<b>139</b>
<b>Spis rysunków i tabel .....</b>	<b>143</b>

## Wstęp

Tematem pracy jest polityka pieniężna Narodowego Banku Polskiego. Opisano także drogę rozwoju banków centralnych, poczynając od powstania pieniądza a kończąc na nowoczesnych metodach kontrolowania jego podaży. W opracowaniu zostały uchwycone najistotniejsze momenty przeobrażania pieniądza aby zobrazować jego drogę od zwykłego kamienia do formy jaką znamy obecnie. Zebrane w ten sposób informacje pozwoliły wyjaśnić potrzebę tworzenia skomplikowanych systemów bankowych i rynków pieniężnych na świecie. Przedstawiona została istota powstawania banków centralnych – jako instytucji stabilizujących i kontrolujących sytuację gospodarczą danego kraju.

Głównym powodem powstania pracy, była chęć dokładniejszego poznania procesu zapoczątkowanego wiele tysięcy lat temu, który trwa do dziś przy wykorzystaniu nowoczesnej inżynierii finansowej – procesu tworzenia polityki pieniężnej kraju. Ponadto temat polityki pieniężnej wydaje się być bardzo atrakcyjnym, wymagającym wielu wyjaśnień, szczególnie w sytuacji, gdy skutki tejże polityki oddziałują na życie obywateli danego kraju.

Głównym celem postawionym przed tą pracą, jest próba ukazania wielowymiarowych zależności pomiędzy polityką pieniężną a gospodarką i sytuacją ekonomiczną danego kraju. Problemem do rozwiązania jest próba przedstawienia działań Narodowego Banku Polskiego w kontekście sytuacji makroekonomicznej Polski, Europy i świata.

Praca została podzielona na trzy rozdziały. Pierwszy z nich poświęcony jest zarysowi historii powstania pieniądza i procesowi krystalizowania się pierwszych banków centralnych na świecie. Opisuje także w skrócie sposób działania systemu bankowego, zasady nim rządzące i role poszczególnych jego elementów. Zarysowane zostało także zagadnienie niezależności banku centralnego.

Drugi rozdział opisuje zagadnienie polityki pieniężnej. Wymienione zostały instrumenty jakimi oddziałuje bank centralny na pozostałych uczestników rynku pieniężnego. Opisane także cele jakie stawia przed sobą polityka pieniężna oraz sklasyfikowano strategie, które do tych celów prowadzą. Rozdział ten jest pewnego rodzaju kompendium wiedzy, istotnej dla zrozumienia dalszej części pracy.

Rozdział trzeci opisuje konkretne działania jakie podejmował Narodowy Bank Polski na przestrzeni ostatnich lat w odpowiedzi na sygnały ekonomiczne dochodzące z kraju i ze świata. Z punktu widzenia celu pracy, rozdział ten jest najistotniejszą jej częścią. Pokazuje bowiem jak w praktyce wygląda zastosowanie poszczególnych instrumentów polityki pieniężnej Narodowego Banku Polskiego i w jaki sposób oddziałują one na sytuację ekonomiczną kraju. Szczególną uwagę poświęcono działaniom, jakie podjął Narodowy Bank Polski w odpowiedzi na globalny kryzys finansowy, który początek swój wziął w Stanach Zjednoczonych Ameryki Północnej w roku 2007.

W pracy korzystano zarówno z pozycji książkowych jak i źródeł internetowych. Szczególnie pomocna okazała się praca Wiesława Dębskiego „Rynek finansowy i jego mechanizmy podstawy teorii i praktyki”. W przystępny sposób opisuje ona instrumenty polityki monetarnej. Ponieważ praca opisuje wydarzenia z przeszłości, bardzo dobrym źródłem informacji były także dane ekonomiczne zamieszczone na stronie internetowej Narodowego Banku Polskiego [www.nbp.pl](http://www.nbp.pl).

# 1. Bank centralny w systemie bankowym

## 1.1. Zarys historii pieniądza

Głównym zadaniem banku centralnego jest regulowanie ilości pieniądza w obiegu. Warto zatem w tym miejscu odpowiedzieć na pytanie, od czego wzięła się historia pieniądza i dlaczego takie zadanie zostało powierzone właśnie takiej instytucji. Początków ewolucji pieniądza trzeba szukać w momencie, w którym ludzie zaczęli wymieniać jedną rzecz na drugą. Jest to ślad, od którego wzięła początek, mówiąc językiem ekonomicznym, wymiana towarowa. Nie da się powiedzieć, kiedy dokładnie ludzie zaczęli wymieniać się w ten sposób, jest to mianowicie najdłuższy okres w dziejach ludzkości, który historycy nazywają okresem gospodarki naturalnej zamkniętej<sup>1</sup>. Zanim jednak doszło do wymiany, ludzie musieli nagromadzić tyle tego samego przedmiotu, aby powstały nadwyżki: pewien nadmiar skór, zboża, noży garnków czy ozdób, które można było oddać w zamian za inne artykuły. Jednak można gromadzić pewne przedmioty, jeśli się wie, że mają one pewną wartość wymienną. Ludwik Krzywiecki (1859 – 1941, ekonomista, teoretyk rozwoju społecznego, teoretyk socjalizmu, profesor Szkoły Głównej Handlowej) opowiadał, że u Eskimosów, których głównym zajęciem i źródłem utrzymania jest polowanie, ogromna część skór szła na ubrania, obicia szkieletu łodzi, namioty a reszta leżała sobie bezużytecznie. Dopiero z chwilą przybycia Europejczyków sytuacja uległa zmianie. Wtedy już Eskimosi chowali skóry, a nawet służyły im one do wymiany między sobą, bo wiedzieli, że od białych dostaną - jakże potrzebne - topór czy nóż. W skórach zaczęto więc oceniać wszystkie przedmioty, stały się one miernikiem wartości, środkiem obrachunku – zaczęły spełniać rolę pieniędzy. Praktycznie każde plemię miało swój określony towar, który spełniał te zadania. Warunkiem pełnienia przez niego tej roli było to, aby był on powszechnie pożądanym i przyjmowanym. W ten sposób powstała wymiana<sup>2</sup>.

Ludzie uczestniczący w tej wymianie mieli pewne wyobrażenie o wartości oferowanych przez siebie towarów oraz towarów, które chcieli otrzymać w zamian, w sensie

---

<sup>1</sup> H. Cywiński, *Z dziejów pieniądza na świecie*, Krajowa Agencja Wydawnicza, Warszawa 1986, s. 6

<sup>2</sup> *Ibidem*, s. 7

rodzaju, ilości i jakości<sup>3</sup>. Tego rodzaju handel istniał jeszcze w starożytnym Egipcie, zanim pojawił się pieniądz. Rozwój wymiany nie następował równomiernie w różnych punktach globu. Były bowiem okolice bardziej i mniej mu sprzyjające. Handel nabierał żywszego tempa tam, gdzie na niezbyt dużej przestrzeni występowała znaczna różnorodność produktów. Były to głównie ziemie nadmorskie. Morze dostarcza bowiem innych surowców niż pobliskie obszary lądu, zwłaszcza jeśli są góryste.

Wymiana towaru za towar była jednak kłopotliwa, w wielu przypadkach zupełnie niemożliwa, ponieważ wartość towarów sprzedawanych przez poszczególne osoby musiała zawsze równać się wartości towarów kupowanych. Jeśli na przykład rolnik chciał dostać ryby na obiad, a miał na przykład krowę – wymiany dokonać nie mógł (za krowę otrzymałby dużo więcej ryb niż by potrzebował)<sup>4</sup>. Proces ten nie był łatwy również z innych powodów<sup>5</sup>:

- oferujący określony towar musiał znaleźć na niego nabywcę, który z kolei musiał posiadać towar potrzebny sprzedającemu,
- aby transakcja doszła do skutku, kontrahenci musieli uzgodnić w jakiej relacji wymienić ilości poszczególnych towarów.

Utrudnienia związane z barterem<sup>6</sup> sprawiły, że z czasem zaczęto wykorzystywać niektóre towary jako formę pieniądza. To znaczy, że zaczęto wymieniać towary nie na te, które są akurat potrzebne, lecz na dobra konsumpcyjne będące powszechnie w użyciu, tak zwany – pieniądz towarowy. Taką rolę pieniądza pełniły:

- sól, bursztyn;
- bydło, ryby, miód, zboże;
- siekiery, noże, broń palna, groty strzał;
- tytoń, alkohol, niewolnicy.

W krajach rolniczych jako pieniądz głównie służyło zboże. Ludy, u których największą rolę odgrywało pasterstwo i hodowla bydła, podstawową miarą wartości innych przedmiotów uczyniły zwierzę. Rzymska nazwa pieniądza - pecunia – świadczy, że i Rzymianie od

---

<sup>3</sup> P. Schaal, *Pieniądz i polityka pieniężna*, Państwowe Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 1996, s. 15.

<sup>4</sup> Z. Dobosiewicz, *Wprowadzenie do finansów i bankowości*, PWN Warszawa 2007, s. 17

<sup>5</sup> A. Dmowski, J. Sarnowski, D. Prokopowicz, *Finanse i bankowość, teoria i praktyka*, Difin, Warszawa 2008, s. 46

<sup>6</sup> Barter – transakcja polegająca na wymianie jednego towaru na drugi.

najdawniejszych czasów upatrywali bogactwo w bydle – pecus. Ludzkość zanim wprowadziła pieniądź i gospodarkę towarowo – pieniężną, wypróbowała setki rodzajów prymitywnego pieniądza (płody rolne, bydło, rośliny, nasiona itp.) ale okazało się, że najbardziej wygodnymi w użyciu były metale szlachetne, gdyż nie niszczyły się przy długim użyciu jak płótna, nie topiły się w wilgoci jak sól, transport ich nie sprawiał trudności, nie zajmowały bowiem wiele miejsca i prezentowały dużą wartość przy najmniejszej objętości, łatwo dzieliły się na określone części i za pomocą wagi dawały się dokładnie wymierzyć<sup>7</sup>. Znacznym usprawnieniem dla handlujących stało się zastąpienie towarów powszechnego użytku metalami. Najpierw były to metale nieszlachetne (żelazo, brąz, miedź). Jednak szybko przekonano się, że metale pospolite mogą pełnić jedynie funkcję drobnych monet. Wszędzie okazywało się, że mennice muszą sięgnąć po rzadsze i szlachetniejsze kruszce<sup>8</sup>. Dlatego później sięgnięto po metale szlachetne (srebro, złoto). Z czasem kruszec srebrny i złoty stał się coraz bardziej powszechny w skali światowej ze względu na swoje cechy:

- dużą wartość użytkową,
- łatwość transportu i przechowywania,
- podzielność,
- trwałość,
- łatwą rozpoznawalność w porównaniu z wartością innych towarów,
- małą ilość reprezentującą znaczną wartość (w porównaniu z innymi metalami).

Pierwotny pieniądź z metali szlachetnych występował w innej formie niż obecnie. Na przykład w połowie III tysiąclecia p.n.e. w Egipcie zaczęto używać pieniądza w formie metalowych sztab, w razie potrzeby ciętych na mniejsze części. Najstarsze zaś okrągłe monety metalowe znane są z Sardes w Lidii (Azja Mniejsza) z około 650r. p.n.e. Starożytne systemy były oparte na złocie, srebrze i miedzi, a wartość monet była równa wartości zawartego w nich metalu.

Ewolucja pieniądza metalowego do formy, którą posiadają aktualne monety następowała stopniowo (zob. rys. 1). Kruszce szlachetne krążyły początkowo jako surowe, nieobrobione kawałki złota lub srebra. Przy kupnie i sprzedaży trzeba było za każdym razem

---

<sup>7</sup> A. Dmowski, J. Sarnowski, D. Prokopowicz, *Finanse... op. cit.*, s. 12

<sup>8</sup> R. Sedillot, *Moralna i niemoralna historia pieniądza*, Wydawnictwo W.A.B., Warszawa 2002, s.48-49.

odważać i odrąbywać odpowiednią ilość metalu. Nazwa rubla, po polsku – rubla – od rąbać, zachowała w sobie ślady tego sposobu płacenia. Obok tego, już bardzo wcześnie zaczęto wyrabiać z metali pewne przedmioty użytkowe, na przykład pierścienie, siekiery, dzidy, kotwice itp.<sup>9</sup>

Rysunek 1. Ewolucja form pieniądza metalowego.



Źródło: A. Dmowski, J. Sarnowski, D. Prokopowicz, *Finanse i bankowość, teoria i praktyka*, Warszawa 2008, s. 48.

Już od dawna znani kupcy bili na kawałkach szlachetnych metali swoje stemple na znak, że kruszec jest niesfałszowany i ma dobrą wagę. Znaki te miały oczywiście charakter prywatny, ale nie były pozbawione znaczenia; umieszczone na bryłce kruszcu, budziły do niej większe zaufanie. Krok naprzód dokonał się wówczas, gdy na spłaszczonej bryłce odważonego kruszcu umieszczono nie znak prywatny, lecz państwowy, gwarantujący jego wagę i jakość, aby dokonać pierwszego „wynałazku” w kręgu krajów śródziemnomorskich<sup>10</sup>. Naprawdę był to wynalazek. Metalowe sztabki, którymi dotąd płacono były niewygodnym obciążeniem, bez względu na to, czy miały kształt prętów, płytek, toporków, czy gwoździ. Krażki okazały się praktyczne – można było je układać, robić rulony, a zatem szybko przeliczać. Łatwo je rozpoznać, potwierdzić ich autentyczność, opatrując pieczęciami po obu

<sup>9</sup> A. Dmowski, J. Sarnowski, D. Prokopowicz, *Finanse..., op. cit.*, s. 43.

<sup>10</sup> H. Cywiński, *Z dziejów..., op. cit.*, s. 22-23.



stronach. Oznakowane, trudniej się też zużywają, a zatem wolniej tracą na wartości, jeżeli krążek jest cienki, trudniej wypełnić go tanim, pospolitym metalem, czyli sfałszować<sup>11</sup>.

Twórcą pierwszego systemu monetarnego był król Lidii Alajtes (606 – 561 r. p.n.e.). Wprowadził on system dwukruszcowy, polegający na tym, że monety złote i srebrne obiegały obok siebie i miały tę samą wagę (10,91 g). Wzajemna ich wartość nie była przez panującego ustawowo ustalana. W praktyce złoty starter był wart tyle co srebrny o tej samej wadze. Dopiero jego syn - Krezus udoskonalił system pieniężny ojca, ustalając „astronomiczny” stosunek wartości monet złotych do srebrnych w wysokości 1:13,5 (stosunek obrotów słońca i księżyca)<sup>12</sup>.

System ten nazwano systemem bimetalicznym (dwumetalowym). Miał on jednak pewne wady. Duży wzrost produkcji złota lub srebra musiał bowiem prowadzić do zmian w relacji wartości tych dwóch kruszców, a to powodowało zakłócenia. Na przykład odkrycie w połowie XIX wieku dużych złóż złota w Kalifornii i w Australii spowodowało pogorszenie relacji między ceną złota a srebra, a ponieważ stosunek wartości monet nie uległ zmianie, ludność odkładała monety srebrne, przez co poważnie zmalała ilość tych monet w obiegu<sup>13</sup>. Również Fejdon z Argolidy (VII w. p.n.e.) bił pierwsze obok lidyjskich monety. Władca ten puścił jednak w obieg monetę srebrną. System ten nazywamy systemem monometalicznym (jednometalowym). Od chwili wybicia pierwszych monet w Lidii i Argolidzie, kawałek kruszcu, opatrzony znakiem, nabrał szczególnego znaczenia. Stempel lub imię króla stanowiło rękojmię, że zawartość czystego metalu, srebra czy złota oraz przyjęta w danym kraju waga pieniądza jest właściwa. Monety trzeba było liczyć a nie ważyć. Ta wielka rewolucja wpłynęła na wytworzenie się nowych pojęć w umysłowości ludzkiej. Mimo zmiany formy pieniądza na krążki metalu i stawianiu pieczęci, nadal dość powszechny był proceder „psucia pieniądza”. Do najczęściej spotykanych form psucia pieniądza należało tak zwane „dokarmianie” – zmniejszanie zawartości cennego metalu na rzecz tańszego oraz tak zwane „strzyżenie” – zeszkrobywanie warstwy metalu, opiłowywanie<sup>14</sup>. Doprowadziło to do sytuacji, na którą jako jeden z pierwszych zwrócił uwagę M. Kopernik - zjawisko inflacji, polegające na nadmiernym obiegu monet, o mniejszej niż dotychczas zawartości kruszcu. Następnie zauważył, że gdy pieniężny popyt na towary wzrasta, ceny wówczas rosną.

---

<sup>11</sup> R. Sedillot, *Moralna...*, *op. cit.*, s.54.

<sup>12</sup> H. Cywiński, *Z dziejów...*, *op. cit.*, s. 23-24.

<sup>13</sup> Z. Dobosiewicz, *Wprowadzenie...* *op. cit.*, s. 19

<sup>14</sup> A. Dmowski, J. Sarnowski, D. Prokopowicz, *Finanse...* *op. cit.*, s. 43.

Nadmiaru środków płatniczych nikt nie nazywał jeszcze inflacją, ale to zjawisko już istniało. Kiedy masa środków płatniczych rosła szybciej niż ilość dóbr, które można było kupić, ceny zaczynały wzrastać. Gdy konsumenci zauważyli tę tendencję, obawiając się dalszej zwyczajności cen, kupowali więcej, a wtedy względy psychologiczne dołączyły do ekonomicznych.

Wszystko zaczęło się w Ameryce, gdzie pionierzy mieli dużo metalu, a o towary było trudno. Błyskawicznie rosły ceny odzieży, tkanin, koni, wina. Identyczna sytuacja była widoczna w Niemczech, Anglii, Szwajcarii i we Włoszech. Ceny rosły szybko, zaś płace i czynsze dzierżawne bez porównywania wolniej, dlatego wyraźnie zmieniały się warunki życia społeczeństw. Ceny rosły przeciętnie o 300 procent w ciągu stu lat, zboże zdrożało o 400 procent.<sup>15</sup> W roku 1884, jeszcze przed pojawieniem się kruszcu południowoafrykańskiego, masa złota monetarnego (w bankach i w obiegu) sięgała około 5350 ton. Trzydzieści lat później, w roku 1914 wzrosła do 13 120 ton. Pierwsze miejsce w hierarchii przypadło w tym okresie Stanom Zjednoczonym, kolejne Francji, Rosji, Niemcom, Wielkiej Brytanii. Łącznie tych pięć państw było w posiadaniu trzech czwartych monetarnych zasobów świata. Wobec takiej obfitości złotego pieniądza srebrne monety znaczyły stosunkowo niewiele i najczęściej służyły do codziennych, drobnych transakcji. Ale już od dawna inne środki płatnicze rywalizowały z metalem i powoli go zastępowały. Zaczęła się kariera pieniądza papierowego<sup>16</sup>. Wynalazcy papieru, Chińczycy, jako pierwsi wprowadzili także papierowy pieniądz. „Co robisz, rób ostrożnie” – taki napis widniał na najstarszych pieniądzach papierowych, których używano w Chinach już od 119 r. p.n.e. . Przypominał on, że przyrzeczenia zapłaty nie należy wystawiać zbyt lekkomyślnie, nie mając pokrycia w kruszcu<sup>17</sup>.

W końcu XVII wieku powstał banknot angielski. Kupcy angielscy, z braku zaufania do królewskiej mennicy, składali swe oszczędności na przechowanie złotnikom. Bankierzy złotnicy wystawiali swoim klientom kwity, zwane notami. Od połowy XVII wieku, gdy złotnicy zaczęli się nazywać bankierami, pokwitowania te zaczęto nazywać także „bankers notes” (stąd banknoty). W Anglii noty te zdobyły sobie, jako środek wymiany zastępujący monetę, zaufanie i były powszechnie przyjmowane. Noty te zaczęto z czasem wystawiać na okaziciela. Posiadacz takiej noty, mając dług do uregulowania, nie musiał więc chodzić do złotnika i podejmować od niego depozyt w gotówce, tylko po to aby wręczyć go swemu

---

<sup>15</sup> R. Sedillot, *Moralna... op. cit.*, s.103- 105.

<sup>16</sup> *Ibidem*, s. 123.

<sup>17</sup> H. Cywiński, *Z dziejów... op. cit.*, s. 93.

wierzycielowi, lecz mógł przekazać mu notę na okaziciela. W ten sposób, jeszcze przed założeniem Banku Anglii, zaczęto na szeroką skalę dokonywać płatności, bez użycia gotówki, za pomocą not. Z czasem złotnicy zaczęli wystawiać kwity depozytowe, nawet wtedy, gdy nie mieli na nie pełnego pokrycia w złocie i srebrze. Było to możliwe dzięki zaufaniu, jakim klienci darzyli złotników. Bankierzy bowiem, szybko zorientowali się, że mogą trzymać w swej kasie stosunkowo niewielką rezerwę gotówkową, na pokrycie codziennym wypłat. Zaczęli też wystawiać własne noty przy okazji udzielania swym klientom pożyczek oprocentowanych. Pożyczali też ogromne sumy państwu.

W ten sposób w obiegu, obok monety, pojawiły się banknoty wymienne na złoto, które w miarę upływu czasu zaczęły odgrywać coraz większą rolę. Na przykład w USA w 1860 roku obiegało prawie tyle samo monet złotych, co banknotów na nie wymienialnych, natomiast w pierwszej połowie XX wieku w obiegu znajdowało się prawie 14 razy więcej banknotów niż złotych monet. Banknoty zastąpiły więc złoto w obiegu. Aż do I wojny światowej banknoty były wszędzie wymienialne na pieniądz kruszcowy<sup>18</sup>.

Teoretycy pieniądza i praktycy XX wieku rzucili hasło detronizacji złota i przejścia na stałe do systemu waluty papierowej, nazywanej często walutą państwową. Już dawniej poruszano tę kwestię, ale dopiero od chwili ukazania się w 1905 książki J. F. Knappa, „O państwowej teorii pieniądza”, rozgorzały wokół problematyki pieniądza papierowego zajadłe dyskusje. Autor udowodnił, że pieniądz papierowy może zastąpić złoto. Według Knappa papier może zostać pieniądzem, jeśli państwo nada mu taką własność<sup>19</sup>.

Dlatego też pieniądz złoty podlegał ewolucji. Wprowadzano coraz więcej utrudnień mających na celu ograniczyć ilość złota przeznaczanego na cele monetarne.

W przeszłości występowały trzy systemy wymienialności na złoto:

- system pełnej wymienialności na złoto,
- system sztabowo-złoty,
- system dewizowo-złoty.

W systemie pełnej wymienialności pieniądza papierowego na złote monety, każdy kwit depozytowy był wymieniany na złote monety o tej samej wartości bez ograniczeń.

---

<sup>18</sup> *Ibidem*, s. 93-97.

<sup>19</sup> *Ibidem*, s. 129.

W systemie sztabowo-złotym banknoty nie były wymieniane na złote monety, lecz na sztaby złota. Istniało przy tym ograniczenie co do minimalnej wartości kwoty wymiany. Na przykład w dziewiętnastowiecznej Francji banknoty o wartości 200 tys. franków wymieniano na sztabę złota o wadze 12kg. Był to więc system ograniczonej wymienialności pieniądza papierowego na złoto.

System dewizowo-złoty wprowadzony został na skutek ograniczonych zasobów złota. W systemie tym zabezpieczeniem emisji pieniądza krajowego stały się waluty obce, wymienialne na złoto, nie zaś samo złoto. System ten był bardzo korzystny dla krajów posiadających zasoby złota. Walutą taką do roku 1971 był dolar amerykański. Kraje, które chciały mieć rezerwy, musiały je natomiast zarobić poprzez wygospodarowanie nadwyżki bilansu płatniczego z USA. W rezultacie kraje te kredytowały Stany Zjednoczone.

Po zakończeniu wymienialności dolara amerykańskiego na złoto, od roku 1971 w gospodarce światowej mamy do czynienia wyłącznie z pieniądzem papierowym niewymienialnym na złoto. Do jego cech podstawowych należą:

- nie posiada wartości materialnej,
- obowiązuje, gdy władze danego kraju wydadzą akt prawny (przymus stosowania),
- obowiązuje na terytorium danego kraju,
- przestaje być miernikiem wartości w warunkach silnej inflacji,
- może się zdeprecjonować do wartości papieru.

W XX wieku stopniowo nastąpiła więc dematerializacja pieniądza. Pieniądz złoty i srebrny przestał odgrywać podstawową rolę, został on zastąpiony przez banknoty i bilon, czyli znaki pieniężne. Koszt emisji pieniądza papierowego jest bardzo mały w stosunku do jego wartości, dlatego też, aby nie powtórzyła się sytuacja sprzed lat – wysoka inflacja, banki centralne różnych krajów pracują pod nadzorem innych instytucji. W Polsce taką rolę kontrolującą pełni Rada Polityki Pieniężnej<sup>20</sup>.

Banknoty i monety nazywa się także pieniądzem gotówkowym. Do niedawna stanowił on podstawową formę pieniądza. Jednak obok pieniądza gotówkowego już w średniowieczu pojawił się pieniądz bezgotówkowy, czyli skrupulatny (istniejący tylko w formie zapisu). Jest on tworzony przez banki, które przeprowadzają operacje bezgotówkowe – przekazują pieniądz z rachunku na rachunek. To właśnie rachunek bankowy jest dla jego posiadacza

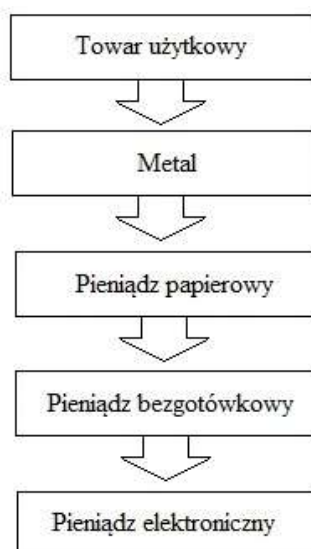
---

<sup>20</sup> Z. Dobosiewicz, *Wprowadzenie... op. cit.*, s. 21.

swoistą formą pieniądza, można go wykorzystywać do zakupów (obecnie – między innymi dzięki wystawianiu czeków i operacjom kartami płatniczymi, dawniej – dzięki notom depozytowym)<sup>21</sup>.

Praktyka okazała, że wygodniej i bezpieczniej jest ulokować gotówkę w banku, na rachunku na żądanie czy na określony termin, niż przechowywać w domu. Dlatego coraz częstszą formą stawało się także regulowanie różnego rodzaju zobowiązań bezgotówkowo, w postaci przesuwania siły nabywczej z konta dłużnika na konto wierzyciela, nawet gdy obaj mieli konta w różnych bankach. W tym celu dłużnik, posiadacz rachunku musiał wydać odpowiednie polecenie swemu bankowi. Gotówką zaczęto regulować tylko drobne płatności<sup>22</sup>. Pieniądz zatem zdematerializował się, stał się wyłącznie zmieniającym się zapisem na kontach właścicieli rachunków prowadzonych przez banki. Zapis ten – stan na koncie w banku, jest w miarę potrzeby (dla obrotu gotówkowego) wymieniany na pieniądz papierowy. Pieniądz bezgotówkowy umożliwił kreację pieniądza bankowego na wielką skalę.<sup>23</sup>

Rysunek 2. Proces dematerializacji form pieniądza.



Źródło: A. Dmowski, J. Sarnowski, D. Prokopowicz, *Finanse i bankowość, teoria i praktyka*, Warszawa 2008, s. 53.

<sup>21</sup> *Ibidem*, s. 21.

<sup>22</sup> A. Dmowski, J. Sarnowski, D. Prokopowicz, *Finanse... op. cit.*, s. 53.

<sup>23</sup> T. Gruszecki, *Teoria pieniądza i polityka pieniężna*, Oficyna Ekonomiczna, Kraków 2004, s. 81.

Ostatnią jak na razie formą pieniądza jest pieniądz elektroniczny (zob. rys. 2) spotykany na przykład w rozliczeniach kartami płatniczymi (kredytowymi, debetowymi). W tym wypadku nie istnieje już nawet zapis materialny na kontach, jego rolę przejmują impulsy elektroniczne jako nośnik informacji o stanie konta. Rachunki znajdują się w pamięci komputera, w którym w miarę dokonywania transakcji są przeprowadzane błyskawiczne zmiany stanu kont. Rozrachunki, które kiedyś stanowiły domenę bankierów, teraz są przeprowadzane automatycznie. Szybki przepływ informacji i możliwość dokonywania zmian sald w czasie rzeczywistym pozwoliły na błyskawiczne przeprowadzanie gigantycznych transakcji na rynku finansowym, przyspieszenie obiegu pieniądza w gospodarce w wymiarze światowym i olbrzymi wzrost wielkości obrotów na rynkach pieniężnych i kapitałowych.

Nowelizacja ustawy „Prawo bankowe” z 2001 roku (Dz. U. nr 111, poz. 1195) wprowadziła ustawową definicję pieniądza elektronicznego. Zgodnie z nią „pieniądz elektroniczny to wartość pieniężna stanowiąca elektroniczny odpowiednik znaków pieniężnych, która spełnia łącznie następujące warunki:

- jest przechowywana na elektronicznych nośnikach informacji,
- jest wydawana do dyspozycji na podstawie umowy w zamian za środki pieniężne o nominalnej wartości nie mniejszej niż ta wartość,
- jest przyjmowana jako środek płatniczy przez przedsiębiorców innych niż wydający ją do dyspozycji,
- na żądanie jest wymieniana przez wydawcę na środki pieniężne,
- jest wyrażony w jednostkach pieniężnych.

Umowność formy pieniądza umożliwiła powstanie wielu innych instrumentów na rynkach kapitałowych i pieniężnych, które mają coraz bardziej abstrakcyjny charakter, to znaczy są oderwane od bezpośredniego obrotu towarowego i pieniężnego. Nigdzie obecnie nie ma już pokrycia pieniądza w złocie, wyłącznym pokryciem jest zaufanie<sup>24</sup>.

Resumując należy stwierdzić, że przez całe tysiąclecia wartość pieniądza była powiązana z wartością jakiegoś towaru. Istota pieniądza określana jest przez spełnianie przez niego funkcje. Z historycznego punktu widzenia następuje proces nieustannej dematerializacji pieniądza (zob. rys. 3). W praktyce pieniądzem może być wszystko, co

---

<sup>24</sup> *Ibidem*, s. 81-82.

spełnia funkcje pieniądza – czyli wszystkie środki, które pełnią funkcje pieniądza, należy uznać za pieniądź. Jego forma oraz materia nie mają w tym przypadku znaczenia<sup>25</sup>.

### *1.2. Istota tworzenia banków centralnych*

Emitowanie banknotów było bardzo ryzykowną operacją, bowiem za pożyczki udzielane w papierowych banknotach pobierano wysokie procenty. Z tego powodu stało się ono powodem licznych nadużyć. Wobec tego władze państwowe w wielu krajach ograniczyły od XVIII wieku swobodę emitowania banknotów, uzależniając wysokość emisji od kapitału własnego banku lub sumy posiadanych przez niego wkładów. Stopniowo zmniejszano ilość banków emitujących banknoty. Z biegiem czasu emisja banknotów została zastrzeżona tylko dla jednego banku, tzw. emisyjnego (później banku centralnego). Oprócz tego koszt emisji pieniądza jest bardzo mały w stosunku do jego wartości, dlatego też, aby nie powtórzyła się sytuacja sprzed lat – wysoka inflacja, banki centralne różnych krajów pracują dzisiaj pod nadzorem innych instytucji. W Polsce taką rolę kontrolującą pełni Rada Polityki Pieniężnej<sup>26</sup>.

Pierwszym historycznie bankiem emisyjnym był Ban Szwecji (Sveriges Riksbank), utworzony w 1668 r. z banku prywatnego, powstałego dwanaście lat wcześniej. Był to bank państwowy, posiadający monopol na emisję banknotów i obsługujący w zakresie kredytów Królestwo Szwecji. Mimo że Bank Szwecji jest najstarszym bankiem centralnym, to jednak rzeczywisty rozwój bankowości centralnej wiąże się z utworzeniem Banku Anglii (1694 r.). Wynika to zarówno z doniosłej roli tworzącego się wówczas Imperium Brytyjskiego w rozwoju gospodarczym świata, jak i z nowoczesności rozwiązań instytucjonalno-finansowych, na jakich oparta została ta, najważniejsza przez długie lata, instytucja finansowa świata. Bank Anglii utworzony został przez parlament jako spółka akcyjna, której kapitał pochodził z publicznej subskrypcji. Taki status banku przetrwał do XX w. W marcu 1946 r. Bank Anglii przeszedł na własność państwa.

Podstawowym celem utworzenia banku była chęć zmonopolizowania w jego ręku emisji banknotów. W banku utworzone zostały dwa departamenty: emisyjny i bankowy. Pierwszy zajmował się wyłącznie emisją banknotów i odpowiadał za kształtowanie się obiegu pieniężnego. Drugi natomiast prowadził na szeroką skalę operacje kredytowo-depozytowe. Wypełnianie przez bank funkcji agenta finansowego rządu i banku emisyjnego wzmacniało

---

<sup>25</sup> A. Dmowski, J. Sarnowski, D. Prokopowicz, *Finanse... op. cit.*, s. 55-56.

<sup>26</sup> Z. Dobosiewicz, *Wprowadzenie... op. cit.*, s. 21.

zaufanie do tej instytucji, a korzystając z dobrej reputacji – przyciągał on depozyty z kraju i z zagranicy. Stał się podstawą finansowania imperialnych przedsięwzięć Anglii.

W miarę upływu czasu Bank Anglii w coraz większym stopniu stawał się bankiem banków. Utrzymywanie w nim rachunków i depozytów przez banki prywatne okazało się bezpieczne i wygodne. Umożliwiało uproszczenie rozliczeń między bankami poprzez przesuwanie (krążenie) wkładów z konta na konto (tzw. Konta żyrowe – od włoskiego słowa giro, co oznacza krąg, koło). Rozwiązanie to nosiło korzyści bankom prywatnym. Okazało się, także korzystne dla Banku Anglii. Zwiększyło jego możliwości kredytowe oraz zapewniło skuteczną kontrolę sytuacji pieniężnej. W ten sposób zapoczątkowana została nowa, niezwykle istotna funkcja tego banku jako podstawowego ogniwa rozliczeń finansowych i transferów pieniężnych. To wszystko kształtowało przesłanki do przejęcia przez tę instytucję roli strażnika pieniądza i zdrowych stosunków finansowo-kredytowych. Ewolucja i rozwój Banku Anglii miały zasadnicze znaczenie dla rozwoju centralnej bankowości w innych państwach i regionach świata.

Przy znacznym poparciu Pierwszego Konsula (Napoleona Bonaparte) w 1800 r. powołany został Bank Francji. Początkowo instytucja ta miała wspierać rozwój handlu i przemysłu poprzez mobilizację prywatnych kapitałów. Dopiero w 1803 r. Bank otrzymał wyłączny przywilej emisyjny w Paryżu, a w 1848 r. – w skali całego kraju. Przyznając prawo emisji banknotów, rząd zastrzegł sobie silny wpływ na jego działalność, mimo że przez długi czas pozostawał on instytucją prywatną. Znamienne były słowa Napoleona I, że „bank bardziej jest Cesarza niż akcjonariuszy, gdyż bije monetę”. Podobnie jak Bank Anglii także Bank Francji podlegał głębokiej ewolucji. W miarę upływu czasu stawał się bankiem i kasjerem państwa francuskiego. Stopniowo zmniejszała się jego rola w dziedzinie kredytu bezpośredniego dla przemysłu i handlu oraz innych gałęzi gospodarki narodowej, zwiększało się natomiast oddziaływanie na sektor bankowy jako całości. Bank Francji stawał się bankiem banków. W jego skarbcach zgromadzone były rezerwy złota i dewiz kraju oraz depozyty banków komercyjnych. Z drugiej strony Bank rozwijał działalność refinansową, przede wszystkim poprzez redyskonto weksli przedkładanych przez banki prywatne.

W pierwszym trzydziestoleciu XIX w. miała miejsce prawdziwa eksplozja bankowości emisyjnej w Europie. W 1814 r. utworzony został Bank Holandii.<sup>27</sup> Powstał on na gruzach Banku Amsterdamskiego – ostatniego banku na świecie, który utrzymywał stuprocentową

---

<sup>27</sup>W. Baka, *Bankowość centralna funkcje-metody-organizacja*, Biblioteka Menedżera i Bankowca, Warszawa 1998, s. 14-16



stopę rezerw<sup>28</sup>. Trzy lata później (1817) powołany został Narodowy Bank Austrii. Głównym zadaniem tego banku było uzdrowienie sytuacji pieniężnej, która – w rezultacie nadmiernej emisji pieniądza papierowego przez rząd – uległa kompletnemu załamaniu. W 1817 utworzony został Bank Norweski, który pod względem statusu wzorowany był na Banku Szwecji. W 1818 r. założony został Narodowy Bank Kopenhaski, przekształcony następnie w Narodowy Bank Danii. Skandynawia znalazła się więc na czele przemian w kierunku nowoczesnej gospodarki pieniężnej. Ósmym z kolei bankiem nowego typu był Bank Polski, założony w 1828 r.

Dyskusja nad ideą banku narodowego – rozpoczęta jeszcze przed rozbiorami – mieściła się w głównym nurcie debat nad naprawą Rzeczypospolitej. Myśl o założeniu banku publicznego powstała w związku z zapotrzebowaniem na kredyt ze strony ziemiaństwa, rodzącej się burżuazji i państwa. Ważną przesłanką tej idei było przeprowadzenie reformy pieniężnej w 1766 r. po okresie intensywnej dewaluacji pieniędzy, jaka miała miejsce w „błogich czasach saskich”. Jak głosiło postanowienie królewskie Cesarza Rosji i Króla Polski Mikołaja I w sprawie utworzenia i działania Banku Polskiego – „jego celem miało być zaspokojenie długu publicznego, tudzież rozszerzenie handlu, kredytu i przemysłu narodowego. Bank uzyskał prawo emisji biletów bankowych, tak aby bez najmniejszej zwłoki i bez żadnego potrącania, żądaniu zgłaszających się do wymiany tych biletów zadość uczynić był w stanie”. Bank Polski miał status banku państwowego. Odegrał wybitną rolę w zapoczątkowaniu uprzemysłowienia ziem polskich. Z działalnością Banku Polskiego wiąże się powstanie licznych ognisk życia gospodarczego, między innymi: Zakładów Starachowickich, Huty Bankowej, Zakładów Żyrardowskich. Bank położył też duże zasługi w rozwoju handlu wewnętrznego i zagranicznego. Niestety, po krótkim okresie świetności zaczął się stopniowy demontaż banku. W odwet za Powstania Listopadowe i Styczniowe władze carskie ograniczyły autonomię Banku Polskiego.

Kolejna faza rozwoju bankowości emisyjnej przypada na drugą połowę XIX w. W 1850 r. założony został Bank Belgii, a w 1856 r. Bank Hiszpanii. Obydwa uzyskały monopol emisyjny i specjalny status w relacjach z rządem. W 1860 r. powołany został Bank Państwa w Rosji. Od początku był to bank państwowy, ściśle podporządkowany rządowi. Jego misja obejmowała szeroki zakres zadań: dokonanie wymiany pieniędzy i zaprowadzenie trwałego ładu w stosunkach pieniężnych, mobilizowanie środków finansowych do modernizacji kraju, budowy infrastruktury i rozwoju rynku, promowanie działalności przemysłu, rolnictwa,

---

<sup>28</sup> J. Huerta De Soto, *Pieniądz, kredyt bankowy i cykle koniunkturalne*, Instytut Ludwiga von Misesa, Warszawa 2009, s. 73.

handlu wewnętrznego i eksportu. Bank działał w ścisłej współpracy i pod nadzorem Ministerstwa Skarbu.

W kilka lat po utworzeniu przez Bismarcka Rzeszy Niemieckiej powołany został w 1875 r. Niemiecki Bank Rzeszy. Po raz pierwszy zastosowano formułę mieszanej państwowo-prywatnej spółki jako formy własnościowej banku. Większość udziałów należała do osób prywatnych. Rząd cesarski zarezerwował sobie natomiast prawo do mianowania zarządu banku, podczas gdy akcjonariusze oddziaływali za pośrednictwem Rady, wybieranej przez Zgromadzenie Akcjonariuszy. Rzeczywista władza nad bankiem znajdowała się jednak w rękach rządu.

W 1882 r. założony został pierwszy bank emisyjny poza kontynentem europejskim – Bank Japonii. Bezpośrednim impulsem, który skłonił cesarza do utworzenia banku, było dążenie do opanowania chaosu w systemie pieniężnym i w gospodarce oraz podjęcie rozległego programu modernizacji kraju.

W ten sposób na przełomie XIX i XX w. we wszystkich czołowych państwach europejskich działały banki emisyjne. Charakteryzowały się one wspólnymi cechami:

- posiadaniem wyłącznego prawa emisji banknotów na obszarze właściwych państw,
- podporządkowaniem emisji pieniądza regułom systemu waluty złotej, jako podstawy pełnej wymienialności banknotów na pieniądz pełnowartościowy (złoto lub srebro),
- wypełnianiem roli bankiera rządu, co wiązało się na ogół z bezpośrednim kredytowaniem wydatków państwowych na ulgowych zasadach, bądź przy pomocy obligacji państwowych gwarantowanych przez bank,
- wypełnianiem funkcji kredytodawcy ostatniej instancji wobec banków komercyjnych oraz instytucji ułatwiającej rozliczenia pieniężne pomiędzy bankami.

Różniły się natomiast, jeśli chodzi o zaangażowanie w bezpośrednie kredytowanie przemysłu, handlu i innych gałęzi gospodarki. W niektórych bankach funkcja ta była bardzo silnie rozwinięta. Inne, które również nie unikały tego rodzaju działalności, koncentrowały się przede wszystkim na regulowaniu obiegu pieniężnego i działały głównie jako banki banków.

W procesie formowania się bankowości centralnej na kanwie banków emisyjnych ważnym wydarzeniem było utworzenie w 1913 r. banku centralnego Stanów Zjednoczonych, czyli Systemu Rezerwy Federalnej. Ta decyzja Kongresu USA miała bezpośredni związek z nasilającymi się zakłóceniami w gospodarce, wynikającymi z cyklu koniunkturalnego. Krajem wstrząsały coraz częstsze i głębsze kryzysy. Za jedną z najistotniejszych przyczyn

tego zjawiska uznawano słabość ówczesnego systemu pieniężnego i bankowego. Rozwojowi nowoczesnych form gromadzenia kapitału (spółki akcyjne) i organizacji produkcji (wielkie korporacje) nie był w stanie sprostać wybitnie zdecentralizowany system pieniężny. W owym czasie w USA działały już setki banków komercyjnych, a każdy z 48 stanów miał prawo emisji banknotów. Z tego powodu w 1907 r. z kraj znalazł się w głębokim i rozległym kryzysie ekonomicznym. Masowo bankrutowały banki, miliony ludzi utraciło oszczędności, wybuchła powszechna panika.

Wydarzenia te przyspieszyły proces porządkowania systemu pieniężnego. W 1908 r. Kongres powołał Narodową Komisję Monetarną, której zadaniem było przygotowanie założeń nowego ładu pieniężnego oraz projektu banku centralnego. W 1913 r. na mocy Federal Reserve Act rozpoczął działalność System Rezerwy Federalnej. Bank centralny USA w sposób znaczący różni się od banków europejskich. Zadecydowały o tym historia, tradycje oraz układ stosunków politycznych i gospodarczych.

Od chwili utworzenia, głównym celem Rezerwy Federalnej było elastyczne kształtowanie podaży pieniądza i ułatwianie dyskonta weksli handlowych tak, aby nie dopuścić do kryzysów nadprodukcji i recesji z jednej strony oraz do nadmiernego wzrostu cen i obniżenia poziomu siły nabywczej pieniądza – z drugiej. Równoległym zadaniem stał się nadzór nad sektorem bankowym, zwłaszcza z punktu widzenia przeciwdziałania nierozważnemu dysponowaniu przez banki powierzonymi depozytami. Oznaczało to znaczne rozszerzenie funkcji i zakresu działania banku amerykańskiego w stosunku do europejskich banków emisyjnych. Biorąc ponadto pod uwagę organizację i mechanizm instytucjonalne, a przede wszystkim konstytucyjne cele działalności, można powiedzieć, że utworzenie Systemu Rezerwy Federalnej znamionuje przejście od klasycznej bankowości emisyjnej do bankowości centralnej<sup>29</sup>.

---

<sup>29</sup> W. Baka, *Bankowość centralna... op. cit.*, s.16.

### 1.3. Zasady funkcjonowania systemu bankowego

Historia pokazuje, jak trudnym i skomplikowanym jest proces kreacji pieniądza. Bez sprawdzonych regulacji i prawa nieumiejętne zarządzanie pieniądzem może w prosty sposób doprowadzić do zawirowań i załamań na rynku całego kraju. Dlatego też w dzisiejszych czasach aby zapewnić stabilność gospodarczą i zapobiec nadużyciom wykrystalizowały się systemy bankowe jako podstawa dla funkcjonowania obrotu gospodarczego.

System Bankowy obejmuje całokształt instytucji bankowych, a także normy określające wzajemne powiązania i stosunki z otoczeniem. Jednak o systemie bankowym można mówić dopiero wówczas, gdy rozwój banków, a także rynków finansowych, pozwoli na ustalenie zasad struktury tego systemu. Dlatego też dopiero powstanie wielopoziomowego układu, złożonego z banku centralnego i banków komercyjnych, jest uznawane za podstawę do określenia systemu bankowego<sup>30</sup>.

Funkcje systemu bankowego można scharakteryzować następująco<sup>31</sup>:

- stworzenie mechanizmów gromadzenia środków oraz ich inwestowania w różne przedsięwzięcia,
- zapewnienie możliwości dokonywania płatności między podmiotami gospodarczymi, transferu w czasie i ponad granicami,
- zapewnienie skutecznych rozwiązań w zakresie zarządzania ryzykiem bankowym,
- zapewnienie informacji cenowej, co stwarza możliwości podejmowania decyzji przed podmioty gospodarcze,
- stworzenie warunków do transformacji środków inwestowania (pod względem czasu, wielkości i ryzyka).

System bankowy składa się z instytucji o określonych właściwościach i określonych wzajemnych relacjach między tymi instytucjami. W procesie historycznego rozwoju nastąpiło wyodrębnienie banku emisyjnego spośród ogółu banków depozytowo-kredytowych, co dało początek formowaniu się bankowości centralnej i dwupoziomowego systemu bankowego.

---

<sup>30</sup> M. Iwanicz-Drozdowska, W. L. Jaworski, Z. Zawadzka, *Bankowość zagadnienia podstawowe*, Poltex, Warszawa 2010, s. 21.

<sup>31</sup> W. L. Jaworski (red.), *Współczesny bank*, Poltex, Warszawa 1999, s.17.

Dwupoziomowość systemu bankowego jest cechą, wynikającą z fundamentalnych zasad współczesnej gospodarki pieniężno-rynkowej. W systemie tym poziom pierwszy stanowi bank centralny, natomiast poziom drugi – ogół banków komercyjnych, niezależnie od<sup>32</sup>:

- rodzajów działalności (banki uniwersalne, specjalistyczne, na przykład banki inwestycyjne, hipoteczne, akceptacyjno-gwarancyjne, kasy oszczędnościowo-pożyczkowe),
- przedmiotu działalności (banki ogólnogospodarcze, banki branżowe – rolne, budowlane, eksportowo-importowe),
- charakteru rynku (banki detaliczne, hurtowe, hurtowo-detaliczne, apeksowe),
- formy własności (banki prywatne, komunalne, państwowe, spółdzielcze, z kapitałem zagranicznym itp.),
- formy prawnej (spółki akcyjne, spółdzielnie, przedsiębiorstwa państwowe itp.),
- formy organizacyjnej (banki jednooddziałowe, wielooddziałowe, grupy bankowe, holdingi, stowarzyszenia itp.),
- obszaru działania (banki lokalne, regionalne, krajowe, międzynarodowe).

Na rozwój systemów bankowych wywiera wpływ porządek społeczny i gospodarczy, który określa społeczne wartości i cele gospodarcze, struktura i wielkość popytu na usługi bankowe, regulacje prawne działań bankowych oraz skłonność banków do innowacji<sup>33</sup>. Wszystkie te czynniki są ze sobą ściśle powiązane i należy je rozpatrywać we wzajemnym związku. Dostosowanie struktury systemu bankowego, a zwłaszcza dostosowanie programu usług bankowych do potrzeb klientów, jest przesłanką dynamicznego rozwoju systemu bankowego. Do cech środowiska, w którym obecnie działają banki, można zaliczyć między innymi<sup>34</sup>:

- zanikanie tradycyjnych barier między poszczególnymi typami instytucji finansowych,
- tendencje do zmniejszania liczby banków poprzez tworzenie instytucji w ramach regionalnych ugrupowań,
- tendencje do powstawania holdingów i konglomeratów finansowych,

---

<sup>32</sup> W. Baka, *Bankowość centralna... op. cit.*, s.28.

<sup>33</sup> W. L. Jaworski (red.), *Współczesny... op. cit.*, s. 18.

<sup>34</sup> J. K. Solarz, Biblioteka Menedżera i Bankowca, *Rozwój systemów bankowych*, Warszawa 1996, s. 91.

- liberalizację rynku tak, aby wszystkie instytucje finansowe miały prawo do udziału w rynku,
- wprowadzenie norm ostrożnościowych ograniczających ryzyko bankowe,
- innowacje bankowe i nowe usługi, które wpływają na konkurencję,
- wykształcenie się międzynarodowej, transgranicznej bankowości,
- intensyfikację pozabilansowych form aktywności banków,
- wprowadzenie elementów planowania strategicznego,
- akceptowanie, ale i kontrolowanie zagranicznych inwestycji w kapitał akcyjny banków danego kraju.

Zmiany w systemach bankowych są oceniane w sposób zróżnicowany, w zależności od tego, czy za podstawę tej oceny przyjmie się funkcjonalną koncepcję rozwoju systemów bankowych., czy też koncepcję instytucjonalną<sup>35</sup>.

Koncepcja funkcjonalna zakłada, że funkcje systemu bankowego są stałe, mimo zmienności form instytucjonalnych. Oznacza to, że rozwój systemu bankowego jest w jakimś stopniu pasywnym następstwem rozwoju gospodarki rynkowej. Zmiany w systemie bankowym powinny następować spontanicznie, pod wpływem zmian na rynku. Tradycyjne podejście makroekonomiczne zakłada, że struktura instytucjonalna systemu bankowego jest mało istotna dla rozwoju gospodarczego. W takiej sytuacji podejście to jest mało przydatne dla budowy systemów bankowych. Natomiast podejście instytucjonalne, które zakłada ściśle powiązania między kształtowaniem instytucji finansowych a rozwojem systemu bankowego, może być lepiej wykorzystane do tworzenia systemu bankowego.

Podejście instytucjonalne do rozwoju systemu bankowego kładzie akcent na zależności między rozwojem instytucji finansowych a wymuszaniem proefektywnościowych działań w gospodarce narodowej. Oznacza to, że nie można liczyć na spontaniczne ukształtowanie właściwej struktury aparatu bankowego. Konieczne są odpowiednie działania ze strony rządu, które stwarzałyby możliwość racjonalnego przekształcenia systemu bankowego, tak aby był on w pełni konkurencyjny w stosunku do banków innych krajów. Działania takie są konieczne, ponieważ<sup>36</sup>:

---

<sup>35</sup> W. L. Jaworski (red.), *Współczesny... op. cit.*, s. 19.

<sup>36</sup> M. Iwanicz-Drozdowska, W. L. Jaworski, Z. Zawadzka, *Bankowość...op. cit.*, s. 24.

- właściwe formy instytucjonalne systemu bankowego ukierunkowują bieżące zachowania podmiotów gospodarczych,
- rozwój gospodarki narodowej wymaga powołania nowych rodzajów instytucji bankowych,
- rozwój telekomunikacji pozwolił na bezpośredni dostęp produktów gospodarczych do rynków finansowych, co spowodowało konieczność zastosowania odpowiednich rozwiązań w zakresie bankowości.

W ujęciu instytucjonalnym system bankowy stanowi sieć instytucji bankowych wzajemnie powiązanych poprzez rynki pieniężne. Obejmuje on zarówno banki, jak i parabanki. Przez system bankowy należy rozumieć nie tylko same instytucje bankowe, ale także zasady ich działalności oraz otoczenie instytucjonalne. W przeciwieństwie do ujęcia funkcjonalnego, które zakłada, że uniwersalne funkcje narzucają zunifikowane rozwiązania instytucjonalne, ujęcie instytucjonalne przyjmuje, że formy instytucjonalne kształtują sposób realizacji uniwersalnych funkcji systemu finansowego.

Zgodnie z ujęciem instytucjonalnym zmiana struktury instytucjonalnej dostosowuje system bankowy do przeobrażeń w jego otoczeniu oraz do aktualnego zapotrzebowania na realizację funkcji bankowych. Na zmianę tę wywierają wpływ takie czynniki, jak historyczne warunki powstania systemu bankowego i jego ewolucja w danym kraju, z jednej strony, z drugiej zaś ogólnoświatowe tendencje do ujednolicania instytucjonalnych form funkcjonowania systemów bankowych. Unifikacyjną formą są grupy bankowe (holdingi, konglomeraty). Istnieje jednak niebezpieczeństwo, że określone rozwiązania instytucjonalne mogą przeszkadzać w działaniu systemu bankowego. Stawianie interesów na przykład nadzoru bankowego ponad racjonalne ekonomiczne funkcjonowanie systemu bankowego może spowodować zagrożenie stabilności systemu bankowego, obniżenie jego rentowności, a w rezultacie utratę zaufania do rodzimych banków. Daleko idąca ingerencja nadzoru bankowego może doprowadzić do sytuacji, że nadzór ten stanie się współodpowiedzialny za pracę banków. Dalsza ewolucja systemu bankowego będzie musiała uwzględniać zmiany w światowej gospodarce finansowej, a to będzie sprzyjało zbliżeniu form instytucjonalnych. Przemawiają za tym następujące zjawiska<sup>37</sup>:

- międzynarodowa globalizacja rynków finansowych,
- deregulacja rynków finansowych,

---

<sup>37</sup> *Ibidem*, s. 24.

- uzależnienie działania poszczególnych banków od właściwości rynków finansowych,
- tendencje do konsolidacji organizacyjnej i kapitałowej banków.

W trakcie ewolucji wykształciły się dwa modele sektora finansowego – model anglosaski i model niemiecko-japoński – co wywarło bezpośredni wpływ na różnicowanie systemu bankowego<sup>38</sup>. Model anglosaski opiera się na rynkach finansowych. Sprzyja to uniezależnieniu się wielkich korporacji przemysłowych od banków komercyjnych. Banki są wykorzystywane głównie do funkcji płatniczych i rozliczeniowych, a także do zaspokajania krótkoterminowego zapotrzebowania przedsiębiorstw na kredyt. Natomiast podstawowy dopływ kapitału odbywa się przez emisję papierów wartościowych i przez giełdę. Bardzo istotną rolę w tym modelu odgrywają różnego rodzaju fundusze i banki inwestycyjne.

Model niemiecko-japoński zakłada, że główną funkcję w sektorze finansowym pełni właśnie system bankowy. Banki zaspokajają zarówno krótkoterminowe, jak i długoterminowe potrzeby podmiotów gospodarczych. W tym modelu banki mają zatem charakter uniwersalny. Równocześnie rozpowszechniają się powiązania kapitałowe między bankami i korporacjami przemysłowymi.

System bankowy obejmuje następujące podstawowe grupy banków<sup>39</sup>:

- banki centralne,
- banki operacyjne,
- banki specjalne,
- kasy oszczędnościowe,
- spółdzielczość kredytową,

**Bank centralny** jest to bank państwowy, który spełnia jednocześnie trzy funkcje: banku emisyjnego, banku banków i banku gospodarki narodowej<sup>40</sup>. Przez to reguluje cyrkulację emitowanego pieniądza (gotówkowego i żyrowego), reguluje wielkość tworzonego przez banki operacyjne pieniądza bankowego, reguluje płynność całego systemu bankowego, kształtuje potencjał kredytowy banków operacyjnych poprzez odpowiednie instrumenty pieniężne. Bank centralny jest z jednej strony regulatorem całego obiegu pieniężnego wewnątrz kraju oraz równowagi bilansu płatniczego, a z drugiej zaś strony – bankierem

---

<sup>38</sup> *Ibidem* s. 24.

<sup>39</sup> W. L. Jaworski (red.), *Współczesny... op. cit.*, s. 19.

<sup>40</sup> Szerzej na temat funkcji banku centralnego w dalszej części pracy.



państwa w zakresie udzielania kredytów dla rządu, obsługi długu państwowego oraz kasowej obsługi budżetu. Obowiązkiem banku centralnego jest dbanie o stabilność waluty narodowej, a także takie oddziaływanie na gospodarkę narodową, żeby następował jej stały rozwój, wzrost dochodu narodowego oraz spadek bezrobocia. Bank banków jest bankiem rezerwowym dla banków komercyjnych. Tworzy dwa rodzaje pieniądza:

- banknot jako centralny pieniądz gotówkowy,
- pieniądz żyrowy – centralny pieniądz rezerwowy.

Istotnym zadaniem banku centralnego jest także obsługa, organizacja i realizacja płatności zagranicznych, realizacja polityki państwa w odniesieniu do kursu walut, pośredniczenie w kupnie złota i dewiz, a także utrzymywanie rezerw międzynarodowych środków płatniczych.

Najbardziej rozpowszechnioną formą instytucji bankowej są **banki operacyjne** (depozytowo-kredytowe i uniwersalne). Określenie celu działania tych banków wymaga uwzględnienia dwóch zasadniczych czynników. Z jednej strony, banki te świadczą określone usługi niezbędne z punktu widzenia społecznego (np. obsługa obrotu gotówkowego i bezgotówkowego) z drugiej zaś – są przedsiębiorstwami, których celem powinno być osiągnięcie zysku. Cel działania banku operacyjnego można więc określić jako dążenie do zaspokojenia potrzeb podmiotów gospodarujących w zakresie usług bankowych, przy równoczesnym dążeniu do uzyskania zysku. Realizacja tego celu napotyka określone ograniczenia. Są to<sup>41</sup>:

- konieczność zachowania płynności, to znaczy zdolności do nieograniczonej wypłacalności w każdym przypadku wyrażenia przez klientów banku życzenia wycofania swych wkładów,
- konieczność przestrzegania przepisów finansowych i rozliczeniowych ustalonych przez kompetentną władzę,
- konieczność takiego działania, które by zapewniło zaufanie do banku i przeciwdziało na przykład możliwości nagłego wycofania wkładów oszczędnościowych.

Cel działania banku operacyjnego ma zatem charakter kompleksowy. Jest to takie rozwijanie usług bankowych, przy utrzymaniu zasady rentowności banku, które nie

---

<sup>41</sup> W. L. Jaworski (red.), *Współczesny... op. cit.*, s. 19.

pogorszyłoby jego płynności, nie naruszyło obowiązujących przepisów i zachowało zaufanie klientów.

**Banki specjalne** są to banki, których strefa działania w porównaniu z bankami komercyjnymi jest specyficzna pod względem zakresu i formy działania albo rodzaju klientów. Specjalizacja banków prowadzi do podziału na banki depozytowo-kredytowe i inwestycyjne. Może też występować specjalizacja pod względem terytorialnym (banki ogólnokrajowe i regionalne), a także branżowym (banki przemysłowe, rolne, handlu zagranicznego, budowlane).

Do banków można zaliczyć banki inwestycyjne, instytucje kredytu długoterminowego, banki hipoteczne, rolne i melioracyjne, a także banki komunalne. Banki specjalne to przede wszystkim banki inwestycyjne, które zajmują się koncentracją środków na finansowanie inwestycji. Kapitały te są mobilizowane nie tylko w drodze wkładów od klientów, ale także poprzez emisję i sprzedaż własnych obligacji lub przyjmowanie lokat innych banków czy budżetu.

Wraz z liberalizacją i globalizacją finansów coraz większą rolę w światowym systemie finansowym odgrywają banki inwestycyjne. Dzięki rozwojowi technik teleinformatycznych, a w rezultacie zmniejszeniu się asymetrii informacyjnej, rynki finansowe są coraz bardziej efektywne. W wyniku tego rynek pieniężny, a w szczególności kapitałowy stają się prawdziwą konkurencją dla tradycyjnie pojmowanej bankowości depozytowo-kredytowej. Największe instytucje finansowe świata decydują się rozdzielać bankowość detaliczną od korporacyjnej po to, by swoje pioniry korporacyjne przekształcać w banki inwestycyjne. Banki inwestycyjne są to więc banki (firmy), które zajmują się bezpośrednim transferem oszczędności na rynek pieniężny i kapitałowy. Dzięki pomocy tych banków inwestorzy nie korzystają z pośrednictwa banków komercyjnych, by ulokować swe środki na rynku papierów wartościowych. Wyodrębnienie banków inwestycyjnych nastąpiło szczególnie w krajach anglosaskich, gdzie nastąpił ścisły podział na banki komercyjne i inwestycyjne. Do banków inwestycyjnych są zaliczane także instytucje nie mające charakteru banków, takie jak brokerzy, maklerzy, dealerzy, underwriterzy, doradcy finansowi<sup>42</sup>.

**Spółdzielnie kredytowe** są to instytucje drobnego kredytu zorganizowane na zasadach spółdzielczych, polegających przede wszystkim na powiązaniu kredytobiorców (członków

---

<sup>42</sup> *Ibidem* s.20.

spółdzielni), między innymi poprzez ich wkłady członkowskie, z solidarną odpowiedzialnością materialną za działalność dane spółdzielni. Spółdzielczość kredytowa powstała w XIX wieku w Niemczech w dwóch formach, nazwanych od nazwisk ich założycieli Kasami Schulzego z Delitzsch oraz Kasami Reiffeisena. W Polsce, w okresie międzywojennym, spółdzielnie kredytowe dzieliły się na dwie zasadnicze grupy: spółdzielnie powszechne (banki ludowe, towarzystwa zaliczkowe itp.) oraz spółdzielnie rolnicze (Kasy Stefczyka).

Obecnie spółdzielnie kredytowe są praktycznie bankami uniwersalnymi i ze względu na konkurencję rozszerzyły krąg klientów poza obręb własnych członków. W tej sytuacji przed spółdzielniami kredytowymi stoi następujące zadanie: optymalne zaopatrzenie członków w usługi finansowe, ale równocześnie obsługa osób nie należących do spółdzielni. Dzięki lokalnemu ukierunkowaniu i niebiurokratycznemu podejmowaniu decyzji, spółdzielnie kredytowe mają możliwość dokonywania określonej promocji usług i doradztwa dla swych członków. Dzięki współpracy z bankami zrzeszającymi mogą świadczyć swoim członkom i klientom wszystkie usługi charakterystyczne dla banków uniwersalnych, zwłaszcza w zakresie realizacji bezgotówkowego obrotu płatniczego, kredytowych transakcji konsorcjów bankowych, transakcjami papierami wartościowymi i transakcjami zagranicznymi.

W celu reprezentowania interesów banków spółdzielczych powoływane są zrzeszenia tych banków, które reprezentują ich interesy wobec państwa i banku centralnego oraz zajmują się szkoleniem, a także kontrolą

**Kasy oszczędnościowe** z kolei mają za zadanie ściśle powiązanie oszczędnościowej działalności tych instytucji z potrzebami drobnych wytwórców i gospodarstw domowych, a także samorządów. Równocześnie muszą to być jednostki rentowne, zainteresowane swoimi wynikami. Podstawowe założenia organizacji systemu kas oszczędnościowych można scharakteryzować następująco:<sup>43</sup>

- kasy oszczędnościowe są samodzielnymi bankami uniwersalnymi, to znaczy mogą dokonywać wszystkich operacji przewidzianych prawem bankowym,
- organem założycielskim kas oszczędnościowych są samorządy lokalne, które ustalają statut kasy oraz wybierają radę kasy,

---

<sup>43</sup> M. Iwanicz-Drozdowska, W. L. Jaworski, Z. Zawadzka, *Bankowość...op. cit.*, s. 36.

- rada, złożona z przedstawicieli samorządu oraz w części z pracowników kasy, wybiera zarząd kasy, ustala główne warunki jej działalności oraz decyduje o otwarciu oddziałów,
- zarząd prowadzi bieżącą działalność kasy,
- kasy oszczędnościowe prowadzą działalność typu banku uniwersalnego, który z jednej strony gromadzi oszczędności i udziela kredytu, zwłaszcza dla drobnych przedsiębiorców i gospodarstw domowych, a z drugiej udziela kredytu samorządowi, a także przeznacza część zysku do kasy gminy,
- nadzór nad kasami oszczędnościowymi sprawuje lokalna władza wykonawcza, nadzór bankowy sprawowany jest przez bank centralny lub odpowiedni urząd państwowy,
- centralami finansowymi kas oszczędnościowych są banki komunalne do których należy: obsługa obrotu żyrowego, udzielanie kredytu kasom oszczędnościowym, obsługa kredytów konsorcjalnych dla samorządów, obsługa emisji obligacji.

**Budowlane kasy oszczędnościowe** udzielają kredytów na budownictwo mieszkaniowe. Ich działalność polega na przyjmowaniu wkładów oprocentowanych poniżej oprocentowania rynkowego dla tego typu lokat terminowych, a następnie udzielaniu oszczędzającym kredytów oprocentowanych poniżej stopy rynkowej, w wielkości kilkakrotnie przekraczającej nagromadzony wkład. Na ogół kasy te są powiązane organizacyjnie z systemem banków komunalnych.

Obok wyżej wymienionych rodzajów banków, w dzisiejszym świecie coraz szersze kręgi zatacza działalność parabanków. **Parabanki** to instytucje świadczące usługi podobne do bankowych. Ich zakres i charakter zależy od ustaleń obowiązującego prawa bankowego. Parabanki to z jednej strony instytucje spełniające podobne funkcje, jak banki, na przykład SKOK-i w Polsce, ale z drugiej – to wszelkiego rodzaju pośrednicy między bankami a na ogół drobnymi kredytobiorcami.

Działanie parabanków w sferze usług rozliczeniowych powoduje oderwanie usługi rozliczeniowej od procesu jej sprzedaży w rezultacie tworzenia swoistych supermarketów finansowych, które posiadają w swej ofercie produkty wielu banków i instytucji finansowych. Postęp technologiczny w obszarze produktów bankowych powoduje, że przestaje być celowe, aby banki samodzielnie obsługiwały wszystkie fazy rynkowej realizacji produktu bankowego. Nie znaczy to oczywiście, że pośrednicy w operacjach pieniężnych są w stanie zlikwidować instytucję rachunku bankowego, która jest instytucją systemu rynkowego.

#### 1.4. Rynkowe stopy procentowe

Banki prowadzą działalność w oparciu o kapitał, który pozyskują również w wyniku operacji na rynku międzybankowym. Operacje te dokonywane są po określonej cenie – stopie procentowej. Rynkowe stopy procentowe (stopy depozytów międzybankowych) określają koszt pieniądza, czyli wysokość oprocentowania depozytów na rynku międzybankowym w określonym terminie. Stopy te są zatem punktem odniesienia także w operacjach z klientami detalicznymi. Stopy depozytów międzybankowych ustalane i publikowane są we wszystkie dni robocze, jest to średnia wartość ofert określonej liczby banków. Stopy depozytów międzybankowych publikowane są w odniesieniu do różnych okresów<sup>44</sup>:

- **O/N** (ang. *overnight*) – lokata otwierana w dniu zawarcia transakcji (wysokość rocznej stopy procentowej, jaką banki zapłacą za środki przyjęte na jeden dzień),
- **T/N** (ang. *tomorrow/next*) – lokata otwierana w pierwszym dniu roboczym po zawarciu transakcji (wysokość rocznej stopy procentowej, jaką banki zapłacą za środki pożyczone od jutra na jeden dzień),
- **SW** – 1 tydzień, (środki pożyczone na jeden tydzień od momentu dostawy, która następuje po dwóch dniach roboczych),
- **1M** – 1 miesiąc,
- **3M** – 3 miesiące,
- **6M** – 6 miesięcy,
- **9M** – 9 miesięcy,
- **12M** – 1 rok.

Do rynkowych stóp procentowych należą<sup>45</sup>:

- **WIBOR** (ang. *Warsaw Interbank Offered Rate*) – średnia stopa procentowa po jakiej polskie banki udzielają pożyczek na rynku międzybankowym. Stopa WIBOR określa koszt pieniądza, czyli wysokość oprocentowania depozytów na rynku międzybankowym w określonym terminie. Stopa WIBOR obliczana na podstawie średniej ofert 13 banków, po odrzuceniu dwóch najwyższych i dwóch

---

<sup>44</sup> Dane za stronę internetową: [www.acipolska.pl/wibor.html](http://www.acipolska.pl/wibor.html), 11.05.2012r.

<sup>45</sup> *Ibidem*.

najniższych wielkości. Stopa ustalana jest we wszystkie dni robocze o godz. 11. Funkcjonuje od 1991 roku. Od 1993 ustalany jest w każdy dzień roboczy o godzinie 11.00, na *fixingu* organizowanym przez ACI – Stowarzyszenie Dealerów (dawniej Forex Polska), na podstawie ofert złożonych przez 16 banków, po odrzuceniu dwóch najwyższych i dwóch najniższych wielkości.

- **WIBID** (ang. *Warsaw Interbank Bid Rate*) - rynkowa stopa procentowa. Jest to średnia stopa procentowa jaką banki gotowe są zapłacić za depozyty przyjęte od innych banków. Stopa ustalana jest we wszystkie dni robocze o godz. 11. Jest notowana od lutego 1995 roku. Stopa ta jest niższa od stopy WIBOR, bo w przeciwnym wypadku banki traciłyby na pożyczaniu sobie pieniędzy. Poniższa tabela pokazuje wartości tych dwóch (WIBID i WIBOR) indeksów.

Tabela 1. Wartość Indeksu WIBID/WIBOR z dnia 11.05.2012r.

	Termin	WIBID	WIBOR
	ON	4.46	4.76
	TN	4.48	4.78
	SW	4.60	4.80
	2W	4.64	4.84
	1M	4.71	4.91
	3M	4.86	5.06
	6M	4.90	5.10
	9M	4.90	5.10
	1Y	4.90	5.10
	POLONIA		
Stawka	4.52		

Źródło: Dane za stronę internetową: [www.acipolska.pl/wibor/indeks-wibidwibor.html](http://www.acipolska.pl/wibor/indeks-wibidwibor.html), 11.05.2012r.

- **LIBOR** (ang. *London Interbank Offered Rate*) - rynkowa stopa procentowa depozytów oferowanych na rynku międzybankowym w Londynie. Jest to średnia z ofert 4 banków: Bankers Trust, Bank of Tokyo, Barclays i National Westminster. Stopa LIBOR służy do obliczania oprocentowania kredytów walutowych o zmiennej stopie procentowej.
- **EURIBOR** (ang. *Euro Interbank Offered Rate*) - rynkowa stopa procentowa depozytów oferowanych na rynku międzybankowym w strefie euro po jakiej banki udzielają pożyczek w strefie euro na rynku międzybankowym. Stopa EURIBOR

ustalana i publikowana jest we wszystkie dni robocze przez EBF - Europejską Federację Bankową w Brukseli. Jest to średnia z ofert 57 największych banków strefy euro.

- **POLONIA** - Index ten powstał z inicjatywy ACI POLSKA, które wraz z NBP wypracował mechanizm ustalania stawki referencyjnej, której zadaniem było odzwierciedlanie wahań cen depozytów O/N na rynku międzybankowym. POLONIA jest więc obliczana jako średnia ważona ze stawek oraz kwot transakcji przekazanych przez uczestników rynku. W dniu *Fixingu* do godziny 16:30 każdy uczestnik zobowiązany jest do przekazania NBP wykazu transakcji zawartych i przesłanych do rozliczenia w danym dniu do godziny 16:00 na termin O/N. Skalkulowana w ten sposób stawka jest publikowana w serwisie informacyjnym NBP o godzinie 17:00. W tej chwili stawka POLONIA opisuje średnio 57% zawartych transakcji międzybankowych. Stawka POLONIA jest wykorzystywana w bankach jako benchmark dla wyznaczenia kosztu finansowania<sup>46</sup>.

Mechanizm kreacji środków płatniczych w banku centralnym jest zasadniczo taki sam jak w każdym banku. Kreacja środków płatniczych jest wynikiem wzrostu akcji kredytowej banku centralnego i dokonywanych przezeń zakupów walut obcych. Wzrost akcji kredytowej bądź zakupów walut obcych powoduje pojawienie się nowych środków płatniczych na rachunkach klientów: banków komercyjnych i budżetu. Kreacja pieniądza gotówkowego następuje w momencie, gdy banki komercyjne lub rząd zamieniają część środków, które posiadają na rachunkach bieżących w banku centralnym, na pieniądz papierowy. W chwili, gdy banki dokonują wypłat gotówkowych na rzecz swoich klientów lub gdy rząd dokonuje płatności gotówkowych, pieniądz papierowy trafia do obiegu (poza system bankowy). Bank centralny, któremu przypisuje się „drukowanie pieniędzy” i „puszczanie ich w obieg”, jest w procesie kreacji gotówki stroną bierną. To banki komercyjne i budżet, zamieniając na pieniądz papierowy część środków, które mają na swych rachunkach bieżących w banku centralnym, decydują o tym, ile gotówki dostanie się do obiegu.

Bank centralny sprawuje kontrolę nad wielkością emisji pieniądza gotówkowego tylko o tyle, o ile ma wpływ na ilość środków, które pojawiają się na rachunkach bieżących banków i budżetu. Zachowanie takiej kontroli nie jest sprawą prostą. Bank centralny nie ma

---

<sup>46</sup> *Ibidem.*

bezpośredniego wpływu na to, jaka będzie w danym roku decyzja parlamentu dotycząca źródeł finansowania deficytu budżetowego, i ma tylko ograniczony wpływ na kształtowanie się salda bilansu płatniczego, a tym samym na ilość kupowanych dewiz. Ponieważ bank centralny ma ograniczone możliwości sprawowania bezpośredniej kontroli nad kształtowaniem się podaży pieniądza, podstawową jego metodą oddziaływania na proces kreacji pieniądza jest kontrola ilości płynnych rezerw w systemie bankowym. Bank centralny ma tu do dyspozycji krótko scharakteryzowane wcześniej instrumenty<sup>47</sup>.

### *1.5. Bank Centralny istota i funkcje*

Porównanie cech banku centralnego z właściwościami, którymi odznaczają się banki komercyjne, wskazuje na głębokie, jakościowe różnice występujące między tymi dwoma rodzajami instytucji bankowych. Różnice dotyczą celu, przedmiotu oraz metod i narzędzi działania. Naczelnym celem działalności banku centralnego jest zapewnienie stabilności pieniądza narodowego. Cel ten osiągany jest na drodze<sup>48</sup>:

- kształtowania i realizacji polityki pieniężnej, mającej na celu stabilność cen oraz utrzymanie odpowiedniej relacji krajowej jednostki pieniężnej do innych walut,
- tworzenia warunków instytucjonalnych dla zapewnienia niezbędnego poziomu bezpieczeństwa finansowego i stabilności sektora bankowego,
- regulowania zasad mechanizmów w celu zapewnienia płynności rozliczeń pieniężnych w gospodarce.

Powyższe kierunki działań mają charakter komplementarny – brak któregośkolwiek z nich może uniemożliwić osiągnięcie celu naczelnego. Co ważne, w konstrukcji celu działalności banku centralnego w ogóle nie występuje motyw komercyjny, na przykład maksymalizacja zysku. Nie oznacza to jednak, że bank centralny wyjęty jest spod rygorów racjonalnego działania. Rzecz ujmując w kategoriach programowania optymalizacyjnego należałoby stwierdzić, iż jego funkcją celu jest osiągnięcie bądź utrzymanie stabilności pieniądza, przy zachowaniu warunków bezpieczeństwa finansowego sektora bankowego i płynności systemu rozliczeń pieniężnych.

---

<sup>47</sup> W. Dębski, *Rynek finansowy i jego mechanizmy podstawy teorii i praktyki*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2007, s. 84.

<sup>48</sup> W. Baka, *Bankowość centralna... op. cit.*, s.30.



Sprawą drugiej kolejności jest natomiast określenie kosztów alternatywnych osiągnięcia celu (stabilności pieniądza) przy utrzymaniu wskazanych „warunków brzegowych”. Na przykład, czy koszty związane z tak zwaną sterylizacją aktywów na drodze warunkowej sprzedaży bonów skarbowych bankom komercyjnym przez bank centralny są mniejsze czy większe od kosztów związanych z innym sposobem zmniejszania płynności finansowej banków i zmniejszania zagrożenia inflacyjnego.

Dla porównania celem działalności banków komercyjnych – niezależnie od ich specyfiki rynkowej (uniwersalne, specjalistyczne, regionalne, krajowe, międzynarodowe, powszechne, branżowe, prywatne, komunalne, spółdzielcze, państwowe) – jest maksymalizacja bieżącej wartości rynkowej banku.

Przedmiotem oddziaływania banku centralnego jest cała gospodarka. Dzieje się to na ogół za pośrednictwem banków komercyjnych. Oznacza to, że klientami banku centralnego są przede wszystkim banki komercyjne i w tym sensie bank centralny jest często nazywany „bankiem banków”. Bank centralny na ogół nie może „indywidualizować” swoich stosunków z poszczególnymi bankami komercyjnymi. Opierają się one na ogólnych, jednakowych dla wszystkich zasadach, regulacjach i normach.

Istota istnienia banku centralnego jest także zawarta w Ustawie z dnia 29 sierpnia 1997 r. o Narodowym Banku Polskim<sup>49</sup>; podstawowym celem jego działalności jest utrzymanie stabilnego poziomu cen, przy jednoczesnym wspieraniu polityki gospodarczej rządu, o ile nie ogranicza to realizacji tego celu. Do innych zadań banku centralnego należy<sup>50</sup>:

- organizowanie rozliczeń pieniężnych,
- prowadzenie gospodarki rezerwami dewizowymi i działalności dewizowej,
- regulowanie płynności banków oraz ich finansowanie,
- prowadzenie bankowej obsługi budżetu państwa,
- kontrolę stóp procentowych,
- kontrolę przyrostu podaży pieniądza,
- stabilizowanie poziomu kursu walutowego.

Zasadą jest iż przyjęcie do realizacji jednego z wyżej wymienionych celów wyklucza możliwość pełnej kontroli nad realizacją innego. Oznacza to, że gdy bank chce stabilizować

---

<sup>49</sup> Dz. U. 1997, nr 140, poz. 938.

<sup>50</sup> W. Baka, *Bankowość centralna... op. cit.*, s.30.

poziom stóp procentowych, to jednocześnie pozbawia się możliwości wpływania w dłuższym okresie na wysokość podaży pieniądza, co wynika z faktu, iż bankowi brakuje odpowiednich informacji dotyczących wielkości masy pieniądza potrzebnej do ustabilizowania poziomu stóp procentowych w danym okresie. Podobnie jest w sytuacji, gdy cel pośredni polityki monetarnej jest zdefiniowany jako utrzymanie określonej podaży pieniądza w gospodarce.

W tym przypadku bank nie może w pełni kontrolować krótkookresowych stóp procentowych, gdyż jego działania powodujące ich stabilizację mogłyby wywołać niepożądane zmiany masy pieniądza zaangażowanego w gospodarkę. Gdyby bank centralny chciał ustabilizować poziom kursu walutowego, także musiałby akceptować określony poziom stóp procentowych i przyrost kursu w wyznaczonych granicach, co z kolei oznaczałoby brak kontroli zagranicznego popytu i podaży, czyli stopnia realizacji stabilności poziomu cen w gospodarce. Wśród celów operacyjnych najczęściej wymienia się kształtowanie masy pieniądza rezerwowego w banku centralnym, czyli sumy rezerw obowiązkowych banków komercyjnych, oraz poziomu stóp procentowych banku. Do tej grupy mogą być również zaliczane takie cele, jak: lepsze wykorzystanie rezerw obowiązkowych, tworzenie odpowiednich warunków do zwiększania skłonności do oszczędzania, wprowadzenie możliwości redyskontowania weksli pod transakcje eksportowe.

Bank centralny dysponuje wieloma narzędziami realizacji postawionych zadań, poprzez które wpływa przede wszystkim na płynność rynku pieniężnego i kształtowanie się na nim stóp procentowych. Oddziałuje także na decyzje podejmowane w bankach komercyjnych, zmierzając do osiągnięcia określonego celu polityki pieniężnej, o czym szerzej będzie mowa w dalszych rozdziałach.

W literaturze przedmiotu bank centralny definiuje się także poprzez funkcje, które spełnia. Do podstawowych funkcji wymienianych przez większość autorów zalicza się te, które powodują, iż bank centralny pełni rolę<sup>51</sup>:

- banku emisyjnego,
- banku banków,
- banku państwa.

**Pełnienie funkcji emisyjnej** polega na emisji znaków pieniężnych, tj. banknotów, monet, a także centralnego pieniądza rezerwowego. Emitowanie prawnego środka płatniczego, jakim

---

<sup>51</sup> W. Dębski, *Rynek finansowy... op. cit.*, s. 63.

jest pieniądź papierowy, należy prawie wszędzie na świecie do wyłącznych uprawnień banku centralnego. Często dotyczy to także monet. Emisja pieniądza papierowego następuje poprzez zamianę wkładów banków komercyjnych w banku centralnych na gotówkę. Te dwie wielkości łącznie tworzą tak zwany pieniądź banku centralnego. Pieniądź wycofany z obiegu jest albo ponownie do niego wprowadzany ( po sprawdzeniu autentyczności i gdy stopień zużycia jest niski) albo niszczone. Ponadto banki centralne emitują niekiedy monety okolicznościowe, przeznaczone dla kolekcjonerów. Choć są one na ogół legalnym środkiem płatniczym, rzadko występują w tej roli<sup>52</sup>. Dzięki tej funkcji bank centralny jest zawsze wypłacalny, co oznacza, iż złożone w nim wkłady zawsze są całkowicie bezpieczne. Proces emisji obejmuje wszystkie fazy produkcji znaków pieniężnych, chociaż niektóre z nich mogą być powierzone niezależnym instytucjom. Spełnianie tej funkcji pozwala bankowi w pełni kontrolować realizację nadrzędnego celu, jakim jest stabilizowanie waluty krajowej.<sup>53</sup> Funkcję emisyjną Narodowego Banku Polskiego określa Ustawa z 29 sierpnia 1997r. o Narodowym Banku Polskim, która mówi, iż znaki pieniężne emitowane przez NBP są prawnymi środkami płatniczymi na obszarze Rzeczypospolitej Polskiej, a wzory i wartość nominalną banknotów, stop, próbę i masę monet oraz wielkość emisji znaków pieniężnych, jak również terminy wprowadzenia ich do obiegu ustala prezes NBP<sup>54</sup>. W przyszłości, po przyjęciu euro jako prawnego środka płatniczego emitentem banknotów będzie Europejski Bank Centralny, natomiast NBP pozostanie emitentem monet.

**Bank centralny spełniając funkcję banku banków** staje się bankiem dla banków komercyjnych, które mają w nim swoje rachunki i odprowadzają na nie rezerwy obowiązkowe. Banki komercyjne mogą także zaciągać w banku centralnym kredyty, jeśli mają zbyt mało środków na prowadzenie akcji kredytowej. Bank centralny jest więc dla banków komercyjnych bankiem rezerwowym – ich działalność zależy od podaży pieniądza banku centralnego. Bank centralny jako bank banków tworzy dwa rodzaje pieniądza: banknot jako pieniądź gotówkowy oraz pieniądź żyrowy, czyli centralny pieniądź rezerwowy. W ramach funkcji banku banków bank centralny prowadzi następującą działalność<sup>55</sup>:

- przyjmuje rezerwy gotówkowe banków komercyjnych i udziela im kredytów,

---

<sup>52</sup> J. Karwowski, *Operacje zagraniczne banków centralnych*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej im. Oskara Langego we Wrocławiu, Wrocław 1997, s.28.

<sup>53</sup> W. Dębski, *Rynek finansowy... op. cit.*, s. 64.

<sup>54</sup> Dz. U. 1997, nr 140, poz. 938.

<sup>55</sup> Dane za stroną internetową:

[www.nbp.pl/home.aspx?f=/o\\_nbp/informacje/system\\_platniczy.html](http://www.nbp.pl/home.aspx?f=/o_nbp/informacje/system_platniczy.html), 12.01.2012

- wpływa na potencjał kredytowy banków komercyjnych poprzez instrumenty polityki pieniężnej,
- reguluje wielkość tworzonego przez banki komercyjne pieniądza oraz płynność systemu bankowego,
- przechowuje papiery wartościowe innych banków i zarządza nimi,
- prowadzi konta walutowe banków oraz kupuje i sprzedaje po urzędowych cenach najważniejsze waluty wymienne,
- stwarza warunki do zapewnienia prawidłowego obrotu płatniczego w kraju i za granicą.

Działania NBP w zakresie działania na rzecz systemu płatniczego polegają na organizowaniu rozliczeń pieniężnych w gospodarce – zarówno między osobami fizycznymi, jak i podmiotami gospodarczymi. Do najważniejszych działań należą<sup>56</sup>:

- organizowanie rozliczeń pieniężnych,
- działania regulacyjne,
- nadzór nad systemami płatności oraz systemami rozrachunku papierów wartościowych.

NBP prowadzi system płatności SORBNET, obejmujący rachunki bieżące banków. Umożliwia on szybki i nieodwołalny rozrachunek transakcji dokonywanych na rynkach międzybankowych. W systemie tym dokonuje się też rozrachunku zleceń płatniczych obsługiwanych przez pośredników rozliczeniowych, takich jak Krajowa Izba Rozliczeniowa SA oraz Krajowy Depozyt Papierów Wartościowych SA. Bank opracowuje także przepisy dotyczące rozliczeń pieniężnych oraz opiniuje przepisy dotyczące tych zagadnień tworzone przez inne instytucje. Podstawowym celem nadzoru nad krajowymi systemami płatności jest zapewnienie ich sprawnego i bezpiecznego funkcjonowania. NBP wydaje zezwolenia na uruchamianie nowych systemów płatności, ocenia zasady działania poszczególnych systemów, zbiera dane statystyczne, a także wydaje zalecenia w przypadku stwierdzenia nieprawidłowości stwarzających ryzyko dla określonego systemu. NBP współpracuje również

---

<sup>56</sup> Dane za stroną internetową:

[www.nbp.pl/home.aspx?f=/o\\_nbp/informacje/system\\_platniczy.html](http://www.nbp.pl/home.aspx?f=/o_nbp/informacje/system_platniczy.html), 12.01.2012

z Komisją Nadzoru Finansowego w kwestiach związanych z nadzorem nad systemami rozrachunku papierów wartościowych<sup>57</sup>.

**Z funkcją banku państwa** wiąże się wykonywanie istotnych usług bankowych na rzecz rządu. Generalnie w tym zakresie bank centralny powinien dbać o stabilność waluty narodowej oraz tak oddziaływać na gospodarkę narodową, aby następował jej ciągły rozwój. Będąc bankiem państwa NBP prowadzi działalność dewizową, realizuje politykę państwa w odniesieniu od kursu walutowego i rezerw międzynarodowych środków pieniężnych. Bank centralny może także udzielać rządowi kredytu, prowadzić obsługę długu publicznego i obsługę kasową budżetu. Jako bank gospodarki narodowej steruje obiegiem pieniądza krajowego oraz dba o zachowanie równowagi bilansu płatniczego. Do szczegółowych czynności banku centralnego w zakresie pełnienia funkcji banku państwa można zaliczyć<sup>58</sup>:

- prowadzenie rachunków jednostek budżetowych i bieżącą obsługę budżetu państwa,
- pełnienie roli agenta rządu w zakresie długu państwowego (obsługa, wprowadzania do obrotu nowych emisji bonów i obligacji skarbowych),
- administrowanie rezerwami dewizowymi państwa oraz złotem,
- realizowanie polityki kursu walutowego oraz rezerw walutowych państwa,
- pełnienie roli doradcy i koordynatora rządu oraz jego jednostek organizacyjnych.

W sumie NBP obsługuje obecnie około 3 750 posiadaczy rachunków, dla których prowadzi około 16 290 rachunków, w tym 774 rachunki związane z redystrybucją środków pochodzących z Unii Europejskiej<sup>59</sup>.

Bank centralny może udzielić budżetowi państwa bezpośredniego kredytu na pokrycie przejściowego niedoboru środków, ale nie stałego deficytu budżetowego, na określony krótki czas i do wysokości wynikającej z przepisów prawa. Długookresowy deficyt powinien być finansowany przed długoterminowe obligacje skarbowe. Przepisy ustawowe upoważniają bank centralny do emisji papierów wartościowych, ich nabywania i sprzedaży w celu ustabilizowania sytuacji pieniężnej w kraju oraz organizowania obrotu skarbowymi papierami wartościowymi. Bank centralny może tworzyć lub rozszerzać istniejący rynek papierów

---

<sup>57</sup> Dane za stroną internetową:

[www.nbp.pl/home.aspx?f=/o\\_nbp/informacje/system\\_platniczy.html](http://www.nbp.pl/home.aspx?f=/o_nbp/informacje/system_platniczy.html), 12.01.2012

<sup>58</sup> W. Dębski, *Rynek finansowy... op. cit.*, s. 63.

<sup>59</sup> Dane za stroną internetową:

[www.nbp.pl/home.aspx?f=/o\\_nbp/informacje/obsługa\\_skarbu\\_panstwa.html](http://www.nbp.pl/home.aspx?f=/o_nbp/informacje/obsługa_skarbu_panstwa.html), 12.01.2012

wartościowych, a jego zarząd określa warunki prowadzenia obrotu, takie jak: wysokość oprocentowania, terminy płatności, okresy zapadalności, warunki wykupu i tym podobne.

Narodowy Bank Polski (NBP) nie może udzielać rządowi kredytu na finansowanie deficytu budżetowego, natomiast może pełnić rolę agenta emisji bonów skarbowych oraz organizować i prowadzić przetargi na ich sprzedaż. Papiery te są głównym źródłem finansowania bieżącego deficytu budżetowego w Polsce.

Inną ważną funkcją banku centralnego jako banku państwa jest zarządzanie rezerwami walutowymi kraju. Bank z posiadanych zasobów pieniądza krajowego kupuje na rynku dewizy w sytuacji, gdy ich podaż znacznie przewyższa popyt pieniężny, oraz sprzedaje dewizy na rynku walutowym w przypadku, gdy popyt przewyższa podaż. Operacje takie prowadzi się w celu łagodzenia amplitudy wahań kursów walutowych w okresach krótkich. NBP realizuje funkcje centralnej bankowej instytucji dewizowej przez gromadzenie rezerw dewizowych, zarządzanie nimi oraz podejmowanie czynności bankowych i innych mających na celu zapewnienie bezpieczeństwa obrotu dewizowego i płynności płatniczej kraju. NBP prowadzi również kontrolę dewizową w zakresie ustalonym przez prawo dewizowe oraz może pełnić funkcję agenta finansowego rządu przez zawieranie i realizację umów kredytowych oraz obsługę zadłużenia zagranicznego państwa. Bank może też posiadać dewizy i dokonywać obrotu nimi we własnym imieniu i na własny rachunek, jak również wykonywać czynności obrotu dewizami w kraju i za granicą. Rezerwy dewizowe gwarantują pełną wymienialność złotego, pozwalają na dokonywanie płatności wynikających z międzynarodowych zobowiązań państwa i wzmacniają wiarygodność finansową kraju. Rezerwy są utrzymywane w walutach obcych oraz w złocie. W inwestowaniu rezerw na międzynarodowych rynkach finansowych NBP kieruje się<sup>60</sup>:

- bezpieczeństwem inwestowanych środków,
- płynnością rezerw,
- dochodowością rezerw przy respektowaniu dopuszczalnego stopnia ryzyka.

Dobór inwestycji zapewnia dostępność środków dewizowych zgodnie z ich przewidywanym wykorzystaniem oraz możliwością wystąpienia sytuacji nadzwyczajnych. Na maksymalizację dochodu z rezerw walutowych istotny wpływ ma jakość zarządzania ryzykiem związanym ze zmianami kursu walutowego oraz stopy procentowej i płynności.

---

<sup>60</sup> W. Dębski, *Rynek finansowy... op. cit.*, s. 64.

W momencie przystąpienia Polski w maju 2004 r. do Unii Europejskiej, NBP stał się częścią Europejskiego Systemu Banków Centralnych (ESBC). Uczestnictwo NBP w ESBC jest związane z koniecznością wniesienia przez NBP, zgodnie z ustalonym kluczem subskrypcji, wkładu do kapitału Europejskiego Banku Centralnego (EBC). Po wejściu Polski do Unii Gospodarczej i Walutowej oraz przyjęciu euro jako waluty krajowej, NBP wniesie wkład do rezerw dewizowych EBC. Oznacza to, że NBP znajdzie się w składzie narodowych banków centralnych uczestniczących w procesie zarządzania rezerwami EBC, opartym na specjalizacji walutowej według zasad określonych przez EBC. Jednocześnie NBP będzie nadal zarządzał częścią własnych rezerw dewizowych<sup>61</sup>.

Bank centralny prowadzi także działalność badawczo-informacyjną. Wyrazem tej funkcji są materiały statystyczne i analityczne, dotyczące najczęściej ich polityki pieniężnej i walutowej. Związane z tym wydatki nie są na ogół znaczące w strukturze kosztów, ale publikacje te są bardzo ważnym źródłem informacji dla naukowców i praktyków życia gospodarczego<sup>62</sup>. NBP – jako bank centralny wspierający rozwój gospodarczy Rzeczypospolitej Polskiej – podejmuje działania służące upowszechnianiu wiedzy o zasadach funkcjonowania rynku finansowego, pobudzaniu postaw przedsiębiorczych, kształtowaniu odpowiedzialności przy podejmowaniu decyzji finansowych, podnoszeniu poziomu znajomości zagadnień ekonomicznych, popularyzowaniu wiedzy na temat ekonomicznego dziedzictwa narodowego oraz promowaniu nowoczesnych postaw wpływających na kształtowanie kapitału społecznego<sup>63</sup>.

### *1.6. Niezależność Narodowego Banku Polskiego*

Aby bank centralny mógł bez zakłóceń spełniać swoje funkcje i realizować postawione przed nim cele musi być niezależny od szeroko pojętej sfery politycznej danego kraju. Jest to niezbędne dlatego, ponieważ wpływ polityki monetarnej na wzrost gospodarczy i inflację ujawnia się z dużym opóźnieniem, dlatego podejmujący decyzje przez jakiś czas nie widzą rezultatów swoich działań. Poza tym dezinflacja cechuje się układem kosztów i korzyści

---

<sup>61</sup> Dane za stroną internetową:

[www.nbp.pl/home.aspx?f=/o\\_nbp/informacje/rezerwy\\_dewizowe.html](http://www.nbp.pl/home.aspx?f=/o_nbp/informacje/rezerwy_dewizowe.html), 12.01.2012

<sup>62</sup> J. Karwowski, *Operacje zagraniczne... op. cit.*, s.31.

<sup>63</sup> Dane za stroną internetową:

[www.nbp.pl/home.aspx?f=/o\\_nbp/informacje/dzialalnosc\\_edukacyjna.html](http://www.nbp.pl/home.aspx?f=/o_nbp/informacje/dzialalnosc_edukacyjna.html), 12.01.2012

typowym dla działalności inwestycyjnej – najpierw ponoszone są pewne nakłady, które potem zwracają się stopniowo w czasie. Gdyby więc politycy na co dzień zajmowali się polityką pieniężną, mieliby duże trudności z oparciem się pokusie sięgnięcia po krótkookresowe zyski kosztem przyszłości (zbyt wysokiej inflacji) co zresztą znajduje swoje potwierdzenie w historii<sup>64</sup>.

Niezależność NBP od rządu i jego organów nie oznacza braku współpracy między tymi instytucjami. Przeciwnie, warunkiem prawidłowej i skutecznej polityki Pieniężnic z jednej strony, a polityki gospodarczej rządu z drugiej, jest ich ściśle współpracowanie zarówno w fazie prac nad dokumentami programowymi, jak i w toku ich realizacji<sup>65</sup>. Do zadań banku w tym zakresie należy w szczególności<sup>66</sup>:

- przekazywanie organom państwa założeń polityki pieniężnej oraz informacji dotyczących jej realizacji, a także informacji odnośnie sytuacji w systemie bankowym,
- współdziałanie z Ministrem Finansów w opracowywaniu planów finansowych państwa,
- opiniowanie projektów aktów normatywnych z zakresu polityki gospodarczej, w tym zwłaszcza projektu ustawy budżetowej oraz prognozy bilansu płatniczego, a także prognoz dotyczących warunków działalności banków i funkcjonowania oraz rozwoju całego systemu bankowego.

Niezależność instytucjonalna NBP wiąże się także ze strukturą organizacyjną jego władz oraz wynika ze sposobu ich powoływania i odwoływania, a także z ich kadencyjności i możliwości usuwania w czasie trwania kadencji<sup>67</sup>.

Organami Narodowego Banku Polskiego są<sup>68</sup>:

- Prezes NBP,
- Rada Polityki Pieniężnej,
- Zarząd NBP.

**Prezes NBP** jest powoływany przez Sejm większością głosów na wniosek Prezydenta RP na sześcioletnią kadencję. Ta sama osoba nie może być prezesem NBP dłużej, aniżeli przez

---

<sup>64</sup> Alan S. Blinder, *Bankowość centralna w teorii i praktyce*, CeDeWu, Warszawa 2001, s.79.

<sup>65</sup> W. Baka, *Bankowość centralna... op. cit.*, s. 96.

<sup>66</sup> Dz. U. 1997, nr 140, poz. 938.

<sup>67</sup> W. Dębski, *Rynek finansowy... op. cit.*, s. 67.

<sup>68</sup> *Ibidem* s. 68.



dwie kolejne kadencje. Odwołanie prezesa NBP z funkcji w trakcie kadencji może nastąpić jedynie na skutek złożenia przez niego rezygnacji, gdy nie wypełnia on swoich obowiązków na skutek długotrwałej choroby, został skazany prawomocnym wyrokiem sądu za popełnione przestępstwo lub gdy Trybunał Stanu orzekł wobec niego zakaz zajmowania kierowniczych stanowisk lub pełnienia funkcji związanych ze szczególną odpowiedzialnością w organach państwowych. Prezes NBP przewodniczy Radzie Polityki Pieniężnej, zarządowi NBP oraz reprezentuje NBP na zewnątrz, w tym także reprezentuje interesy Polski w międzynarodowych instytucjach bankowych.

Poza prezesem w skład Rady wchodzi dziewięciu członków powoływanych również na sześcioletnią, nieodnawialną kadencję, w równej liczbie przez Prezydenta Rzeczypospolitej Polskiej, Sejm i Senat, spośród specjalistów z zakresu finansów. Organy, które powołały członka Rady, mogą odwołać go w trakcie kadencji jedynie w przypadku złożenia przez niego rezygnacji, choroby uniemożliwiającej wykonywanie funkcji oraz skazania prawomocnym wyrokiem sądu za popełnienie przestępstwa. Członkowie nie mogą też przynależeć do żadnej partii politycznej ani związku zawodowego.

**Rada Polityki Pieniężnej** ustala corocznie założenia polityki pieniężnej. Kierując się tymi założeniami, Rada ustala wysokość stóp procentowych NBP, określa również zasady operacji otwartego rynku oraz ustala zasady i stopy rezerwy obowiązkowej banków komercyjnych. To czyni Radę głównym podmiotem polityki pieniężnej państwa, ustalającym zarówno jej założenia i kierunki, jak i podstawowe zasady realizacji, którymi powinien kierować się zarząd NBP. Do uprawnień Rady należy także dokonywanie ocen działalności Zarządu w zakresie realizacji założeń i zasad polityki pieniężnej. Ważnym zadaniem Rady jest również określanie górnych granic zobowiązań, wynikających z zaciągania przez NBP pożyczek i kredytów w zagranicznych instytucjach bankowych i finansowych. Rada wpływa na całokształt działalności NBP poprzez realizację ustawowego uprawnienia do zatwierdzania planu finansowego NBP oraz sprawozdania z jego działalności, a także do uchwalania zasad rachunkowości NBP oraz przyjmowania rocznego sprawozdania finansowego Banku<sup>69</sup>. Rada ustalając coroczne założenia polityki pieniężnej przedkłada je do wiadomości Sejmowi równocześnie z przedłożeniem projektu ustaw budżetowej. Składa ona również Sejmowi sprawozdanie z wykonania tych założeń w ciągu pięciu miesięcy od zakończenia roku budżetowego.

---

<sup>69</sup> W. Baka, *Bankowość centralna... op. cit.*, s. 98.

Tryb działalności Rady jest określany w regulaminie uchwalanym przez Radę. Jej posiedzenia odbywają się co najmniej raz w miesiącu. Decyzje Rady podejmowane są w formie uchwał większością głosów przy obecności minimum 5 członków, w tym przewodniczącego. W przypadku równej liczby głosów rozstrzyga głos przewodniczącego. Stanowiska zajęte przez członków Rady w głosowaniu podlegają ogłoszeniu w Monitorze Sądowym i Gospodarczym po upływie sześciu tygodni, ale nie później niż trzy miesiące od daty podjęcia uchwały. W ten sposób czyni się zadość obowiązkowi informowania społeczeństwa o decyzjach Rady przy zachowaniu opóźnienia czasowego, często niezbędnego dla skuteczności podejmowanych uchwał, dotyczących polityki pieniężnej.

**Zarząd NBP** jest organem wykonawczym, kierującym bieżącą działalnością NBP. W jego skład wchodzi prezes NBP jako przewodniczący, dwóch wiceprezesów oraz od czterech do sześciu członków Zarządu. Wiceprezesów i członków Zarządu powołuje i odwołuje Prezydent RP na wniosek prezesa NBP<sup>70</sup>. Podstawowym zadaniem Zarządu jest realizacja uchwał Rady Polityki Pieniężnej, w tym zwłaszcza uruchamianie działań operacyjnych związanych z wprowadzeniem w życie założeń polityki pieniężnej. Do zakresu działania Zarządu należy także:

- nadzorowanie operacji otwartego rynku,
- realizacja zadań z zakresu polityki kursowej,
- okresowa ocena obiegu pieniężnego i rozliczeń pieniężnych obrotu dewizowego,
- ocena funkcjonowania systemu bankowego,
- uchwalanie prowizji i opłat, oraz ich wysokości, stosowanych przez NBP,
- określanie zasad gospodarowania funduszami NBP,
- uchwalanie rocznego sprawozdania z działalności NBP,
- sporządzanie bilansu oraz rachunku zysków i strat,
- opracowywanie bilansów obrotów płatniczych państwa z zagranicą,
- określanie zasad organizacji i podziału zadań w NBP,
- określanie zasad polityki kadrowej i płacowej w NBP oraz przygotowywanie i rozpatrywanie projektów uchwał i innych materiałów kierowanych do Rady Polityki Pieniężnej<sup>71</sup>.

---

<sup>70</sup> *Ibidem*, s. 100.

<sup>71</sup> Ustawa z 29 sierpnia 1997 r. o Narodowym Banku Polskim, (Dz. U. 1997, nr 140, poz. 938).

Reasumując można stwierdzić, iż zarówno struktura władz NBP jak i ich kadencyjność sprzyja instytucjonalnej niezależności NBP. Kadencja prezesa oraz członków Rady Polityki Pieniężnej jest dłuższa od kadencji rządu, co świadczy o ich niezależności od układu sił politycznych w kraju<sup>72</sup>.

Niezależność banku centralnego stała się jedną z głównych koncepcji w teorii i praktyce polityki pieniężnej. Powszechnie uważa się, że wysoki stopień niezależności banku centralnego w połączeniu z wyraźnym zobowiązaniem banku centralnego do zwalczania inflacji stanowią instytucjonalną podstawę do zapewnienia stabilności cen. I choć istnieją również inne sposoby osiągnięcia stabilnego poziomu cen, zwiększanie niezależności banku centralnego jest jednym z najczęściej rekomendowanych. Stąd też w wielu krajach wprowadza się odpowiednie zmiany legislacyjne, mające na celu zwiększenie tej niezależności. Teoretyczne rozważania na temat niezależności banku centralnego pozwalają twierdzić, że wzrost jego niezależności przyczynia się do zwiększenia racjonalności dokonywanych wydatków budżetowych. Jeżeli bank centralny nie jest niezależny i rząd podejmuje decyzje dotyczące wydatków budżetowych przed ustaleniem pożądanego poziomu podaży pieniądza, wówczas pojawi się presja na finansowanie deficytu budżetowego przez bank centralny i nadwyżka podaży dóbr publicznych. Jeżeli natomiast bank centralny jest niezależny i samodzielnie ustala cele i założenia polityki pieniężnej jeszcze przed określaniem poziomu wydatków budżetowych przez rząd, wówczas wystąpi zjawisko racjonalizacji zakupów rządowych. Niezależny bank centralny ma też większe możliwości pozyskania zaufania podmiotów gospodarczych oraz uzyskania wiarygodności prowadzonej polityki, aniżeli byłoby to w sytuacji, gdyby był podporządkowany rządowi. Samodzielne podejmowanie odpowiednich decyzji przez bank centralny sprzyja również skróceniu czasu reakcji na pojawiające się w gospodarce szoki i zaburzenia, co również przyczynia się do zwiększenia skuteczności polityki pieniężnej. Kolejną przesłanką uzasadniającą zwiększanie niezależności banku centralnego jest jej pozytywny wpływ na koszty dezinflacji. Wyższa niezależność, prowadząc do wzrostu wiarygodności, przyspiesza dostosowanie oczekiwań inflacyjnych, dzięki czemu zmniejszają się przejściowe koszty redukcji inflacji w postaci spadku produkcji i zatrudnienia. W piśmiennictwie ekonomicznym można też znaleźć inne

---

<sup>72</sup> W. Dębski, *Rynek finansowy... op. cit.*, s. 70.

argumenty przemawiające za zwiększaniem niezależności banku centralnego, wpływające z przeprowadzonych analiz empirycznych<sup>73</sup>:

- występowanie ujemnej korelacji pomiędzy niezależnością władzy monetarnej a inflacją, przy czym w krajach rozwiniętych inflacja wykazuje silniejszy związek z niezależnością prawną aniżeli z osobą stojącą na czele banku centralnego, w krajach rozwijających się jest odwrotnie,
- w krajach rozwijających się korelacja pomiędzy faktyczną niezależnością banku centralnego a stopniem jego prawnej niezależności jest dodatnia, w krajach wysoko rozwiniętych zależność taka nie występuje,
- w krajach rozwiniętych o wysokim stopniu niezależności banku centralnego wymiennosc pomiędzy inflacją i produkcją jest wyraźna,
- publiczne ogłaszanie celów monetarnych sprzyja niższej inflacji.

Uwzględniając dotychczasowe doświadczenia krajów o rozwiniętych gospodarkach rynkowych, należy uznać, iż sama obawa przed inflacją jest istotną przesłanką obiektywizującą przekonanie o niezależności banku centralnego i prowadzeniu polityki monetarnej dążącej do stabilizacji jednostki waluty krajowej i gospodarki.

Z punktu widzenia banku centralnego, prowadzenie polityki pieniężnej w sposób wiarygodny i przejrzysty jest istotne z kilku powodów<sup>74</sup>:

- zwiększa to skuteczność polityki pieniężnej w realizacji celu inflacyjnego, gdyż sprzyja ograniczaniu i stabilizacji oczekiwań inflacyjnych,
- polityka wiarygodna i przejrzysta jest również bardziej efektywna w tym sensie, że ułatwia bankowi centralnemu stabilizację niskiej stopy inflacji umożliwiając dokonywanie mniejszych zmian instrumentów polityki monetarnej w celu uzyskania tych samych zmian wielkości realnych aniżeli byłoby to konieczne w przeciwnym wypadku, zatem sprzyja także stabilizacji stóp procentowych,
- wiarygodna i przejrzysta polityka pieniężna sprzyja efektywnemu wykorzystywaniu różnych kanałów transmisji impulsów monetarnych, gdyż podmioty gospodarcze lepiej rozumieją, przewidują i antycypują intencje oraz motywy i skutki działań banku centralnego,

---

<sup>73</sup> B. Polszakiewicz (red.), *Ład instytucjonalny w gospodarce Tom II*, Wydawnictwo Uniwersytetu Mikołaja Kopernika, Toruń 2006, s. 222-223.

<sup>74</sup> *Ibidem*, s. 223-224.

- polityka wiarygodna i przejrzysta wzmacnia niezależność władzy monetarnej, gdyż zdecydowanie ogranicza ryzyko wykorzystania polityki pieniężnej do realizacji krótkookresowych celów politycznych,
- polityka taka sprzyja również stabilizacji rynków finansowych, co jest niezwykle istotne dla każdej gospodarki.

Niezależność banku centralnego należy uznać za jeden ze sposobów kształtowania polityki monetarnej spośród wielu, które mogą służyć osiągnięciu jej celu finalnego, jakim jest niski i stabilny poziom cen. Alternatywne ścieżki realizacji polityki monetarnej zmierzające do osiągnięcia niskiej stopy inflacji obejmują między innymi strategię stałego kursu walutowego, zarząd walutą, strategię bezpośredniego celu inflacyjnego czy też funkcjonowanie banku centralnego na podstawie kontraktów. Wszystkie te metody były już skutecznie realizowane w praktyce i w większości przypadków posiadają co najmniej jednakowo dobre bądź też lepsze podwaliny teoretyczne aniżeli koncepcja niezależności banku centralnego. Aczkolwiek należy zauważyć, iż każdy z wyżej wymienionych wariantów prowadzenia polityki pieniężnej posiada swoje wady, z czego narzuca się wniosek, że nie ma jedyne go modelu polityki pieniężnej - optymalnego w każdym miejscu i w każdych warunkach. Jednocześnie zwiększona wiarygodność i przejrzystość polityki pieniężnej wydają się skutecznymi i niezbędnymi instrumentami banku centralnego, służącymi redukowaniu stopy inflacji, a następnie jej stabilizacji na niskim poziomie.

## 2. Polityka pieniężna banku centralnego w gospodarce rynkowej

### 2.1. Instrumenty polityki pieniężnej

#### 2.1.1. Przegląd klasyfikacji

Polityka pieniężna jest częścią polityki gospodarczej – obok polityki fiskalnej i polityki strukturalnej. Jej podstawowym celem jest zapewnienie stabilności cen, czyli inaczej mówiąc niskiej inflacji.

Polityka pieniężna to decydowanie na temat tego, jak wiele pieniędzy powinno być w gospodarce. Pieniądze są niezbędne do tego, aby gospodarka sprawnie funkcjonowała, aby bez kłopotów można było dokonywać operacji zakupu i sprzedaży produktów. Jeśli pieniędzy jest w gospodarce zbyt wiele, popyt na towary i usługi przewyższa ich podaż i zaczynają rosnąć ceny (pojawia się więc inflacja). Jeśli jednak pieniędzy jest zbyt mało, narastają kłopoty ze sprzedażą i pojawia się ryzyko recesji oraz deflacji. Zadaniem polityki pieniężnej jest więc zapewnienie odpowiedniej ilości pieniędzy na rynku, tak by gospodarka bez przeszkód się rozwijała, a ceny były stabilne. Tradycyjnie punktem rozważań na temat właściwej ilości pieniędzy w gospodarce jest równanie wymiany Fishera.

Równanie wymiany Fishera to zapis zależności pomiędzy ilością pieniądza w gospodarce i poziomem cen. Generalnie rzecz biorąc można stwierdzić, że ekonomiści są zgodni co do tego, że istnieje długookresowy związek pomiędzy tempem, w jakim bank centralny zwiększa ilość pieniądza w gospodarce, a dynamiką cen. Zależność tę – w najprostszej formie – przedstawia tzw. równanie wymiany Fishera (zaproponowane na początku XX wieku przez amerykańskiego ekonomistę Irvinga Fishera), mówiące że:

$$M V = P X,$$

gdzie:

M - ilość pieniądza w gospodarce (podaż pieniądza);

V – szybkość obiegu pieniądza,

P - poziom cen;

X - wolumen transakcji.

Równanie to mówi, że jeśli silnie zwiększymy ilość pieniądza w gospodarce (wzrośnie M), a zwyczaję konsumentów i podmiotów gospodarczych co do szybkości obrotu pieniądzem nie ulegną zmianie (V się nie zmieni), wystąpi presja na wzrost cen P (bowiem wolumen transakcji, X, nie może gwałtownie wzrosnąć). Równanie wymiany Fishera leży u podstaw teorii ekonomicznej zwanej monetaryzmem, wiążącej inflację wyłącznie z podażą pieniądza. Nie wszyscy ekonomiści zgadzają się w pełni z takim postawieniem sprawy. Można przecież również wierzyć w to, że w krótkim okresie skutkiem wzrostu podaży pieniądza może być często nie wzrost cen, ale produkcji. Jednak w zasadzie wszyscy ekonomiści godzą się z takim podejściem w długim okresie<sup>75</sup>.

Prawidłowe prowadzenie polityki pieniężnej (monetarnej) jest istotną funkcją banku centralnego w realizacji podstawowych celów gospodarczych państwa. Następuje ona poprzez różnego rodzaju instrumenty i procedury stosowane wobec sektora bankowego, czyli rynku międzybankowego, banków komercyjnych i innych instytucji pośrednictwa finansowego. Używając tych instrumentów bank centralny najczęściej oddziałuje na warunki kredytowania, podaż pieniądza w gospodarce oraz prędkość jego obiegu.

Generalnie odbywa się to poprzez wprowadzanie do obrotu gospodarczego lub wycofywanie z niego pieniądza banku centralnego, łagodzenie lub zaostrzanie warunków, na jakich się to dokonuje oraz wpływanie na warunki kredytowania podmiotów gospodarczych. Skutkiem takiego oddziaływania jest określona płynność oraz wysokość stóp procentowych na rynku pieniężnym czyli cena pieniądza, która z kolei pełni rolę podstawowego wyznacznika opłacalności gospodarowania podmiotów gospodarczych. Dodatkowo wybór instrumentów i procedur banku centralnego oraz zakres ich działania zależy od sytuacji ekonomicznej państwa, stopnia rozwoju rynku finansowego oraz doraźnej polityki. Uwzględniając powyższe stwierdzenia przy omawianiu mechanizmów funkcjonowania rynku finansowego nie można pominąć roli banku centralnego, gdyż spełnia on na nim bardzo istotne funkcje<sup>76</sup>.

---

<sup>75</sup> Dane za stroną internetową:

<http://www.nbportal.pl/pl/commonPages/EconomicsEntryDetails?entryId=127&pageId=608>, 13.01.2011.

<sup>76</sup> W. Dębski, *Rynek finansowy... op. cit.*, s. 70.

W literaturze przedmiotu stosuje się różne podziały instrumentów polityki pieniężno-kredytowej banku centralnego, poprzez które wpływa on na warunki kredytowania i przepływu pieniądza. Znaną od lat klasyfikacją tych instrumentów jest ich podział na<sup>77</sup>:

- środki ilościowej kontroli kredytu, do których zalicza się wszystkie stopy procentowe banku centralnego, w tym głównie stopę dyskontową, system minimalnych rezerw obowiązkowych oraz operacje otwartego rynku,
- środki jakościowej i selektywnej kontroli kredytu, do których zalicza się zazwyczaj określanie maksymalnych terminów spłat kredytów, dodatkowe zabezpieczenia w zależności od rodzaju i wysokości kredytu, prawo do przekazywania bankom komercyjnym dyrektyw określających cele udzielania kredytów lub ich zakaz, ustalanie procentowego stosunku konkretnych kredytów do kapitałów własnych banku, jak również określanie minimalnych rezerw gotówkowych i powiązanie ich z finansowaniem transakcji.

Wskazany podział jest dosyć płynny, ponieważ środki kontroli ilościowej mogą być łatwo przekształcone w środki kontroli jakościowej i selektywnej. Na przykład do tej ostatniej grupy zalicza się wielość stóp dyskontowych, rozbudowany system rezerw obowiązkowych czy różnorodne klasyfikacje kredytów.

Inną znaną klasyfikacją instrumentów polityki pieniężno-kredytowej banku centralnego jest ich podział na<sup>78</sup>:

- instrumenty klasyczne, zwane też pośrednimi, w skład których wchodzi operacje otwartego rynku oraz stopa dyskontowa banku centralnego,
- instrumenty bezpośrednie, do których zalicza się wszystkie pozostałe środki, wśród których można wymienić min. rezerwy obowiązkowe, wymagania odnoszące się do utrzymania płynności oraz struktury majątkowo-kapitałowej banku komercyjnego, ilościowe i jakościowe ograniczenia odnoszące się do wielkości i struktury udzielanych kredytów, nakładanie ograniczeń w swobodnym ustalaniu niektórych stóp procentowych, prawno-instytucjonalne ograniczenia terytorium lub zakresu działania

---

<sup>77</sup> H. Gronkiewicz-Waltz, *Bank centralny: od gospodarki planowej do rynkowej*, Olympos, Warszawa 1992, s.96-07.

<sup>78</sup> I. Czechowska, *Funkcjonowanie banku centralnego na polskim rynku pieniężnym*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 1996, s.72.



poszczególnych instytucji pośrednictwa finansowego czy regulacje odnoszące się do wydawania licencji nowym bankom lub ich filiom.

Instrumenty polityki monetarnej banku centralnego można także podzielić na<sup>79</sup>:

- instrumenty kontroli ogólnej, przez które rozumie się środki oddziałujące równocześnie i z jednakową mocą na cały sektor bankowy; zalicza się do nich politykę rezerw obowiązkowych, operacje otwartego rynku oraz politykę stopy dyskontowej banku centralnego,
- instrumenty kontroli selektywnej odnoszące się zazwyczaj do poszczególnych instytucji finansowych,
- oddziaływanie przez perswazję — bank centralny przekazuje bankom komercyjnym nieobowiązujące sugestie co do pożądanych kierunków ich polityki,

Ważnym, z punktu widzenia długości przewidywanego okresu oddziaływania, podziałem instrumentów polityki pieniężno-kredytowej banku centralnego jest ich podział na<sup>80</sup>:

- instrumenty ogólnego sterowania. Są to na ogół instrumenty rynkowe ukierunkowane na ukształtowanie docelowego stopnia płynności sektora bankowego oraz poziomu stóp procentowych na rynku pieniężnym. Mają one także na celu zapewnienie w długim okresie równowagi między zapotrzebowaniem banków komercyjnych na środki banku centralnego a ich podażą. Do takich instrumentów zalicza się stopy procentowe banku centralnego, instrumenty wpływające na płynność banków (rezerwy obowiązkowe, kontyngenty redyskonta<sup>81</sup>) oraz prowadzenie „klasycznej” polityki otwartego rynku (ostateczny zakup i sprzedaż długookresowych papierów wartościowych),
- instrumenty sterowania precyzyjnego. Mają one za zadanie wyrównywanie przejściowych wahań płynności sektora bankowego oraz krótkookresowe dopasowywanie na rynku pieniężnym podaży i popytu globalnego<sup>82</sup>. Wykorzystując te

---

<sup>79</sup> A. Kaźmierczak, *Podstawy polityki pieniężnej*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1998, s. 91.

<sup>80</sup> *Ibidem*, s. 91.

<sup>81</sup> Kontyngent redyskontowy to wielkość kredytu, jakiego bank centralny jest skłonny udzielić w okresie roku sektorowi bankowemu; wielkość ta jest następnie rozdzielana na poszczególne banki.

<sup>82</sup> Popyt globalny jest kluczową kategorią w makroekonomii. Popyt globalny inaczej łączny odnosi się do sumy (kwoty), jaką podmioty gospodarki planują wydać na dobra i usługi przy

instrumenty bank centralny sygnalizuje rynkowi, iż jego zamiarem nie jest przeformułowanie długookresowej polityki pieniężnej. Do tych instrumentów zalicza się pozostałe operacje otwartego rynku.

Z przedstawionych klasyfikacji instrumentów polityki monetarnej banku centralnego wynika, iż są one do siebie zbliżone. Generalnie można powiedzieć, iż chodzi tutaj o instrumenty rynkowe, mianowicie takie, które mogą przynieść pożądane skutki na rynku pieniężnym, oraz instrumenty administracyjne, w postaci różnorodnych nakazów i zakazów używanych przez bank centralny, występujący tutaj w roli jednostki nadrzędnej w stosunku do innych instytucji finansowych.

Kanwą dalszych rozważań w opracowaniu będzie wykorzystywany przez NBP zestaw instrumentów polityki pieniężnej pozwalający na kształtowanie rynkowych stóp procentowych. Instrumenty te obejmują<sup>83</sup>:

- rezerwę obowiązkową,
- operacje otwartego rynku,
- operacje depozytowo – kredytowe.

### *2.1.2. Rezerwa obowiązkowa*

Bank centralny nakłada na banki obowiązek utrzymywania rezerwy obowiązkowej. Rezerwa ma na celu łagodzenie wpływu bieżących zmian płynności sektora bankowego na stopy procentowe na rynku międzybankowym. Służy również ograniczaniu nadpłynności banków.

Rezerwą obowiązkową jest wyrażona w złotych część środków pieniężnych zgromadzonych na rachunkach bankowych i uzyskanych ze sprzedaży papierów wartościowych oraz innych środków przyjętych przez banki, podlegających zwrotowi, z wyjątkiem środków przyjętych od innego banku krajowego, a także pozyskanych

---

danych cenach w danym okresie. Dane za stronę internetową:

[http://mfiles.pl/pl/index.php/Popyt\\_globalny](http://mfiles.pl/pl/index.php/Popyt_globalny), 29.05.2012r.

<sup>83</sup> Dane za stronę internetową:

[www.nbp.pl/home.aspx?f=/o\\_nbp/informacje/polityka\\_pieniezna.html](http://www.nbp.pl/home.aspx?f=/o_nbp/informacje/polityka_pieniezna.html), 29.04.2012r.

z zagranicy na co najmniej 2 lata. Rezerwa obowiązkowa utrzymywana jest na rachunkach w NBP.

Wysokość stopy rezerwy obowiązkowej ustala Rada Polityki Pieniężnej. Od 31 grudnia 2010 r. stopa rezerwy obowiązkowej wynosi 3,5 proc. dla wszystkich rodzajów depozytów, z wyjątkiem środków uzyskanych z tytułu sprzedaży papierów wartościowych z udzielonym przyrzeczeniem odkupu, dla których stopa rezerwy obowiązkowej wynosi 0 proc. Od 30 września 2003 r. wszystkie banki pomniejszają naliczoną rezerwę obowiązkową o równowartość 500 tys. euro. Środki rezerwy obowiązkowej od 1 maja 2004 r. są oprocentowane. Poniższa tabela ilustruje, jak powiększają się aktywa rezerwy obowiązkowej z roku na rok.

Tabela 2. Stan rezerw obowiązkowych w latach 1993-2011 w walutach wymienialnych, w mln PLN

Koniec roku:	Stan rezerw obowiązkowych
1993	9 137
1994	14 693
1995	36 929
1996	52 390
1997	75 296
1998	99 076
1999	113 305
2000	113 796
2001	105 892
2002	114 375
2003	127 805
2004	109 996
2005	138 838
2006	141 114
2007	160 090
2008	184 165
2009	226 859
2010	277 186
2011	334 447

Źródło: [www.nbp.pl/home.aspx?f=/statystyka/aktywa\\_rezerwowe.html](http://www.nbp.pl/home.aspx?f=/statystyka/aktywa_rezerwowe.html), 29.04.2012r

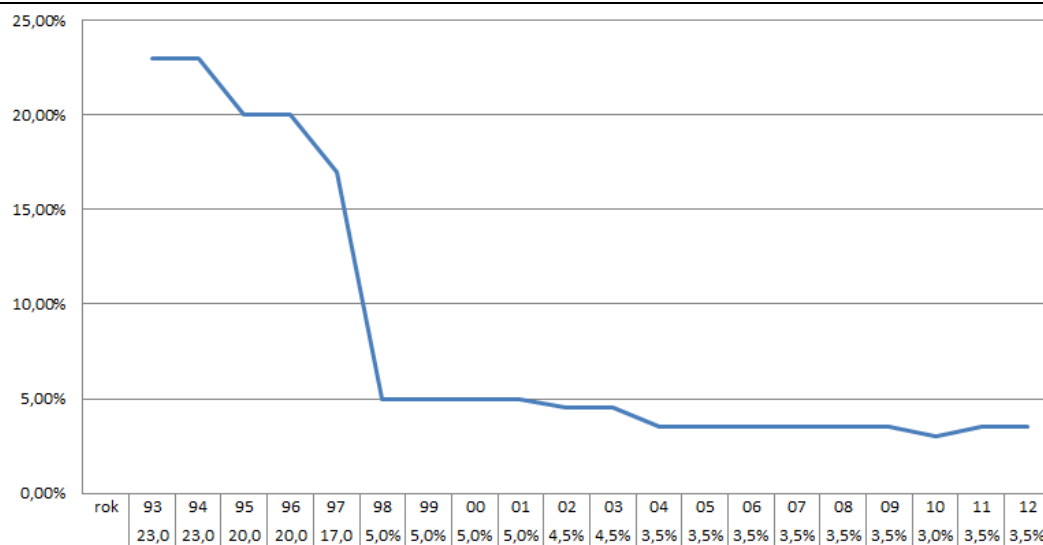
System rezerw obowiązkowych jest instrumentem pozwalającym wyznaczyć minimalny poziom płynności w systemie bankowym. Instrument ten nie nadaje się jednak do doraźnego regulowania płynności banków. Ciężący na bankach obowiązek utrzymywania rezerwy obowiązkowej działa ja podatek. Banki tracą na tym tyle, ile mogłyby zyskać lokując te same środki na rynku finansowym. Podraża to koszty usług bankowych, pogarszając pozycję konkurencyjną banków na rynku finansowym. Staje się to ważne zwłaszcza teraz, gdy w wyniku liberalizacji rynków finansowych banki tracą swój dawny monopol na rynku kredytowym i muszą konkurować z innymi instytucjami finansowymi. Dlatego w ostatnim czasie występuje wyraźna tendencja do obniżania przez banki centralne stóp rezerw obowiązkowych (zob. rys. 3) do poziomu, który i tak jest przez banki komercyjne utrzymywany ze względu na konieczność posiadania zapasów gotówki w skarbcu i środków niezbędnych do dokonywania płatności wynikających z rozrachunków międzybankowych<sup>84</sup>.

Z punktu widzenia zabezpieczenia bieżącej wypłacalności banków komercyjnych funkcja rezerw obowiązkowych sprowadza się do odgrywania roli pewnego amortyzatora krótkookresowych wahań płynności sektora bankowego. Mimo wszystko, w przypadku braku rezerw obowiązkowych istniałaby poważna obawa, iż niektóre banki w pogoni za zyskiem mogłyby przekraczać bezpieczny poziom swoich płynnych rezerw. W rezultacie takie postępowanie doprowadziłoby do zmniejszenia stopnia refinansowania się banków komercyjnych w banku centralnym i w konsekwencji do wzrostu stóp procentowych, gdyż dopiero przy wyższej cenie pieniądza można byłoby skłonić te banki do ostrożniejszego gospodarowania swoimi środkami. Obowiązek utrzymywania rezerw obowiązkowych na odpowiednim poziomie pozwala więc minimalizować zagrożenie niewypłacalności banków.

---

<sup>84</sup> A. Sławiński, J. Osiński, *Operacje otwartego rynku banku centralnego*, Fundacja Edukacji i Badań Bankowych, Warszawa 1995, s. 14-15.

Rysunek 3. Stopa rezerwy obowiązkowej od wkładów złotych płatnych na żądanie w styczniu danego roku w latach 1993-2012.



Źródło: opracowanie własne na podstawie opracowań statystycznych NBP za stronę [www.nbp.pl/home.aspx?f=/statystyka/statystyka.html](http://www.nbp.pl/home.aspx?f=/statystyka/statystyka.html), 29.04.2012r.

Reasumując trzeba podkreślić, że rezerwy nie należą do instrumentów bieżącej kontroli płynności sektora bankowego. Stąd też wskaźniki rezerw nie powinny podlegać częstym wahaniom, ponieważ banki potrzebują dłuższego czasu na dostosowanie swojej polityki do zamierzeń banku centralnego. Posługiwanie się tym instrumentem jest traktowane przez banki komercyjne jako przejmowanie części ich potencjalnych dochodów. Ponadto znaczenie tego instrumentu maleje ze względu na fakt, iż banki komercyjne stają się potężnymi instytucjami finansowymi o niezagrożonej pozycji<sup>85</sup>.

<sup>85</sup> W. Dębski, *Rynek finansowy... op. cit.*, s. 84.

### 2.1.3. Operacje depozytowo kredytowe

W przypadku prowadzenia przez NBP podstawowych operacji otwartego rynku z 7-dniowym terminem zapadalności (omówionych bliżej w kolejnym dziale) może dochodzić do znacznych wahań najkrótszych, zwłaszcza jednodniowych, stóp rynku międzybankowego. Łagodzeniu tych wahań służą operacje kredytowo-depozytowe do których należą<sup>86</sup>:

- refinansowanie banków komercyjnych w banku centralnym (kredyt redyskontowy i lombardowy oraz
- lokaty terminowe banków w NBP (depozyt na koniec dnia)

Są one prowadzone z bankami komercyjnymi z ich inicjatywy: Operacje kredytowo-depozytowe NBP wpływają na wysokość stóp procentowych na rynku pieniężnym, których górną granicę stanowi oprocentowanie kredytu lombardowego, a dolną – oprocentowanie depozytu w NBP. Zmiany w strumieniach pieniężnych kierowanych do obiegu gospodarczego zachodzą w dużej mierze dzięki możliwościom kreowania pieniądza przez bank centralny.

Jedną z tych możliwości jest refinansowanie banków komercyjnych w banku centralnym. Polega ona na udzielaniu kredytów przez ten bank innym bankom, na ogół pod zastaw ich aktywów, które w ten sposób są upłynniane. Kredyt taki może być udzielony do określonej kwoty w rachunku kredytowym, pod zastaw papierów wartościowych (kredyt lombardowy) lub w innej formie określonej przez zarząd NBP. Jako zastaw NBP może przyjmować od banków weksle do dyskonta i redyskonta. Do podstawowych form refinansowania banków komercyjnych zalicza się<sup>87</sup>:

- kredyt redyskontowy,
- kredyt lombardowy.

Kredyt redyskontowy jest klasycznym i zarazem najstarszym instrumentem refinansowania banków komercyjnych. Politykę kredytu redyskontowego tę bank centralny prowadzi poprzez stopę redyskontową. Stopa redyskontowa banku centralnego jest to stopa oprocentowania kredytów udzielanych bankom komercyjnym przez bank centralny. Jego zaciągnięcie odbywa się na zasadzie przekazania bankowi centralnemu do redyskonta zdyskontowanych przez banki komercyjne weksli. Banki te przyjmują do dyskonta weksle

---

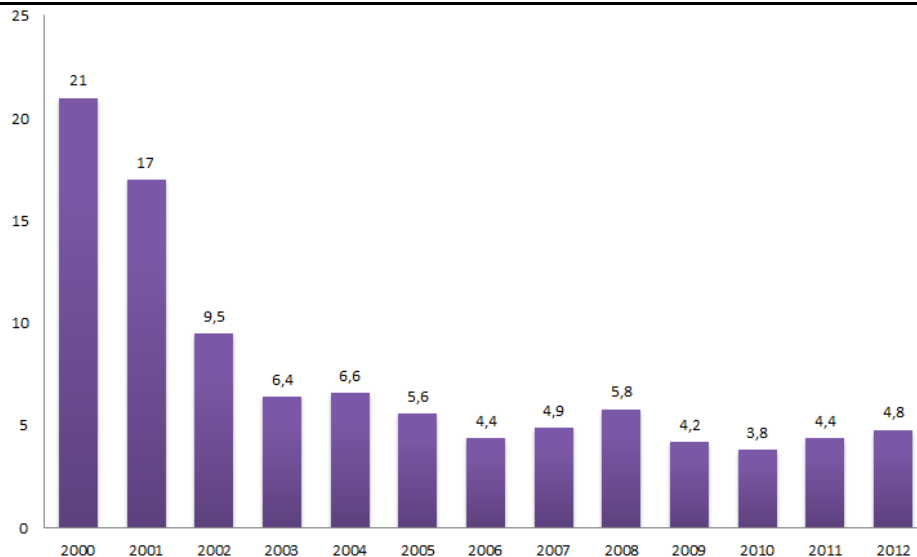
<sup>86</sup> *Ibidem*, s.78

<sup>87</sup> *Ibidem*, s. 83.

swoich klientów, które następnie mogą przez terminem ich wykupu przedstawić do redyskonta w banku centralnym, aby w ten sposób upłynnić je. Udzielony w ten sposób kredyt redyskontowy jest kredytem krótkoterminowym, to znaczy zwykle do trzech miesięcy, i w terminie wykupu weksli powinien być spłacony. Bank centralnym może jednak przyjmować do redyskonta także inne papiery wartościowe.

Redyskontowanie weksli odbywa się według określonej ceny, którą jest stopa redyskontowa (w literaturze także nazywana stopą dyskontową). Określenie właściwego poziomu stopy redyskontowej jest bardzo odpowiedzialnym zadaniem banku centralnego. Wynika to z faktu, iż jest ona uważana za podstawową cenę pieniądza w gospodarce. Podstawowym czynnikiem wpływającym na wysokość stopy redyskontowej jest poziom inflacji. Stopa redyskontowa powinna być ustalona powyżej tego poziomu, gdyż ujemna realna jej wartość stanowi zachętę do nieuzasadnionego wzrostu akcji kredytowej banków. Od wysokości stopy redyskontowej zależy ogólna kwota kredytów zaciągniętych przez banki komercyjne w banku centralnym. Wzrost stopy redyskontowej powoduje spadek wartości weksli składanych do redyskonta, czyli podraża ten kredyt, co w rezultacie zmniejsza poziom rezerw gotówkowych sektora bankowego i zmniejsza jego akcję kredytową. Mówi się wówczas o restrykcyjnej polityce monetarnej lub polityce trudnego pieniądza. W sytuacji obniżania poziomu stopy redyskontowej banki komercyjne uzyskują kredyt w banku centralnym po niższym koszcie, wobec tego mogą zwiększać jego rozmiary i rozszerzać akcję kredytową. Mówi się wtedy o ekspansywnej polityce monetarnej lub polityce łatwego pieniądza. Poniższa tabela ilustruje wysokość stóp redyskonta weksli Narodowego Banku Polskiego po 2010r.

Rysunek 4. Średnioroczne stopy redyskonta weksli NBP w latach 2010-2012 (2012 r. średnia z I kw.)



Źródło: opracowanie własne na podstawie opracowań statystycznych NBP za stroną [www.nbp.pl/home.aspx?f=/statystyka/statystyka.html](http://www.nbp.pl/home.aspx?f=/statystyka/statystyka.html), 29.04.2012r.

Mając do dyspozycji rynek lokat międzybankowych banki komercyjne mogą również zaciągać kredyty na nim zamiast w banku centralnym, w zależności od tego, jaka jest relacja między stopą oprocentowania na tym rynku a stopą redyskontową. Jeżeli stopa redyskontowa jest wyższa od stopy oprocentowania lokat na rynku międzybankowym, to banki komercyjne będą korzystać z rynku międzybankowego i na odwrót. Generalnie co do zasady stopa rynku międzybankowego jest niższa od stopy redyskontowej, która to stanowi dla tej pierwszej górny pułap.

Bank centralny przez swoją politykę stopy redyskontowej ma również wpływ na kształtowanie się oczekiwanego wzrostu ogólnego indeksu cen dóbr i usług. Jeżeli uczestnicy rynku finansowego postrzegają bank centralny jako wiarygodny, to dokonanie niewielkiego podwyższenia krótkoterminowych stóp refinansowych powoduje tylko nieznaczny wzrost kosztów produkcji, a proces gospodarczy po lekkim wahnięciu szybko się stabilizują. Jest tak dlatego, ponieważ wzrost stóp krótkoterminowych nie przenosi się na stopy długoterminowe,



które decydują na przykład o aktywności podmiotów gospodarczych czy poziomie bezrobocia<sup>88</sup>.

Oceniając politykę stopy redyskontowej z punktu widzenia kontroli płynności sektora bankowego trzeba przyznać, iż nie jest ona najbardziej skutecznym instrumentem (dużo większą użyteczność pod tym względem wykazują operacje otwartego rynku opisane w dalszej części). Dzieje się tak, ponieważ wiele banków komercyjnych jest niezależnych pod względem finansowym od banku centralnego. Poza tym przy zaciąganiu kredytów w banku centralnym stroną podejmującą inicjatywę są banki komercyjne, które przeznaczają do redyskonta taką ilość weksli, jak z ich punktu widzenia jest wymagana więc kontrola banku centralnego odbywa się wyłącznie *ex post*, czyli wówczas, gdy w gospodarce może istnieć na przykład niepożądana sytuacja. Dodatkowo, w przypadku, gdy banki komercyjne są poważnie zadłużone w banku centralnym i będzie on chciał zmienić ten stan przez podwyższenie stopy redyskontowej, to – gdy gospodarka rozwija się stabilnie, czyli charakteryzuje się niskim wzrostem cen – zapotrzebowanie przedsiębiorstw na kredyt bankowy nie spadnie drastycznie, gdyż jego koszt wkalkulują one we wzrost cen.

Ponadto koszt ten nie jest zbyt duży w porównaniu z innymi elementami kosztów. Innymi słowy, bankowi centralnemu trudno jest ustalić taki poziom stopy redyskontowej, aby spowodować odpowiednie zmniejszenie lub zwiększenie popytu na kredyt. Wzrost oprocentowania kredytów, w ślad za stopą redyskontową, na przykład o jeden punkt procentowy spowoduje bardzo minimalny wzrost kosztów produkcji, a w sytuacji dobrej koniunktury na rynku przedsiębiorcy będą zwiększać zapotrzebowanie na kredyt, bo będzie istniał stały popyt na ich towary, czyli nie przyniesie to oczekiwanego spadku popytu na kredyt. Podobnie czy spadku stopy redyskontowej podmioty gospodarcze nie będą skłonne do znacznego zwiększania zapotrzebowania na kredyt, gdyż nie obniży to istotnie kosztów produkcji, a w sytuacji nasyczonego rynku i tak będą one miały kłopot z ulokowaniem swoich produktów. Płyne stąd wniosek o stosunkowo niskiej elastyczności zapotrzebowania na kredyt względem jego oprocentowania. Chociaż oczywiście elastyczność ta może być wyższa dla wyższych poziomów oprocentowania kredytów.

Reasumując, decyzje o zmianie poziomu stopy redyskontowej muszą być bardzo wyważone, gdyż stanowią podstawę oceny bieżącej sytuacji gospodarczej kraju i sygnalizują

---

<sup>88</sup> *Ibidem*, s. 84.

zamierzenia władz. Przynosi ona efekty w długim okresie i jej stosowanie odgrywa raczej rolę pomocniczą w stosunku do innych instrumentów polityki monetarnej<sup>89</sup>.

Kredyt lombardowy jest drugim podstawowym instrumentem refinansowania banków komercyjnych w banku centralnym jest. Jest on udzielany według ustalonej przez bank centralny stopy lombardowej a jego zabezpieczeniem jest zastaw papierów wartościowych. Jest to zwykle kredyt krótkoterminowy (na okres nieprzekraczający 90 dni). Dla banków komercyjnych stanowi dodatkową możliwość refinansowania się w banku centralnym. Bank centralny udziela go uwzględniając ogólną sytuację na rynku pieniężnym, kondycję finansową danego banku oraz mając na uwadze domknięcie krótkotrwałej luki płynności. Bank centralny może ograniczyć lub wstrzymać przydział tego kredytu, jeżeli uzna, że jest to niekorzystne z punktu widzenia ogólnych uwarunkowań w zakresie polityki pieniężnej, jak również na skutek negatywnej oceny celowości jego przyznania konkretnemu bankowi. Papiery wartościowe mogące być przedmiotem zastawu pod kredyt lombardowy muszą spełniać określone przez bank centralny warunki jakościowe oraz warunki w zakresie terminów zapadalności. Najczęściej przyjmowanymi papierami są papiery skarbowe oraz weksle przedsiębiorstw. Bank komercyjny starający się o kredyt lombardowy może żądać jego udzielenia w pełnej wysokości złożonego depozytu w postaci papierów wartościowych. Papiery wartościowe zastawione w banku centralnym pod jego przyznanie są blokowane na rachunku depozytowym banku. Powoduje to, iż bank komercyjny nie może ich zbyć, ani użyć do innych celów, na przykład w operacjach otwartego rynku.

Można wyróżnić trzy rodzaje kredytu lombardowego:

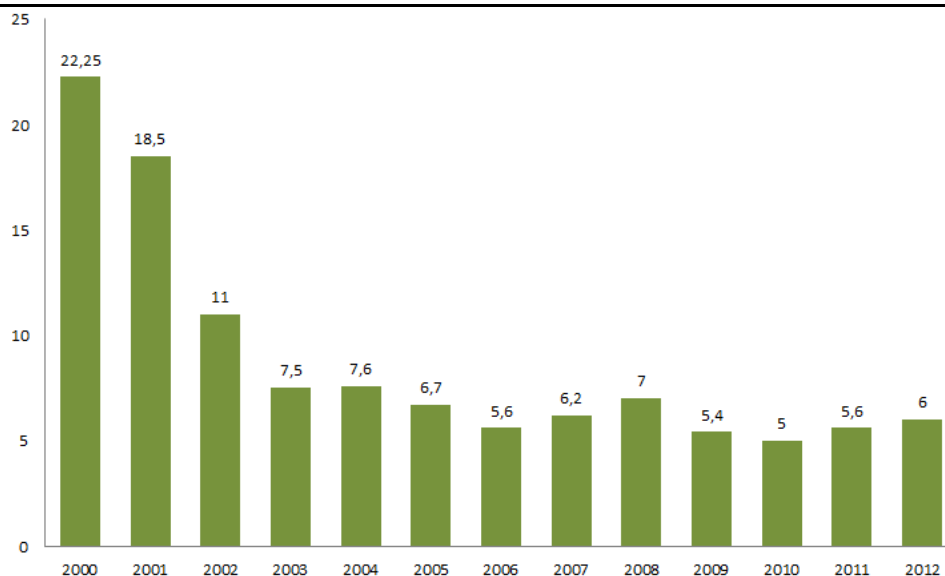
- kredyt płatniczy – udzielany z reguły na kilka dni w celu pokrycia nagłego zapotrzebowania na środki finansowe, na przykład w celu utrzymania wymaganego poziomu rezerwy obowiązkowej,
- kredyt sezonowy – udzielany na pokrycie sezonowych niedoborów środków,
- kredyt długoterminowy – udzielany bankom na dłuższy czas, na przykład w celu pokrycia ich strat.

Stopa oprocentowania tych kredytów jest różna; zależy głównie od okresu, na jaki jest on zaciągany. Regułą jest, iż kredyty długoterminowe mają wyższe oprocentowanie. Średnioroczne stopy kredytu lombardowego obrazuje rys. 5.

---

<sup>89</sup> A. Kaźmierczak, *Podstawy... op. cit.*, s. 96-97.

Rysunek 5. Średnioroczne stopy lombardowe NBP w latach 2010-2012 (2012r. średnia z I kw.)



Źródło: opracowanie własne na podstawie opracowań statystycznych NBP za stroną [www.nbp.pl/home.aspx?f=/statystyka/statystyka.html](http://www.nbp.pl/home.aspx?f=/statystyka/statystyka.html), 29.04.2012r.

Kredyt lombardowy również może podlegać określonej przez bank centralny reglamentacji. Może mieć ona charakter ilościowy lub jakościowy. Przy reglamentacji ilościowej bank centralny określa ogólną kwotę udzielanych danemu bankowi kredytów lombardowego i redyskontowego, natomiast reglamentacja jakościowa polega na ustanawianiu warunków, które bank musi spełnić, aby zaciągnąć kredyt lombardowy. Bank centralny ma również możliwość zastosowania innych ograniczeń. Na przykład może nakazać bankowi spłatę kredytu w określonym czasie lub zakazać jego zaciągania na jakiś okres. Inną formą ograniczenia w czasie jest udzielanie kredytu wyłącznie na jeden dzień. Bank centralny ma też możliwość całkowitego zawieszenia udzielania nowych kredytów lombardowych.

Stopa lombardowa banku centralnego, podobnie zresztą jak stopa redyskontowa, jest ustalana samodzielnie przez ten bank. Przy określaniu stopy lombardowej bank centralny kieruje się przede wszystkim osiągnięciem założonego celu polityki pieniężnej lub gospodarczej. Stopa lombardowa jest zwyczajowo wyższa od redyskontowej. Na ustabilizowanych rynkach o 1-2 punkty procentowe. Powszechnie uważana jest za stopę graniczną innych stóp procentowych rynku pieniężnego. Pełniąc funkcję stopy maksymalnej określa zarazem krańcowy koszt pozyskania pieniądza na rynku międzybankowym. Kredyt

lombardowy cechuje się bardzo dużą elastycznością, wynikającą z faktu, że w zasadzie można go w każdej chwili zaciągnąć i spłacić. Stanowi on swoisty „bufor bezpieczeństwa” dla rynku pieniężnego i rozliczeń pieniężnych. Bywa też nazywany kredytem „ostatniej instancji”, gdyż traktuje się go jako niezbędne narzędzie zachowania bezpieczeństwa sektora bankowego przez minimalizowanie ryzyka utraty jego płynności. Banki komercyjne na ogół korzystają z kredytu lombardowego dopiero wtedy, kiedy wyczerpią swoje limity kredytu redyskontowego.

Reasumując trzeba przyznać, że najbardziej rynkowym mechanizmem regulującym poziom kredytu lombardowego w gospodarce jest jego cena. W Polsce stopa kredytu lombardowego po raz pierwszy została ustalona 1 lipca 1990r. Jest to więc nowy instrument na polskim rynku pieniężnym. Narodowy Bank Polski udziela kredytu lombardowego pod zastaw papierów wartościowych, którymi są zdematerializowane papiery skarbowe (bony i obligacje). Kwota przyznanego kredytu może stanowić maksymalnie 80% wartości zastawionych papierów. Uruchomienie kredytu następuje po zawarciu przez dany bank umowy, ustanowienia zastawu oraz złożeniu deklaracji wykorzystania kredytu.

Narodowy Bank Polski oferuje też bankom możliwość składania krótkookresowego (jednodniowego) depozytu w banku centralnym. Jego oprocentowanie wskazuje stopa depozytowa ustalana przez NBP. Lokaty przyjmowane są do końca dnia operacyjnego, a zwrot kwoty depozytu wraz z należnymi odsetkami następuje w kolejnym dniu operacyjnym. Lokaty są oprocentowane według stopy zmiennej ustalonej przez Radę Polityki Pieniężnej (stopy depozytowej). Lokaty terminowe w NBP pozwalają bankom komercyjnym na zagospodarowanie nadwyżek płynnych środków. W efekcie przeciwdziałają spadkowi krótkookresowych stóp na rynku międzybankowym poniżej stopy depozytowej<sup>90</sup>.

Podsumowując politykę refinansowania banków komercyjnych należy wskazać na fakt, iż bank centralny określając poziom stopy redyskontowej i lombardowej determinuje zarazem dopuszczalne pasmo zmian rynkowej stopy procentowej, w ramach którego jej zmiany nie wymagają interwencji banku centralnego. Zasada działania banku polega zwykle na tym, że gdy rynkowa stopa procentowa zbliża się do poziomu stopy redyskontowej, to

---

<sup>90</sup> Dane za stroną internetową:  
[www.nbp.pl/home.aspx?f=/o\\_nbp/informacje/polityka\\_pieniezna.html](http://www.nbp.pl/home.aspx?f=/o_nbp/informacje/polityka_pieniezna.html), 14.05.2012r.

bank centralny zmniejsza podaż pieniądza na rynku, natomiast sytuacja odwrotna wskazuje na działania zmierzające w kierunku zwiększania ilości pieniądza w obiegu gospodarczym<sup>91</sup>

#### 2.1.4. Operacje otwartego rynku

W rozwiniętej gospodarce rynkowej wytworzyło się wiele mechanizmów rynkowych umożliwiających sterowanie gospodarką w taki sposób, aby uzyskać pożądane efekty. Również cele polityki pieniężnej osiąga się w sposób bardziej elastyczny i łagodny, jeżeli oddziałuje się poprzez instrumenty rynkowe, co wynika z faktu, iż podmioty rynku pieniężnego reagują bardziej spokojnie, gdy stosuje się wobec nich mechanizmy rynkowe, a nie środki przymusu, zobowiązujące do bezwzględnego podporządkowania się.

Najbardziej skutecznym i elastycznym instrumentem polityki monetarnej banku centralnego są operacje otwartego rynku. **Operacje otwartego** rynku to transakcje dokonywane z inicjatywy banku centralnego z bankami komercyjnymi. Obejmują one warunkową i bezwarunkową sprzedaż lub kupno papierów wartościowych lub dewiz, a także emisje własnych papierów dłużnych banku centralnego. Operacje otwartego rynku równoważą popyt i podaż środków utrzymywanych przez banki komercyjne w banku centralnym. Dzięki temu bank centralny wpływa na poziom krótkoterminowych stóp procentowych na rynku międzybankowym. Pozwalają one bardzo efektywnie sterować rynkiem pieniądza. Dzięki nim bank centralny może wpływać na podaż pieniądza bezpośrednio, regulując bieżącą płynność banków komercyjnych, i pośrednio, regulując obrót na rynku międzybankowym. Warunkiem ich stosowania jest prawidłowo rozwinięty rynek papierów wartościowych, a zwłaszcza papierów skarbowych. Operacje otwartego rynku zastosowano po raz pierwszy w latach trzydziestych XX wieku w Stanach Zjednoczonych, gdzie obecnie wykorzystuje się je na bardzo szeroką skalę. W Europie operacje te zaczęto stosować później, np. we Francji w 1977 r., a w Szwecji na początku lat osiemdziesiątych. W Polsce operacje otwartego rynku zapoczątkowano w 1990 r. organizując cotygodniowe aukcje bonów pieniężnych NBP i następnie w 1991 r. rozszerzając je na bony skarbowe<sup>92</sup>.

---

<sup>91</sup> W. Dębski, *Rynek finansowy... op. cit.*, s. 84.

<sup>92</sup> *Ibidem*, s. 73.

Jeśli bank centralny uzna, że na rynku jest za dużo pieniędzy, wówczas sprzedaje bankom krótkoterminowe papiery wartościowe. Jeśli natomiast w ocenie banku centralnego pieniędzy jest zbyt mało, wówczas skupuje od banków komercyjnych papiery wartościowe, zasilając rynek gotówką. Warto podkreślić, że operacje otwartego rynku są interwencjami, które mają przywrócić równowagę na rynku. Są one organizowane z inicjatywy banku centralnego i na określonych przez tę instytucję warunkach.

W gospodarce rynkowej, zwłaszcza dobrze prosperującej i powiązanej z zagranicą, w której strumień pieniądza płynie szybko, bank centralny również bardzo szybko musi reagować na nowe sytuacje pojawiające się na rynku pieniężnym, by stabilizować cenę pieniądza krajowego. Bank centralny może to robić w ramach operacji otwartego rynku, ponieważ może zobowiązać banki komercyjne korzystające z jego oferty zakupu lub sprzedaży papierów wartościowych, aby po upływie określonego czasu przed terminem ich zapadalności odkupiły od niego zakupione papiery lub też odsprzedały mu je. Są to tzw. operacje *repo* (*repurchase agreement*) i *reverse repo* (*reverse repurchase agreement*), nazywane ogólnie umowami lub transakcjami odkupu.

Operacje *repo* (warunkowego odkupu) polegają na zakupie papierów wartościowych po określonej cenie przez bank centralny, z jednoczesnym zawarciem umowy ich odkupu po upływie określonego czasu przed terminem ich wymagalności po odpowiednio wyższej cenie. Operacje te pozwalają bankowi centralnemu udzielać sektorowi bankowemu krótkoterminowych kredytów pod zastaw tych papierów wartościowych w celu poprawienia jego płynności; różnica między ceną zakupu i odkupu jest efektywną stopą procentową stanowiącą o cenie pozyskiwania środków przez banki komercyjne. Umowy te bywają zawierane czasem tylko na kilka dni, w zależności od sytuacji na rynku pieniężnym.

Operacje *reverse repo* (warunkowej sprzedaży) są odwrotne w stosunku do wyżej omówionych. Polegają na sprzedaży papierów wartościowych przez bank centralny z równoczesnym zawarciem umowy ich odsprzedaży w przyszłości. Bank centralny zaciąga w ten sposób krótkoterminowy kredyt na rynku pieniężnym, ograniczając nadmierną płynność sektora bankowego; różnica w cenie między obiema transakcjami stanowi o dochodzie za możliwość ulokowania środków przez banki komercyjne. W operacjach *repo* oraz *reverse repo* bank centralny poza papierami skarbowymi może również wykorzystywać inne papiery wartościowe dostępne na rynku pieniężnym. Natomiast dzięki różnicowaniu cen zakupu i odkupu oraz sprzedaży i odsprzedaży w tych operacjach bank centralny ma możliwość

elastycznego wpływania na krótkoterminowe stopy procentowe instrumentów rynku pieniężnego.

W krajach, w których zasady prowadzenia transakcji w ramach polityki otwartego rynku regulowane są przepisami ustawowymi, sprowadzają się one z reguły do wymienienia rodzajów walorów będących ich przedmiotem oraz do określenia uprawnień rady banku w zakresie np. przyjmowania za przedmiot tych transakcji innych rodzajów papierów niż te, które zostały podane w ustawie. Ponadto ustawa może określić dla banku prawo ustalenia warunków transakcji w zależności od sytuacji monetarnej kraju, np. przez zastrzeżenie, iż uzyskane ze sprzedaży walorów środki nie mogą być wykorzystane jako kredyt dla rządu lub dla władz lokalnych. W niektórych krajach w ustawie nie wyodrębnia się operacji otwartego rynku, z reguły jednak znajduje się w niej ogólnie sformułowane upoważnienie banku centralnego do przeprowadzania transakcji papierami wartościowymi<sup>93</sup>.

Operacje otwartego rynku sprowadzają się do uprawnienia banku centralnego zakupu i sprzedaży papierów wartościowych o stałym oprocentowaniu, którymi są przeważnie papiery skarbowe. Poprzez ten instrument bank centralny pomniejsza lub powiększa zasoby gotówkowe banków komercyjnych. Zakup i sprzedaż tych papierów odbywa się według określonych stóp procentowych, ustalanych przez bank centralny.

Podstawową (główną) i zarazem kluczową dla uczestników rynku międzybankowego stopą procentową jest **stopa referencyjna** (jest nazywana także stopą interwencyjną lub też stopą repo)<sup>94</sup>. Określa ona najniższe oprocentowanie krótkoterminowych papierów wartościowych sprzedawanych przez bank centralny bankom komercyjnym w ramach operacji otwartego rynku. Innymi słowy wyznacza minimalną rentowność bonów pieniężnych emitowanych przez Narodowy Bank Polski, sprzedawanych w ramach operacji otwartego rynku na rynku międzybankowym. Ta stopa wpływa na poziom WIBOR-u (szerzej na ten temat w dalszej części pracy), który z kolei stanowi podstawę oprocentowania kapitału obcego. Stopa referencyjna jest tak ważna dla uczestników rynku, ponieważ wpływa na oprocentowanie innych instrumentów: oprocentowanie pożyczek, międzybankowych

---

<sup>93</sup> *Ibidem*, s. 74.

<sup>94</sup> zanim zaczęto stosować stopę referencyjną, rolę głównej stopy NBP pełniło oprocentowanie kredytu refinansowego (do roku 1997), następnie główną stopą stało się oprocentowanie kredytu lombardowego.

depozytów i kredytów dla klientów, jak również na rentowność skarbowych papierów wartościowych<sup>95</sup>.

Stopę referencyjną zaczęto określać w Polsce od 1998r. Początkowo jej wyznacznikiem była minimalna rentowność 28-dniowych bonów pieniężnych<sup>96</sup>, od 1 stycznia 2003 r. zapadalność podstawowych operacji otwartego rynku w postaci emisji bonów pieniężnych NBP została skrócona z 28 do 14 dni<sup>97</sup>. Aktualnie termin ten wynosi 7 dni<sup>98</sup>.

Prowadząc politykę otwartego rynku skarb państwa emitując papiery wartościowe pożyczają pieniądze od podmiotów, które papiery te kupują, czyli pośrednio zaciągają kredyt u społeczeństwa, ponieważ papiery wartościowe przeważnie są kupowane przez banki komercyjne ze zgromadzonych tam depozytów ludności. Stopa oprocentowania emitowanych walorów jest dla państwa kosztem tak rozumianego kredytu. Walory te mają zróżnicowane terminy wykupu, bowiem zalicza się do nich bony skarbowe z terminami zapadalności od 1 miesiąca do 1 roku, obligacje z terminami zapadalności nawet do kilkunastu lat, a także skrypty wieczyste, niewymagające spłaty i przynoszące ich nabywcom stały oraz bezterminowy dochód. Wśród tych walorów najwięcej jest jednak tych z terminem wykupu do 1 roku.

Papiery skarbowe emitowane przez państwo są chętnie nabywane przez banki komercyjne, które lokując w ten sposób swoje aktywa, traktują tę działalność jako alternatywną w stosunku do działalności podstawowej, jaką jest udzielanie kredytów. O wyborze sposobu działania banku w tym zakresie decyduje dochodowość każdego rodzaju działalności. Papiery wartościowe emitowane przez skarb państwa są przedmiotem obrotu na rynku wtórnym. Nie ma więc potrzeby ich przetrzymywania do momentu wykupu w sytuacji, gdy ich posiadacz chce zamienić je na gotówkę. Oczywiście przy ich wcześniejszej sprzedaży traci on część dochodu, wynikającego z ich oprocentowania.

W operacjach otwartego rynku najwięcej jest walorów krótkoterminowych. Stopa procentowa, po jakiej bank centralny realizuje operacje otwartego rynku, należy do

---

<sup>95</sup> Dane za stroną internetową:

[www.nbpportal.pl/pl/commonPages/EconomicsEntryDetails?entryId=549&pageId=608](http://www.nbpportal.pl/pl/commonPages/EconomicsEntryDetails?entryId=549&pageId=608), 29.05.2012r.

<sup>96</sup> RPP, *Sprawozdanie z wykonania założeń polityki pieniężnej w 1998r.*, NBP 1999, s. 45.

<sup>97</sup> RPP, *Sprawozdanie z wykonania założeń polityki pieniężnej w 2003r.*, NBP 2004, s. 20.

<sup>98</sup> Rada Polityki Pieniężnej, *Raport Roczny 2010*, NBP Warszawa 2011, s. 15.



najważniejszych stóp procentowych rynku pieniężnego i wywiera istotny wpływ na sytuację finansową państwa. Nazywa się ją czasami stopą referencyjną lub interwencyjną. Stopa ta oznacza oprocentowanie, jakie oferuje NBP sprzedając bankom, a następnie za 7 dni odkupując bony pieniężne (prowadzenie operacji *reverse repo*). Jest to więc stopa, po której banki komercyjne lokują swoje środki w banku centralnym na ten okres; nie powinna być ona niższa od poziomu ustalonego przez Radę Polityki Pieniężnej. Do takich operacji dochodzi w sytuacjach, gdy na rynku pieniężnym mamy do czynienia z nadmiarem środków i bank centralny, aby nie dopuścić do obniżenia oprocentowania pożyczek międzybankowych, przejmuje nadwyżki w depozyt pod zastaw wyemitowanych papierów skarbowych.

Stopę referencyjną uważa się za najważniejszą dla rynku, gdyż „zysk” z lokaty w NBP decyduje o oprocentowaniu pożyczek rynkowych (pożyczek międzybankowych, depozytów i kredytów dla klientów banków), które musi być na tyle wyższe, aby banki chciały rezygnować z bezpiecznej lokaty w banku centralnym. Stopa referencyjna wyznacza najniższy poziom stóp procentowych dla międzybankowego rynku depozytów o porównywalnym okresie zapadalności. Gdy bank centralny kupuje papiery skarbowe, to powiększa tym samym rezerwy gotówkowe banków komercyjnych, przez co zwiększa podaż pieniądza w obiegu, bo zaczyna rozwijać się akcja kredytowa banków, która pobudza inwestycje, a te z kolei zwiększają dochody ludności i wkłady w bankach. Jeżeli bank centralny sprzedaje papiery skarbowe, to zmniejsza rezerwy gotówkowe banków komercyjnych, doprowadzając w ten sposób do spadku podaży pieniądza w obiegu; na skutek działania mnożnika spadek ten może być jeszcze bardziej znaczący.

Od grudnia 2001 r. Rada Polityki Pieniężnej wprowadziła nową stopę procentową banku centralnego, którą jest stopa oprocentowania depozytów banków komercyjnych w NBP. Jej wprowadzenie uzasadniono potrzebą stworzenia „korytarza” dla stopy interwencyjnej. Jego dolnym ograniczeniem jest właśnie stopa depozytowa banków komercyjnych w NBP, a górnym stopa kredytu lombardowego.

Przedstawiony wyżej mechanizm działania operacji otwartego rynku to bezpośrednio oddziaływanie banku centralnego na bazę monetarną. Operacje te działają także w sposób pośredni na zasoby gotówkowe banków komercyjnych i na cały obieg pieniężny, ponieważ mają wpływ na transakcje zawierane na rynku lokat międzybankowych. Wynika to z faktu, iż banki komercyjne mogą lokować swoje rezerwy ponadobowiązkowe na rynku lokat międzybankowych, uzyskując odpowiednią stopę procentową. Bank centralny starając się

oddziaływać na poziom tej stopy wpływa na wielkość podaży i popytu banków komercyjnych na lokaty międzybankowe. Sprzedając dużą ilość papierów skarbowych bankom komercyjnym bank centralny zmniejsza dopływ środków na rynek lokat międzybankowych, doprowadzając w ten sposób do wzrostu stopy oprocentowania na tym rynku, co powoduje spadek zainteresowania banków pożyczkami; w rezultacie zmniejsza się akcja kredytowa systemu bankowego oraz baza monetarna. Gdy bank centralny kupuje papiery skarbowe, następuje wzrost dodatkowych rezerw banków komercyjnych, które mogą je ulokować na rynku lokat międzybankowych. Działanie to doprowadza do spadku oprocentowania na tym rynku, co z kolei stanowi zachętę do pożyczania środków na nim i rozszerzania przez banki akcji kredytowej. Wynika stąd, iż oddziaływanie banku centralnego w sposób bezpośredni i pośredni nakłada się na siebie oraz wzajemnie wzmacnia. Regulowanie poziomów stóp procentowych rynku pieniężnego jest jednym z ważniejszych instrumentów kształtowania sytuacji finansowej rynkowo zorientowanej gospodarki.

Operacje otwartego rynku mogą być przeprowadzane w drodze przetargu ilościowego lub procentowego. W pierwszym przypadku bank centralny ustala kwotę zakupu papierów wartościowych oraz stopę oprocentowania tej operacji (tzw. stałą stawkę), a banki komercyjne zgłaszają kwoty papierów, które chciałyby sprzedać bankowi centralnemu po tej stawce. W odpowiedzi bank centralny rozdziela ustaloną przez siebie kwotę zakupu proporcjonalnie do wielkości złożonych przez banki komercyjne ofert, które mogą być zrealizowane w całości lub w określonej części. Przy przetargu procentowym, zwanym też odsetkowym, banki komercyjne podają stopę procentową, po jakiej chciałyby zawrzeć transakcję. Przy tej metodzie możliwe są dwa warianty działania<sup>99</sup>:

- procedura holenderska, według której wszystkie banki komercyjne dokonują transakcji po stopie procentowej wybranej przez bank centralny ze zgłoszonych ofert,
- procedura amerykańska, według której banki komercyjne otrzymują przydzielone im kwoty i dokonują transakcji według zgłoszonych przez siebie stóp procentowych aż do wyczerpania się ogólnej puli środków, które bank centralny chce skierować na rynek; dochodzi zatem do wyznaczenia pewnej minimalnej stopy procentowej, poniżej której zgłoszone przez banki komercyjne oferty nie zostają zaakceptowane; oferty z minimalną stopą

---

<sup>99</sup> W. Dębski, *Rynek finansowy... op. cit.*, s. 75.

procentową są często realizowane w określonym procencie, natomiast oferty z wyższą stopą procentową są realizowane w całości.

W Polsce przedmiotem operacji otwartego rynku mogą być bony pieniężne NBP, bony i obligacje skarbowe oraz zdyskontowane przez banki komercyjne weksle handlowe. W wyniku przeprowadzania operacji otwartego rynku Narodowy Bank Polski stara się tak zasilać rynek pieniądza lub tak pieniądz z rynku ściągać, aby minimalizować pozostałą nadwyżkę popytu bądź podaży pieniądza. Wszystkie tego typu operacje przeprowadza się w drodze przetargu, do którego są dopuszczane wszystkie banki spełniające określone w przepisach wymagania. Operacje repo i reverse repo NBP zaczął stosować od początku 1993 r., z tym że najpierw przeważały transakcje repo, czyli zwiększające płynność sektora bankowego. W gospodarce utrzymywał się jednak wysoki stopień ryzyka kredytowego i wysoki poziom oprocentowania kredytów, co powodowało zmniejszanie się akcji kredytowej banków i wzrost ich płynności. W rezultacie w połowie 1993 r. operacje repo prawie całkowicie zanikły, a bank centralny zaczął na szeroką skalę stosować operacje reverse repo. Operacje te jednakże nie wystarczyły do zneutralizowania nadpłynności sektora bankowego, więc NBP od połowy 1994 r. zaczął dokonywać bezwarunkowej sprzedaży (*outright sale*) bonów skarbowych.

W operacjach typu *outright* bank centralny sterując ilością pieniądza ma prawo wprowadzenia bezwarunkowej sprzedaży lub bezwarunkowego zakupu papierów skarbowych, czyli bez możliwości ich odkupu lub odsprzedaży w określonej przyszłości. Nazywa się je także operacjami tradycyjnymi lub natychmiastowymi.

Operacje otwartego rynku, jako instrument polityki pieniężno-kredytowej banku centralnego, mają szereg zalet, do których m.in. należą<sup>100</sup>:

- fakt, że operacje sprzedaży oraz kupna papierów wartościowych inicjuje bank centralny. Oznacza to, iż ściąga on z rynku taką ilość pieniądza lub zasila rynek taką ilością pieniądza, jaką z punktu widzenia realizacji polityki monetarnej uznaje za stosowną,
- fakt, że mogą one być dokonywane w dowolnej skali. Ponieważ bank centralny ustala ilość papierów wartościowych, które chce sprzedać lub kupić, zmiany

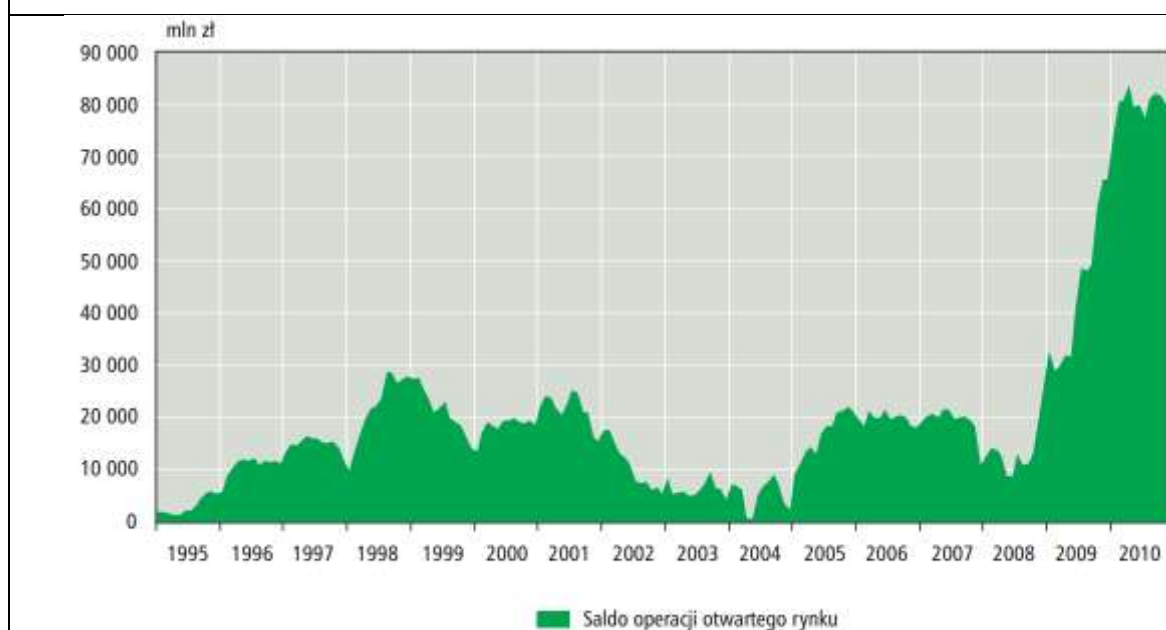
---

<sup>100</sup> *Ibidem*, s. 72-77.

mogą zachodzić w sposób ciągły, co oznacza, że oddziaływanie na gospodarkę jest elastyczne (łagodne i płynne),

- wysoka precyzja oraz bezpośredni sposób oddziaływania na bazę monetarną kraju. Poprzez bezwarunkowe operacje otwartego rynku można np. precyzyjnie i na bieżąco korygować niekorzystne tendencje pojawiające się na rynku pieniężnym. Mają one również bezpośredni wpływ na płynność banków oraz za ich pomocą można naprawiać błędy popełnione w polityce monetarnej,
- oddziaływanie operacji otwartego rynku nie tylko na zmianę tempa wzrostu podaży pieniądza, lecz także na bezwzględną wielkość tej podaży. Służą one więc do realizacji długookresowej polityki wzrostu podaży pieniądza w gospodarce oraz do bieżącego przeciwdziałania niekorzystnym tendencjom na rynku pieniężnym i w zakresie podaży pieniądza. Rezultat oddziaływania tego instrumentu na płynność sektora bankowego jest łatwy do przewidzenia,
- możliwość uczestnictwa w operacjach otwartego rynku całego sektora bankowego oraz innych podmiotów uprawnionych do nabywania oferowanych przez bank centralny papierów wartościowych, podczas gdy skutki polityki stopy redyskontowej dotyczą jedynie tych banków, które refinansują się w banku centralnym<sup>101</sup>.

Rysunek 6. Średnie w miesiącu saldo operacji otwartego rynku w latach 1995–2010



Źródło: Rado Polityki Pieniężnej, *Raport Roczny 2010*, NBP Warszawa 2011, s. 30.

<sup>101</sup> A. Kaźmierczak, *Podstawy... op. cit.*, s. 84.

Powyższy rysunek przedstawia, jak w latach 1995- 2010 kształtowało się średnie miesięczne saldo operacji otwartego rynku w Polsce. Widać na nim wyraźny wzrost znaczenia tego instrumentu po 2008 r.

Prowadząc operacje otwartego rynku bank centralny może realizować dwa cele polityki pieniężno-kredytowej, które jednakże nie mogą być realizowane jednocześnie. Może albo stabilizować stopy procentowe rynku pieniężnego, albo kształtować podaż pieniądza w gospodarce na określonym poziomie. Zapewnienie stabilizacji stóp procentowych zmusza go do zwracania uwagi na ceny papierów wartościowych oferowanych w ramach tych operacji, co z kolei wymaga od niego sprzedaży lub kupna takiej ich ilości, jaka jest potrzebna do utrzymania tej stabilności. Ponieważ spadek ceny papieru wartościowego oznacza wzrost jego oprocentowania, i odwrotnie, to ceny te wpływają na skłonność podmiotów nabywających papiery wartościowe do utrzymywania ich w swoich portfelach, w następstwie czego kształtują się rezerwy gotówkowe sektora bankowego. Gdyby więc bank centralny chciał utrzymać rynkowe stopy procentowe na określonym poziomie, nie potrafiłby precyzyjnie określić, ile papierów wartościowych w danym momencie trzeba byłoby sprzedać albo kupić. Jeżeli mógłby to zrobić, to mógłby kształtować podaż pieniądza na określonym poziomie, co z kolei nie zapewnia utrzymania stóp procentowych na ustabilizowanym poziomie. Oznacza to, że kształtowanie poziomu rynkowych stóp procentowych odbywa się kosztem utraty kontroli nad podażą pieniądza, a staranie się utrzymania określonego poziomu podaży pieniądza powoduje utratę kontroli nad rynkowymi stopami procentowymi.

Problem powyższy jest ważnym problemem teoretycznym, znajdującym odzwierciedlenie w literaturze przedmiotu. Wyróżnia się dwa skrajne stanowiska. Ujęcie keynesowskie oznacza kontrolę rynkowych stóp procentowych bez zwracania uwagi na wielkość podaży pieniądza. Ujęcie monetarystyczne oznacza kontrolę podaży pieniądza bez zwracania uwagi na poziom rynkowej stopy procentowej.

Reasumując można stwierdzić, iż operacje otwartego rynku uważa się za najskuteczniejszy instrument polityki pieniężnej w gospodarce rynkowej. Bank centralny za pomocą tego instrumentu może o wiele szybciej i lepiej reagować na zmiany płynności sektora bankowego, niż w drodze oddziaływania za pomocą innych instrumentów<sup>102</sup>. Zamieszczona poniżej tabela przedstawia wszystkie ustalane przez NBP stopu procentowe, aktualne na dzień 29 kwietnia 2012r.

---

<sup>102</sup> W. Dębski, *Rynek finansowy... op. cit.*, s. 77.

Tabela 3. Podstawowe stopy procentowe NBP, IV 2012r.

Stopa procentowa:	Oprocentowanie	Obowiązuje od dnia
Stopa referencyjna (rentowność 7-dniowych bonów pieniężnych)	4,50%	2011-06-09
Stopa lombardowa	6,00%	2011-06-09
Stopa depozytowa	3,00%	2011-06-09
Stopa redyskonta weksli	4,75%	2011-06-09
Stopa rezerwy obowiązkowej:		
- od środków złotych i środków w walutach obcych zgromadzonych na rachunkach bankowych, od środków uzyskanych z tytułu emisji papierów wartościowych	3,50%	2010-12-31
- od środków uzyskanych z tytułu operacji repo i <i>sell-buy-back</i>	0,00%	2012-01-01
Oprocentowanie środków rezerwy obowiązkowej (0,9 stopy redyskonta weksli - obowiązuje od 2004-05-01)	4,28%	2011-06-09 <sup>103</sup>
Źródło: dane za stroną internetową <a href="http://www.nbp.pl/home.aspx?f=/dzienne/stopy.htm">www.nbp.pl/home.aspx?f=/dzienne/stopy.htm</a> , 29.04.2012r		

## 2.2. Cele polityki pieniężnej

Dla kształtowania strategii i kontrolowania sytuacji pieniężnej Narodowy Bank Polski posługuje się trzema kategoriami celów polityki pieniężnej:

- celem finalnym (strategicznym),
- celem pośrednim (taktycznym),
- celem operacyjnym<sup>104</sup>.

### 2.2.1. Cel finalny

Cele finalne, kształtują ogólnoeconomiczną sytuację kraju. W swej działalności bank centralny musi albo położyć nacisk na potrzebę utrzymania wysokiej koniunktury i zatrudnienia, albo dążyć do utrzymania niskiego poziomu cen. Wybór celu wiąże się właśnie ze sposobem rozumienia zadań banku centralnego i pieniądza w ogóle. W szczególnych okolicznościach bank może realizować oba cele naraz, ale w zasadzie są to cele konkurencyjne. Bardzo trudno jest bowiem władzy monetarnej równocześnie stabilizować ceny i utrzymywać wysokie zatrudnienie. Realizacja któregośkolwiek z nich dokonywana jest kosztem celu drugiego.

Wybór celu wynika nie tylko z przyczyn ekonomicznych. Zależy również od stopnia niezależności banku centralnego od rządu, czyli niezależności polityki pieniężnej od bieżących interesów politycznych. Cele strategiczne realizowane są poprzez codzienne operacje finansowe banku centralnego. Jednak bardzo trudno jest znaleźć bezpośrednio związki przyczynowo - skutkowe między instrumentami operacyjnymi a celami strategicznymi. Ciąg zjawisk ekonomicznych występujących jako rezultat wprowadzenia impulsów pieniężnych jest bardzo długi. Zatem cel strategiczny jest najważniejszym celem

---

<sup>104</sup> W. Baka, *Bankowość centralna... op. cit.*, s. 106.

polityki pieniężnej banku centralnego, kształtującym długookresową sytuację makroekonomiczną gospodarki. Banki centralne mogą wyznaczać jako cel finalny<sup>105</sup>:

- stabilność cen,
- wysoki poziom zatrudnienia,
- stabilność stóp procentowych,
- stabilność rynków finansowych i walutowych.

Niemożliwe jest bezpośrednie oddziaływanie banku centralnego na wyznaczony cel finalny przez stosowanie instrumentów polityki pieniężnej, gdyż wpływają one na docelowe wielkości po pewnym czasie (około roku). Zbyt długi czas oczekiwania na efekt prowadzonej polityki prowadziłby do pomyłek, czyniąc ją nieskuteczną. Problem ten jest rozwiązany poprzez stosowanie koncepcji celu pośredniego.

### *2.2.2. Cel pośredni*

Cele pośrednie, reagują dokładniej na impulsy wprowadzone poprzez instrumenty operacyjne, łatwiejsze do kontroli dla banku centralnego. Kontrola realizowania i ewentualnego korygowania celu pośredniego jest łatwiejsza aniżeli celu strategicznego. Ponadto wytyczenie w miarę pojemnego celu pośredniego umożliwia kompromis między różnymi poglądami na rolę pieniądza w gospodarce. Argumentem na rzecz zastosowania celów pośrednich jest także niedoskonałość informacji i opóźnienia czasowe w ich napływie. Wiarygodne dane statystyczne dotyczące rozmiarów produkcji realnej i zmian cen można uzyskać w odstępach miesięcznych. Niemożliwe jest dysponowanie danymi „na dzisiaj”. Trzeba więc wybrać cele pośrednie, o których informacje można uzyskać szybciej. Ich kontrola i korekta umożliwiają osiągnięcie celów strategicznych oraz zapewniają skuteczność polityki pieniężnej. Działanie instrumentów polityki pieniężnej wywołuje impulsy, które kształtują warunki funkcjonowania rynku pieniężnego, a zatem podaż i popyt na pieniądz oraz jego cenę. To z kolei decyduje o cenie kapitału pożyczkowego w całym systemie bankowym, o rozmiarach działalności kredytowej oraz o rozmiarach globalnego popytu na towary i usługi. Bank centralny nie ma wpływu na podażowe warunki kształtujące sytuację ekonomiczną, z wyjątkiem oddziaływania na oczekiwania przedsiębiorstw i pracowników

---

<sup>105</sup> Dane za stronę internetową:  
[www.mfiles.pl/pl/index.php/Cele\\_polityki\\_pieni%C4%99%C5%BCnej](http://www.mfiles.pl/pl/index.php/Cele_polityki_pieni%C4%99%C5%BCnej), 20.04.2012r.



w kwestii przyszłego rozwoju zjawisk w gospodarce. Może on jedynie oddziaływać na popyt. Musi więc wybrać taki cel prowadzonej polityki pieniężnej, który będzie najprecyzyjniej kształtować ów popyt. Cel ten powinien też uwzględniać niezależne czynniki podażowe. W praktyce działania banków komercyjnych krajów o gospodarce wolnorynkowej stosowano dotychczas trzy cele pośrednie polityki pieniężnej:

- poziom nominalnych stóp procentowych,
- podaż pieniądza,
- nominalny dochód narodowy.

Wybór celu pośredniego jakim jest pożądaný **poziom nominalnych stóp procentowych**, wiąże się w gospodarce z kształtowaniem rynkowej stopy oprocentowania pożyczek międzybankowych. Jest to stopa transakcji układowo-pożyczkowych zawieranych przez banki w celu regulowania ich płynności. Bank centralny jest uczestnikiem rynku pieniężnego poprzez sterowanie instrumentami polityki pieniężnej. Transakcje te, regulując płynność banków komercyjnych, kształtują stopę procentową rynku pieniężnego. Ta z kolei, jako wielkość operacyjna, jest wyznacznikiem stóp oprocentowania pozostałych transakcji pożyczkowych w gospodarce, zarówno krótko-, jak i długoterminowych. Celem pośrednim jest ogół stóp procentowych w kraju. Istnieje kilka argumentów na rzecz wyboru stopy procentowej w gospodarce jako celu pośredniego polityki pieniężnej. Przede wszystkim jest on łatwy do obserwacji z dnia na dzień. Łatwo jest więc go kontrolować. Bank centralny ma też duży wpływ na poziom oprocentowania na rynku pieniężnym, a przez to na ogół stóp procentowych.

Znaczenie stopy procentowej zależy również od jej wpływu na cel strategiczny, mianowicie na ceny i produkcję realną. To z kolei zależy od stopnia reakcji popytu kredytowego podmiotów gospodarczych i ludności na zmiany ceny kredytu. Jeśli zmiana stopy procentowej powoduje istotne zmiany wolumenu udzielanych pożyczek, to parametr ten dobrze pełni swą funkcję regulacyjną. Przy wyborze stopy procentowej jako celu polityki pieniężnej duże znaczenie ma też stabilizowanie jej poziomu. Stabilna stopa procentowa ogranicza bowiem wahania realnego popytu na pieniądź w gospodarce. Stabilizacja rynkowych stóp procentowych jest pożądana również wówczas, gdy bankowi centralnemu zależy na stabilizacji dochodu realnego społeczeństwa. Manipulując podażą pieniądza bank centralny automatycznie kompensuje wpływ wahań realnego popytu na pieniądź, na dochód globalny i na produkcję. Stałe stopy procentowe utrzymywane są kosztem kompensacyjnych

zmian podaży pieniądza. Jako cel pośredni dobrze zatem służą minimalizowaniu inflacji. Warunkiem jest jednak stabilność autonomicznych (innych niż popyt na pieniądz) czynników wyznaczających popyt globalny, czyli stabilna skłonność do konsumpcji i inwestycji, stabilne wydatki rządowe i podatki. Tylko w takiej sytuacji realne warunki i produkcja nie będą podlegać wahaniom.

Techniczną wadą omawianego celu może być praktyczna trudność utrzymywania niezmiennych stóp procentowych w długim okresie. A jeżeli nawet jest to możliwe, to powstaje pytanie, czy taka polityka jest celowa z punktu widzenia kształtowania oczekiwań inflacyjnych. Nominalna stopa procentowa jest sumą realnej stopy procentowej i spodziewanego wskaźnika inflacji. Realna stopa procentowa zależy od warunków w sferze realnej. Odzwierciedla realną stopę zwrotu kapitału rzeczowego. Na jej wysokość bank centralny nie ma wpływu. Ma natomiast wpływ na oczekiwania inflacyjne, jako drugi element wyznaczający nominalny poziom stopy procentowej. Stabilizowanie stopy procentowej oznacza zatem utrwalanie oczekiwań inflacyjnych, realizację prognozy samospełniającej się, a chwilami inflację. Ale co dla jednych jest wadą, dla innych może być zaletą. Z drugiej strony bowiem zwraca się uwagę, że możliwości kształtowania nominalnych stóp procentowych i oczekiwań inflacyjnych są właśnie korzystne dla gospodarki. Za wyborem nominalnych stóp procentowych jako celem pośrednim polityki pieniężnej opowiadali się zwolennicy tradycyjnej, czyli keynesowskiej teorii pieniądza. Wychodząc z założenia, że popyt na pieniądz jest wysoce elastyczny w stosunku do stopy procentowej, uznawali, że jej niezmiennosc pozwala również stabilizować globalny dochód i produkcję.

Z przeciwnego założenia wychodzili zwolennicy monetarystycznej, czyli klasycznej teorii pieniądza. Zaprzeczając tezę o wysokiej elastyczności popytu na pieniądz wobec stopy procentowej, negowali jej rolę. Utrzymywali, że korzystniejsze jest stabilizowanie dochodu. Ich zdaniem bowiem to on, a nie wysokość stopy procentowej wyznacza popyt na pieniądz.

**Kształtowanie podaży pieniądza** polega na określaniu granicy dopuszczalnego wzrostu ilości pieniądza w obiegu w ujęciu nominalnym i realnym. Pożądany nominalny przyrost ilości pieniądza określa się przy uwzględnieniu dopuszczalnego poziomu zmian cen. Ten cel pośredni szczególnie realizowany był w latach siedemdziesiątych i osiemdziesiątych przez banki centralne państw wysoko uprzemysłowionych. Wybór tego celu wynikał z okoliczności, w jakich kraje te się znalazły. Ich gospodarki cechowała stagnacja i wysoka inflacja, czyli stan tzw. stagflacji. Wzrosło zainteresowanie monetarystyczną teorią pieniądza.

Stabilizacja podaży pieniądza wymaga reagowania banku centralnego na ewentualne wahania mnożnika pieniężnego oraz na nie planowane skutki tego wahania ilości krążącego pieniądza. Zwolennicy monetarystycznej teorii pieniądza uważają, że stabilizowanie podaży pieniądza oznacza równocześnie stabilizowanie popytu globalnego i produkcji. Wychodzą bowiem z założenia, że popyt na pieniądz zależy od dochodu, a nie od stopy procentowej. Z kolei dochód wyznaczany jest właśnie przez rozmiary emisji pieniądza. Im więcej wyemitowanego pieniądza, tym wyższy jest dochód nominalny społeczeństwa oraz popyt finalny na towary i usługi.

Monetaryści proponują stosowanie uniwersalnej zasady stałego wzrostu podaży pieniądza w ujęciu realnym rocznie, mniej więcej tyle, ile mniej więcej przyrastają rocznie zdolności produkcyjne w gospodarce i realny dochód narodowy. Zalety podaży pieniądza jako celu pośredniego polityki pieniężnej wynikają z wad stopy procentowej.

W sytuacji wahań globalnego popytu, wywołanych czynnikami autonomicznymi, pozapieniężnymi, lepszym parametrem jest właśnie podaż pieniądza, nie zaś stopa procentowa. Stabilizowanie stóp procentowych oznacza wahania podaży pieniądza. Stabilizowanie podaży pieniądza równoznaczne jest z kolei z dopuszczeniem wahań rynkowych stóp procentowych. Autonomiczny, wywołany czynnikami pozapieniężnymi, popyt globalny i inwestycyjny reaguje jednak na zmiany rynkowych stóp procentowych. Wahania stóp procentowych niejako amortyzują wahania wydatków umotywowanych czynnikami autonomicznymi. Jeżeli do tego dodać stabilność popytu pieniężnego wynikającą ze stabilności podaży pieniądza, to wyraźnie widać zaletę stabilności popytu finalnego w przypadku wyboru podaży pieniądza jako celu polityki banku centralnego. A to, że wydatki konsumpcyjne i inwestycyjne silnie reagują na zmiany stopy procentowej (w przeciwieństwie do popytu na pieniądz), uznają wszystkie szkoły ekonomiczne. Jeżeli w gospodarce następuje spadek rozmiarów inwestycji spowodowany słabymi perspektywami rozwoju gospodarczego, to wywołuje to zmniejszenie popytu na kredyt i spadek stóp procentowych. Niska cena kapitału pożyczkowego oddziałuje z kolei na wydatki realne w przeciwnym kierunku: kompensuje uprzedni autonomiczny spadek popytu finalnego. Dokładnie odwrotny ciąg następstw wywoła nadmierny popyt na dobra realne, spowodowany np. pojawieniem się korzystnych perspektyw produkcji w wyniku otwarcia nowych rynków zbytu (czyli znów spowodowany czynnikami innymi niż zmiana popytu na pieniądz). Nieuchronna podwyżka rynkowych stóp procentowych ustabilizuje popyt globalny, izolując niejako ten ostatni od wahań czynników autonomicznych. Według monetarystycznej teorii pieniądza stabilizacja

podaż pieniądza oznacza stabilizację dochodu realnego w gospodarce, izolując go niejako od zmian czynników autonomicznych. Precyzyjniej rzecz ujmując, wybór podaży pieniądza oznacza mniejsze wahania dochodu realnego i produkcji niż w przypadku wyboru stopy procentowej jako celu polityki pieniężnej<sup>106</sup>.

**Wysokość nominalnego produktu narodowego brutto**, w niektórych sytuacjach staje się bardziej racjonalnym celem pośrednim działania banku centralnego. Na przykład gdy wystąpią fluktuacyjne czynniki podażowe (np. strajki, wojny, wahania produkcji i materiałów, nieurodzaje). W takich sytuacjach stabilizowanie popytu nie da pożądaných rezultatów. Niezbędne staje się przystosowanie gospodarki do zmian czynników realnych. Zanalizowanie na planowanym poziomie nominalnego produktu narodowego wymaga od banku centralnego takiego sterowania instrumentami polityki pieniężnej, aby równocześnie uzyskać pożądaną poziom cen (czy też dopuszczalną granicę ich przyrostu oraz zamierzoną wielkość produkcji, przy czym istnieje wiele możliwych kombinacji w tym zakresie). Bank centralny ma oczywiście możliwość kształtowania tylko popytu globalnego, manipulując podażą pieniądza. Jednak podaż pieniądza nie jest w tym wypadku celem. Jej zmiany są podporządkowane planowanemu produktowi narodowemu. Zakładając, że popyt globalny spada w wyniku obniżenia się skłonności do konsumpcji, następuje spadek cen i produkcji realnej. Aby odwrócić niekorzystne tendencje w sferze produkcji, bank centralny może zwiększyć popyt emitując dodatkową ilość pieniądza. Ceny i produkcja wzrosną. Chodzi jednak o to, aby wzrost obu wielkości rozłożył się w pożądaných proporcjach oraz aby realizować zasadniczy cel, jakim jest zaplanowana wysokość nominalnego produktu narodowego. Jeżeli celem pośrednim banku centralnego jest nominalny produkt narodowy, to organy polityki pieniężnej są zmuszone ograniczyć ilość krążącego pieniądza i popyt globalny. W takiej sytuacji niezbędna jest więc polityka deflacyjna, dostosowująca popyt do niższej realnej produkcji. Gdyby celem polityki pieniężnej była podaż pieniądza czy stopa procentowa, to bank centralny w tym wypadku jedynie stabilizowałby popyt globalny, nie dostosowując go do realnej produkcji. Wybierając za cel swej polityki nominalny produkt narodowy, bank centralny ma możliwość prowadzenia bardziej zdecydowanej polityki hamowania cen. Gdy w gospodarce występują wahania popytu globalnego, a nie wahania czynników podażowych, to omawiany cel pośredni nie różni się swymi cechami od dwóch celów wcześniej analizowanych. Jego stosowanie jest przecież związane także

---

<sup>106</sup> W. L. Jaworski (red.), *Współczesny... op. cit.*, s.118-119.

z manipulowaniem popytem. Zalety tego celu ujawniają się dopiero w sytuacji wahań czynników podażyowych w gospodarce.

Nominalny produkt narodowy jako cel polityki pieniężnej ma także istotne wady. Po pierwsze, ze względu na dużą rozpiętość czasową w dostępności informacji o zmianach tego produktu, bank centralny nie jest w stanie dysponować precyzyjnymi, aktualnymi danymi liczbowymi warunkującymi prawidłowość podejmowanych decyzji. Po drugie, aby zmienić popyt globalny w prawidłowych rozmiarach, trzeba precyzyjnie znać związki między zmianami podaży na pieniądź, popytu globalnego i nominalnego produktu narodowego. A w tej kwestii nadal istnieją poważne rozbieżności w teorii ekonomii. Zmniejsza to atrakcyjność nominalnego produktu narodowego jako celu pośredniego polityki pieniężnej.

W literaturze wymienia się także inne możliwe cele pośrednie banku centralnego. Jedną z propozycji jest kontrolowanie tak zwanych agregatów kredytowych, czyli oddziaływanie banku centralnego na wartość kredytów w gospodarce. Najczęściej wymienia się dwa agregaty: wartość kredytów banków komercyjnych dla przedsiębiorstw i ludności oraz wartość kredytów ogółem<sup>107</sup>.

Agregaty to sumy uznanych za pieniądź pozycji pasywów skonsolidowanego bilansu systemu bankowego (tj. zestawienia bilansów banków działających na danym obszarze, po stosownym rodzajowym uporządkowaniu ich pozycji). Uznanie danej pozycji bilansu bankowego za pieniądź i przypisanie jej do określonego agregatu pieniężnego następuje na podstawie tego, w jakim zakresie pełni ona funkcję środka wymiany. Z punktu widzenia polityki pieniężnej kluczową sprawą jest bowiem to, w jakim stopniu zmiany podaży pieniądza wiążą się z kształtowaniem globalnego popytu. Do tak rozumianego pieniądza zalicza się elementy pasywów bilansów banków, których właścicielami są podmioty niebankowe, z wyłączeniem depozytów instytucji rządowych centralnego szczebla. Sumowanie pozycji traktowanych jako składniki podaży pieniądza może przybierać formę prostej sumy arytmetycznej lub sumy ważonej. Agregaty pieniężne, zbudowane na podstawie prostej sumy arytmetycznej, są wykorzystywane w tradycyjnej międzynarodowej konwencji, w której wyodrębnia się agregaty M1, M2 i M3 (czasami także jeszcze inne, np. M4, M5 czy L). Ogólna logika ich budowy jest taka, że kolejne agregaty obejmują coraz szerszy zakres pozycji bilansów bankowych, które jednak w coraz mniejszym stopniu pełnią funkcję środka wymiany (mówi się o nich, że są coraz mniej „płynne”), w coraz większym

---

<sup>107</sup> W. L. Jaworski (red.), *Współczesny...op. cit.*, s.118-119.

zaś realizują funkcję środka gromadzenia oszczędności; np. agregat pieniężny M1 obejmuje gotówkę (poza kasami banków) oraz wkłady (depozyty, rachunki) bieżące (*a vista*), cechujące się najwyższym stopniem płynności. Z kolei agregat M2 obejmuje agregat M1 oraz depozyty o mniejszym stopniu płynności, natomiast agregat M3 obejmuje agregat M2 oraz depozyty jeszcze mniej płynne (głównie pełniące funkcję gromadzenia oszczędności).

Charakter prostej sumy arytmetycznej ma również agregat M0, będący sumą gotówki (włącznie z tą, która znajduje się w kasach banków komercyjnych i spółdzielczych) oraz środków na rachunkach banków komercyjnych w banku centralnym. Tym samym agregat M0 odnosi się wyłącznie do pasywów bilansu banku centralnego. Ujmuje on tzw. bazę monetarną (inaczej — pieniądz banku centralnego, pieniądz rezerwowy lub urzędowy, pieniądz o wysokiej mocy), czyli środki, które są podstawą kreacji pieniądza przez system bankowy. W odróżnieniu od agregatów M1, M2 i M3, z których 2 ostatnie zawierają swojego poprzednika (w M2 mieści się M1, a w M3 zawiera się M2), agregat M0 nie mieści się w M1. O ile bowiem w części dotyczącej gotówki agregaty M0 i M1 zasadniczo pokrywają się (różnica tkwi w gotówce znajdującej się w bankach komercyjnych i spółdzielczych), o tyle rachunki banków komercyjnych w banku centralnym nie mieszczą się w agregacie M1, podobnie jak depozyty bieżące podmiotów niebankowych nie wchodzi do M0.

Słabością agregatów pieniężnych M1, M2, M3 jest to, że — będąc oparte na koncepcji prostej sumy arytmetycznej — dodają do siebie elementy w różnym zakresie pełniące funkcję środka wymiany (sytuacja taka nie występuje w przypadku agregatu M0, gdyż wszystkie jego składowe są środkami o najwyższej płynności). Łączenie elementów o odmiennym stopniu płynności powoduje, że trudno przyjąć, aby wielkości otrzymane w ten sposób prawidłowo odzwierciedlały występujący w gospodarce potencjał popytowy. Słabości tej starają się wyjść naprzeciw ważne agregaty pieniężne, które od nazwiska ich twórcy F. Divisia (1925) są zwane indeksami Divisia. Agregacja metodą Divisia uwzględnia odmienne własności różnych składowych agregatów pieniężnych: odmienny stopień płynności i różny poziom tzw. kosztu użytkowania. Banki centralne często zestawiają i publikują tego typu agregaty. Mimo jednak pojawiających się okresowo prac badawczych, wskazujących, że są one odpowiednimi agregatami do prowadzenia polityki pieniężnej, banki centralne jak dotąd nie wykorzystują ich przy projektowaniu tejże polityki, głównie ze względu na trudności związane

z oszacowaniem prawidłowych wag dla poszczególnych składników wchodzących w skład tych agregatów<sup>108</sup>.

Zaletą agregatów kredytowych jest fakt, iż popyt na kredyt bezpośrednio reaguje na instrumenty polityki banku centralnego poprzez impulsy mnożnikowe. Istnieje też możliwość oszacowania wpływu udzielonych kredytów na aktywność gospodarczą poprzez mniej więcej znane kanały przepływu strumieni pieniężnych. Znaczna część wydatków konsumpcyjnych i inwestycyjnych jest przecież finansowana w drodze zasilania kredytowego. Argumentuje się, że współzależność między rozmiarami kredytów oraz wielkością produkcji jest znacznie silniejsza niż korelacja między produkcją i cenami a podażą pieniądza.

Nie ma konkretnych doświadczeń w stosowaniu agregatów kredytowych w krajach o gospodarce wolnorynkowej. W przeszłości stosowano jedynie tzw. pułapy kredytowe, czyli dopuszczalną wartość kredytów udzielanych przez banki komercyjne. Pułap stosowano jednak w szczególnej sytuacji braku równowagi finansowej po drugiej wojnie światowej. Stopa procentowa nie pełniła funkcji instrumentu redystrybucji funduszy w gospodarce. Dlatego też dość negatywne doświadczenia w stosowaniu pułapów kredytowych trudno odnosić do koncepcji agregatów kredytowych w ogóle.

W dyskusjach wspomina się jeszcze o **kursie walutowym jako celu pośrednim**. W praktyce gospodarczej jednak banki centralne teraz nie traktują tego kursu jako celu nadrzędnego, któremu podporządkowana jest podaż pieniądza czy poziom stóp procentowych. Gdy zaistnieje sprzeczność między interesem gospodarki wewnętrznej, jakim jest optymalna produkcja i zatrudnienie, a kursem walutowym, na ogół stawia się na pierwszym miejscu te pierwsze parametry.

Teoretycznie w krajach o gospodarce otwartej, o dużym udziale handlu zagranicznego w tworzeniu dochodu narodowego, wysokość kursu walutowego ma istotny wpływ na gospodarkę wewnętrzną, a zwłaszcza na ceny krajowe. Zmiany kursu powodują bowiem zmiany cen wewnętrznych. Stabilizacja tych ostatnich wymaga zatem prowadzenia polityki stałego kursu walutowego. Problem związku cen wewnętrznych z kursem walutowym jest również istotny w krajach o wysokiej inflacji. Hamując deprecjację waluty krajowej, można ograniczyć inflację wewnętrzną. Problem jednak w tym, że zdecydowana większość krajów traktuje kurs waluty nie jako instrument polityki pieniężnej, lecz przede wszystkim jako

---

<sup>108</sup> Dane ze stroną internetową: [www.biznes.pwn.pl/index.php?module=haslo&id=3956789](http://www.biznes.pwn.pl/index.php?module=haslo&id=3956789), 4.04.2011

instrument polityki handlowej. Kurs waluty służy zwłaszcza równoważeniu bilansu płatniczego i stymulowaniu eksportu.<sup>109</sup>

### 2.2.3. Cel operacyjny

Cel operacyjny polityki pieniężnej jest to zmienna krótkookresowa, znajdująca się pod bezpośrednim oddziaływaniem instrumentów polityki pieniężnej banku centralnego. Bank centralny może przyjąć jako ten cel agregaty rezerw lub krótkoterminowe stopy procentowe. Bank centralny może kontrolować tylko jedną z tych wielkości, ponieważ przyjęcie poziomu stopy procentowej za cel prowadzi do wahania podaży pieniądza, z kolei przyjmowanie ustalonej wielkości agregatów powoduje wahania stopy procentowej. Cel operacyjny wyznacza się w zależności od przyjętego celu pośredniego. Jeżeli będzie nim stopa procentowa to za cel operacyjny przyjmuje się stopę procentową, natomiast gdy będzie nim agregat pieniężny, to celem operacyjnym będzie agregat rezerw. Obecnie banki centralne przyjmują za cel operacyjny wysokość stóp procentowych. Bank centralny może bezpośrednio kształtować ich wysokość poprzez operacje otwartego rynku oraz na bieżąco analizować dane na ich temat<sup>110</sup>.

Problem wyboru między kontrolą bazy monetarnej a kontrolą stopy procentowej rynku pieniężnego jest w istocie kontynuacją dyskusji o podaży pieniądza i stopie procentowej w gospodarce jako celami pośrednimi banku centralnego. Najogólniej rzecz ujmując, sterowanie podażą pieniądza wiąże się z potrzebą położenia nacisku na kontrolę bazy monetarnej. Z kolei wybór stopy procentowej wiąże się z potrzebą sterowania konkretną stopą procentową na rynku pieniężnym. Formułowany jest też postulat, aby wybór celu operacyjnego łączyć z charakterem prawdopodobnych zaburzeń w gospodarce<sup>6</sup>. Istnieją cztery zasadnicze rodzaje zaburzeń:

- zaburzenia popytowe wywołane zmianami skłonności do konsumpcji i do inwestycji oraz zmianami dochodów i wydatków budżetowych. Zaburzenia te mają więc charakter autonomiczny: zmieniają popyt finalny z pominięciem wpływu popytu na pieniądź. Najlepszym celem operacyjnym jest w takiej sytuacji pieniądź rezerwowy,

---

<sup>109</sup> W. L. Jaworski (red.), *Współczesny...op. cit.*, s.119-120.

<sup>110</sup> Dane za stroną internetową:

[www.mfiles.pl/pl/index.php/Cele\\_polityki\\_pieni%C4%99%C5%BCnej](http://www.mfiles.pl/pl/index.php/Cele_polityki_pieni%C4%99%C5%BCnej), 20.04.2012r.



- zaburzenia struktury aktywów finansowych, czyli nieoczekiwane zmiany popytu na różne typy aktywów, np. przesunięcia popytu między pożądanymi rezerwami pieniężnymi a obligacjami. W tym wypadku racjonalny jest wybór stopy procentowej rynku pieniężnego jako celu operacyjnego. Zmiana stopy procentowej powoduje bowiem przywrócenie pożądanego struktury portfela aktywów,
- wahania popytu na pieniądź, których konsekwencją są zmiany wolnych sald pieniężnych. W takiej sytuacji możliwy jest wybór dowolnego z wyżej analizowanych celów operacyjnych. Zarówno bowiem zmiany bazy monetarnej, jak i zmiany stopy rynku pieniężnego oddziałują na popyt na pieniądź,
- zaburzenia czynników podaży sfery realnej, czyli nieoczekiwane zmiany w podaży czynników produkcji bądź podaży dóbr konsumpcyjnych. W takiej sytuacji niezbędne jest skorygowanie popytu finalnego poprzez realne zmiany podaży pieniądza. Ostatecznie niezbędna jest korekta wielkości bazy monetarnej<sup>111</sup>.

### *2.3. Podstawowe strategie banków centralnych*

Strategie oznaczają kombinację długofalowych, szeroko zaplanowanych kroków, mających na celu osiągnięcie pewnych normatywnych wzorców. Opierają się one m.in. na wartościach zaczerpniętych z doświadczeń, mogą jednak również być wyprowadzone na bazie czystej logicznej dedukcji bez oglądania się na jakiekolwiek doświadczenie i eksperymenty. Ważną cechą strategii jest to, że są one zawsze przygotowywane w warunkach niepewności, a w czasie realizacji korygowane lub wręcz zmieniane, jeżeli pojawi się nadmierna rozpiętość między planowanym stanem docelowym a stanem faktycznym. Strategie, zakrojone zawsze długofalowo, wymagają dla swojej realizacji krótkookresowych działań taktycznych. Działania te podejmowane są przy wykorzystaniu możliwości pojawiających się w danej sytuacji, a ich celem jest krótkookresowe, maksymalnie efektywne wspieranie osiągnięcia celu strategicznego. W tym też sensie należy rozumieć strategie polityki gospodarczej. Są one nastawione na realizację długofalowych celów polityki gospodarczej lub ich kombinacji, przez skojarzone stosowanie narzędzi polityki gospodarczej, przy czym dla realizacji identycznej kombinacji celów lub dla

---

<sup>111</sup> W. L. Jaworski (red.), *Współczesny...op. cit.*, s.119-120.

osiągnięcia innej kombinacji celów, o odmiennie określonych priorytetach, zastosowane mogą być alternatywne strategie.

Nie można określić jednej, optymalnej strategii polityki pieniężnej, jeżeli na gruncie różnych koncepcji polityki pieniężnej można wybierać między alternatywnymi strategiami dla osiągnięcia tych samych celów polityki stabilizacyjnej przy stale zmieniających się ramowych warunkach. Można wówczas wskazać tylko na przesłanki powodzenia pewnej strategii polityki pieniężnej. Dlatego właśnie należy stale sprawdzać, czy istniejące w danej chwili warunki ramowe są zgodne z tymi przesłankami. Ponieważ strategie polityki pieniężnej są formułowane z myślą o odległej perspektywie i muszą być realizowane w warunkach niepewności co do kształtowania się ramowych warunków, nie można z góry przesądzić, czy obrana strategia jest rzeczywiście optymalna. Okaże się to dopiero w trakcie jej realizacji, która jest jednocześnie procesem uczenia się, w toku którego nieprzewidziane nowe warunki ramowe oraz niepowodzenia w realizacji strategii stale oddziałują na jej kształt, wymuszając bieżące korekty. Stąd też nie może być w ogóle strategii jednolitych, optymalnych, ponadczasowych i ważnych dla wszystkich krajów.

W dalszych rozważaniach przedstawione więc będą główne strategie polityki pieniężnej, które dadzą się wyprowadzić z przesłanek teoretycznych dotyczących podaży pieniądza i mechanizmu transmisyjnego.<sup>112</sup>

Wszystkie prace związane z tworzeniem koncepcji polityki pieniężnej skupiają się w Narodowym Banku Polskim. Tak było w latach poprzednich, kiedy NBP przedkładał Sejmowi do uchwalenia projekt założeń polityki pieniężnej, tym bardziej tak jest pod rządami nowej ustawy o NBP, kiedy do kształtowania polityki pieniężnej została uprawniona Rada Polityki Pieniężnej. Technologia tworzenia polityki pieniężnej stosowana w NBP obejmuje następujące etapy:

- identyfikacja zewnętrznych i wewnętrznych uwarunkowań wpływających na sytuację gospodarczą i pieniężną kraju,
- przyjęcie założeń liczbowych dotyczących celu finalnego,
- określenie celów pośrednich i operacyjnych,
- sformułowanie rekomendacji w odniesieniu do sposobu i narzędzi wprowadzania w życie ustalonej polityki pieniężnej oraz systemu jej monitorowania i reagowania na

---

<sup>112</sup> P. Schaal, *Pieniądz i polityka...* op. cit., s. 406.

ewentualne odchylenia przebiegu rzeczywistych procesów pieniężnych od zakładanych.

Bank centralny, analizując uwarunkowania zewnętrzne, z reguły swoją uwagę koncentruje na perspektywach koniunktury gospodarczej w świecie, a zwłaszcza w krajach będących największymi rzeczywistymi i potencjalnymi partnerami gospodarczymi Polski, kształtowaniu się sytuacji na rynkach światowych oraz przewidywanym tempie inflacji i stopy procentowej w innych krajach. Wszystkie te czynniki oddziałują silnie na bilans płatniczy, przepływy kapitału i kształtowanie się rezerw walutowych, a w rezultacie na kształtowanie się popytu na pieniądź krajowy. Ponadto przyrost rezerw walutowych w ostatnich latach był jednym z głównych czynników kreacji pieniądza krajowego. Celem analizy wewnętrznych uwarunkowań jest określenie jak kształtować się będą krajowe źródła podaży pieniądza. Uwzględniane są zwłaszcza prognozy dotyczące kształtowania się:

- sytuacji finansowej przedsiębiorstw oraz źródeł ich finansowania,
- wielkości i struktury dochodów ludności oraz skłonności do oszczędzania,
- skali deficytu (nadwyżki) budżetu państwa i całego systemu finansów publicznych,
- skuteczności systemu bankowego w funkcji gromadzenia wolnych środków finansowych oraz ich efektywnej alokacji.

Prognozy te pozwalają na oszacowanie wielkości podaży pieniądza, a następnie ich zestawienie z przewidywanym popytem na pieniądź. Wielkość tego popytu określana jest jako suma zapotrzebowania na pieniądź krajowy wynikająca z kształtowania się<sup>113</sup>:

- rezerw walutowych (aby waluty obce znalazły się w zasobach polskich banków, należało za nie zapłacić np. eksporterom w złotych wg aktualnego kursu walutowego),
- wielkości deficytu budżetowego, który musi być pokryty kredytem bankowym,
- wielkości zapotrzebowania na kredyty dla przedsiębiorstw,
- wielkości zapotrzebowania na kredyty dla ludności.

Kolejnym etapem tworzenia polityki pieniężnej jest przyjęcie założenia dotyczącego skali wzrostu produktu krajowego brutto oraz zakładanego poziomu inflacji. Na tej podstawie określa się granicę dopuszczalnego wzrostu podaży pieniądza, której przekroczenie może spowodować nadmierny wzrost cen i podważenie stabilności siły nabywczej pieniądza. Aby się ustrzec przed taką ewentualnością z reguły konieczne jest zmniejszenie popytu na

---

<sup>113</sup> *Ibidem*, 406

pieniądz, np. na drodze redukcji deficytu budżetowego, bądź ograniczenia kredytów dla przedsiębiorstw lub ludności, oraz zmniejszenia możliwości kreacji pieniądza przez banki.

Wybrawszy cele swojej polityki pieniężnej, bank centralny przystępuje do wyboru strategii, za pomocą której cele te osiągnie, czy inaczej: będzie od nich dążył. Kierunki działań banku centralnego można sklasyfikować w następujący sposób<sup>114</sup>:

- strategia monetarystyczna,
- strategia zorientowana na potencjał,
- strategia postkeynesowska,
- strategia sterowania płynnością bankową,
- strategia bezpośredniego celu inflacyjnego (BCI).

### *2.3.1. Strategia monetarystyczna*

Strategię monetarystyczną zaproponował M. Friedman w 1960 r. jako swoją regułę ilości pieniądza. Zgodnie z nią, bank centralny powinien być zobowiązany do dbania, przy użyciu skodyfikowanych środków, o taki wzrost ilości pieniądza, który odpowiada długookresowemu oczekiwanemu tempu wzrostu realnego produktu społecznego brutto przy uwzględnieniu oczekiwanych zmian w skłonności do utrzymywania rezerw pieniężnych (prędkość obiegu pieniądza), ale bez uwzględnienia wahań koniunkturalnych. Miało to spowodować, że popyt globalny finansowany przez postawioną do dyspozycji gospodarki ilość pieniądza (wolumen pieniądza przemnożony przez prędkość obiegu) będzie wzrastał w takim samym tempie, jak podaź. Strategia ta miała umożliwić osiągnięcie nie tylko stabilizacji poziomu cen, lecz także wygładzenie koniunkturalnych wahań cen, dochodów i zatrudnienia, jak i stałego wzrostu gospodarczego.

W sferze polityki systemowej przesłanką do kontroli ilości pieniądza i stopy jego ekspansji w czasie jest, zdaniem Friedmana, wprowadzenie 100-procentowej rezerwy minimalnej jako wymogu ustrojowego. Taka 100-procentowa rezerwa na wszystkie wkłady bankowe wymagałaby, jego zdaniem, przebudowy systemu bankowego. Z jednej strony, system ten powinien obejmować kasy depozytowe, które w ramach operacji pasywami

---

<sup>114</sup> P. Schaal, *Pieniądz i polityka... op. cit.*, s. 413-415.

przyjmowałyby wkłady oszczędnościowe i wykazywałyby je jako aktywa w tej samej wysokości jako 100-procentową rezerwę. Z drugiej, powinny istnieć banki kredytowe, które w ramach swoich operacji udzielałyby kredytów przedsiębiorstwom i osobom prywatnym, zaopatrując się w niezbędne środki w operacjach pasywami poprzez rynek kapitałowy. Abstrahując od faktu, że 100-procentowa rezerwa wcale nie wymaga instytucjonalnego podziału systemu bankowego (ponieważ istniejące banki mogą dla obu funkcji stworzyć dwa oddzielne wydziały), miałaby ona również bardzo poważne mankamenty. Wśród nich warto wymienić: wyparcie banków z operacji kredytowych, włączenie banku centralnego do kredytowania państwa i osób prywatnych, a także wypaczenie konkurencji międzybankowej.

Podejście monetarystyczne opiera się na długookresowych badaniach empirycznych, stwierdzających dominujący wpływ ilości pieniądza na nominalny produkt społeczny brutto, jak i ilości pieniądza w przeliczeniu na jednostkę produkcji na poziom cen. Z tego płynie wniosek co do możliwości sterowania ilością pieniądza poprzez bazę pieniężną i kontrolę ilości pieniądza przez bank centralny.

Jednocześnie jednak przyjmuje się milcząco postulat o zasadniczej stabilności sektora prywatnego jako stałej, niezmienniej właściwości cechującej postępowanie podmiotów gospodarczych. Jest to istotna przesłanka skuteczności strategii monetarystycznej. Zakłada się przy tym brak impulsów zakłócających, płynących z pieniężnych aspektów międzynarodowych stosunków gospodarczych, wpływających na ekspansję ilości pieniądza, lub - jeżeli takie zakłócenia występują - ich pełną absorpcję przez środki polityki pieniężnej.

Dalszą przesłanką tej strategii jest możliwość prawidłowego oszacowania przyszłego realnego tempa wzrostu gospodarczego oraz stopy zmian prędkości obiegu pieniądza. Jeżeli prognozy dotyczące tych wielkości okażą się nietrafne, to powstaje rozpiętość między podażą pieniądza z odpowiednimi skutkami dla poziomu stopy procentowej, co przy przyjmowanej również przez monetarystów elastycznej reakcji popytu inwestycyjnego i globalnego na zmiany stopy procentowej prowadzi do niekontrolowanych i niepożądanych skutków w sferze popytu. Dlatego też bank centralny może sterować pożądaną stopą zmian bazy pieniężnej z prawdopodobnie niewielkim marginesem błędu, jeżeli w gospodarce jest wystarczający popyt na kredyt, który zawsze wchłonie zaoferowaną ilość pieniądza banku centralnego. Jeżeli tylko zacznie się spadek koniunktury, można się obawiać, że popyt na kredyt bankowy nie będzie już wzrastał tak silnie, aby zaspokoić potrzebę odpowiedniego wzrostu bazy pieniężnej. Wiąże się z tym również teza odwrotna, że w fazie ożywienia koniunkturalnego

bank centralny tak samo może kontrolować ekspansję ilości pieniądza i w razie potrzeby tak ją ograniczyć, aby uniknąć przegrzania popytu globalnego spowodowanego kreacją pieniądza lub importem pieniądza. Kontrola podaży pieniądza jako strategia polityki pieniężnej ma uzasadnienie wtedy, gdy związek między agregatem pieniężnym a inflacją jest stabilny, a bank centralny przy użyciu swoich instrumentów jest w stanie w dostatecznym stopniu kształtować przyrost podaży pieniądza<sup>115</sup>.

### *2.3.2. Strategia zorientowana na potencjał*

Strategia polityki kredytowej zorientowanej na potencjał została wyprowadzona z koncepcji monetarystycznej. Jednak, w przeciwieństwie do niej, orientuje się ona nie tylko na wzrost realnego produktu społecznego brutto, lecz także na wzrost ogólnogospodarczego potencjału produkcyjnego (wzrost potencjału) rozumianego jako szacunkowy przyrost zdolności produkcyjnej gospodarki narodowej oraz wolumenu płaćności. Celem średnioterminowej polityki kredytowej zorientowanej na potencjał jest ograniczenie wzrostu zaopatrzenia gospodarki w pieniądź i kredyt dokładnie do tempa wzrostu potencjału produkcyjnego. Jeżeli zabiegi te okazują się skuteczne, pozwala to na jednoczesną realizację czterech celów: stabilności poziomu cen, wysokiej stopy zatrudnienia, równowagi w wymianie międzynarodowej, stałego i odpowiedniego tempa wzrostu gospodarczego. Jeżeli ujawnią się odchylenia wzrostu popytu globalnego i potencjału produkcyjnego, to polityka pieniężna musi już w początkowym stadium sięgać do przedsięwzięć, które tę rozpiętość zlikwidują. Po to, aby osiągnąć pożądaną wzrost popytu, odpowiadający wzrostowi potencjału, należy ustalić pieniężny cel pośredni w postaci rocznego tempa wzrostu określonego agregatu pieniężnego, przy uwzględnieniu zmian wolumenu płaćności. Ten pieniężny cel pośredni może się odnosić do ilości pieniądza banku centralnego, do M1, M2, M3, do wielkości kredytu lub jednocześnie do kilku agregatów pieniężnych. Istotną przesłanką skutecznej polityki kredytowej, zorientowanej według potencjału wytwórczego, jest właściwa średnioterminowa prognoza wzrostu tego potencjału. Wzrost potencjału odpowiada przyrostowi łącznej możliwości podaży gospodarki narodowej w roku. Ze względu na zmienność sytuacji koniunkturalnej nie zawsze mamy do czynienia

---

<sup>115</sup> Rada Polityki Pieniężnej, *Średniookresowa strategia polityki pieniężnej na lata 1999 – 2003*, NBP Warszawa 1998, s. 7.

z normalnym stopniem wykorzystania potencjału. Z tego powodu pośredni cel ilości pieniądza musi uwzględnić stopień niepełnego wykorzystania potencjału produkcyjnego w danym okresie, a także pewną dodatkową stopę ekspansji ilości pieniądza, która wystarczy dokładnie na przywrócenie normalnego poziomu wykorzystania potencjału.

Polityka kredytowa orientowana według potencjału musi, obok przyrostu popytu globalnego na dobra i usługi mierzonego nominalnym produktem społecznym brutto, uwzględnić również zmiany wolumenu płatności. Jest on wielokrotnie wyższy niż dochód nominalny, ponieważ, obok płatności związanych z przyrostem wartości w danym okresie (z nową wartością), obejmuje również obroty w pośrednich stadiach produkcji dobrami już wytwarzanymi (np. zakup domów i używanych samochodów), jak i czyste transakcje finansowe (np. zakupy papierów wartościowych) oraz transakcje w ramach dystrybucji dochodu (np. wypłaty rent i wpłaty podatkowe). Różnica między nominalnym produktem społecznym brutto a łącznymi płatnościami w danym okresie stanowi wydatki, które nie mają swojego odpowiednika w wartości dodanej wytworzonej w danym okresie. Zmiany wolumenu płatności są wynikiem zmian w prędkości obiegu pieniądza (dochodowa prędkość obiegu pieniądza), w relacji między wkładami bankowymi a kredytami bankowymi, jak i zmian skłonności do płynności banków. Znajdują one wyraz w zmianach salda płynności banków. Stąd też saldo płynności banków jest wielkością sterującą, na którą trzeba oddziaływać ilościowymi narzędziami polityki pieniężnej w taki sposób, aby krótkookresowe zmiany wolumenu płatności korygować, również krótkookresowo, i aby osiągać długofalowy cel pośredni ilości pieniądza.

Przy formułowaniu celu pośredniego ilości pieniądza należy także uwzględnić stopę inflacji uznaną za nieuniknioną. Chodzi tu o takie podwyżki cen, które muszą być uznane za nieuniknione, ponieważ nie jest im w stanie zapobiec żadna strategia stabilizacyjna w ramach gospodarki rynkowej, chyba że godzić się z ryzykiem dla zatrudnienia, które dla społeczeństwa okaże się nie do zniesienia. Tak więc, politykę kredytową zorientowaną według potencjału wytwórczego można również określić mianem średnioterminowej strategii konsolidacyjnej, która dąży do uzyskania wzrostu popytu odpowiadającego wzrostowi potencjału, przez sformułowanie pieniężnego celu pośredniego.

Przesłanki skutecznego zastosowania strategii zorientowanej według potencjału są takie same, jak dla strategii monetarystycznej. Wśród elementów obciążonych znaczną niepewnością można wymienić szacunki przyszłego tempa wzrostu, faktycznego stopnia

wykorzystania potencjału produkcyjnego i nieuniknionej inflacji, a zwłaszcza szacunki przyszłych zmian prędkości obiegu pieniądza. Na tę ostatnią wielkość ma wpływ każda zmiana salda płynności banków. Chociaż wiadomo, że prędkość obiegu pieniądza rośnie w fazie ożywienia koniunkturalnego i maleje w fazie recesji, wcale nie jest pewne, czy zawsze uda się zneutralizować krótkookresowe wahania salda płynności za pomocą środków polityki pieniężnej.

### *2.3.3. Strategia postkeynesowska*

Strategia postkeynesowska pozostaje wierna mniemaniu J.M. Keynesa, że „pieniądz nie ma znaczenia”, ale że jednocześnie wielkość stopy procentowej określa popyt na pieniądz oraz zachowania inwestycyjne i konsumpcyjne. W związku z tym strategia ta uznaje za kluczową zmienną oddziaływanie na wysokość stopy procentowej narzędzi polityki pieniężnej działających jakościowo. Keynesiści, w przeciwieństwie do monetarystów, zakładają zasadniczą niestabilność sektora prywatnego, który, oprócz tego, wykazuje długookresową tendencję do równowagi przy niepełnym zatrudnieniu. Podstawową wielkością wpływającą na tę niestabilność sektora prywatnego jest, w opinii zwolenników tej koncepcji, zachowanie inwestycyjne przedsiębiorstw prywatnych, na które wpływają tak mało wiarygodne wielkości, jak wahania nastrojów zgodne z psychologią tłumu, fale spekulacji i „instynkt” przedsiębiorcy. Owa niestabilność znajduje, zdaniem keynesistów, wyraz w krótkookresowych wahaniami płynności podmiotów gospodarczych, a zwłaszcza płynności banków, które z kolei wywołują krótkoterminowe, silne wahania prędkości obiegu pieniądza. Ponieważ, zgodnie z teorią preferencji płynności Keynesa, wolumen płynności traktowany jest jako funkcja wysokości stopy procentowej, a sama płynność stanowi zamrożony w kasach zasób pieniężny nie wchodzący do obiegu i nie kształtujący popytu, polityka pieniężna powinna się troszczyć o ukształtowanie się na rynku stopy procentowej równowagi. Stopa ta ustali się wtedy, kiedy stopa rynkowa będzie równa krańcowej produktywności kapitału, czyli rentowności zainwestowanego kapitału w granicznym zastosowaniu. W tym przypadku łączny popyt inwestycyjny i globalny będzie odpowiadać możliwościom podaży, w związku z czym ustali się równowaga przy stanie pełnego zatrudnienia i stabilnym poziomie cen. Tak właśnie jest rozumiane osiągnięcie pełnego zatrudnienia jako właściwy cel keynesowskiej polityki pieniężnej.



Przesłanką skuteczności strategii postkeynesowskiej jest wrażliwość inwestycji prywatnych na zmiany stopy procentowej. Spadek stopy rynkowej powoduje powstanie dodatniej marży w stosunku do krańcowej produktywności kapitału, która zwiększa rentowność nowych inwestycji i skłania przedsiębiorców do zwiększenia inwestycji. Ten mechanizm stopy procentowej działa jednak ze znacznymi opóźnieniami. Do tego dochodzi jeszcze opóźnienie czasowe w samej polityce pieniężnej, które wymaga od banku centralnego szybkiego i właściwego rozpoznania zmienionej sytuacji i niezwłocznego zastosowania niezbędnych instrumentów polityki pieniężnej. Jeżeli na skutek zmniejszenia rentowności zainwestowanego kapitału, maleje również działalność inwestycyjna przedsiębiorców, to troską polityki pieniężnej powinna być obniżka rynkowej stopy procentowej, zanim się wśród przedsiębiorstw nie upowszechnią negatywne, pesymistyczne oczekiwania, które będą następnie prowadzić do przesadnych reakcji. Powodzenie takiej strategii postkeynesowskiej zależy od tego, czy przedsiębiorcy odpowiednio elastycznie zareagują na środki polityki procentu banku centralnego, zmieniając w pożądanym zakresie swoje inwestycje. Dodatkowym warunkiem jest brak zakłóceń ze strony międzynarodowych obrotów kapitałowych.

#### *2.3.4. Strategia sterowania płynnością bankową*

Strategia sterowania płynnością bankową ma podstawowy mankament: jest to niemożliwość statystycznego ujęcia, traktowanej jako wielkość sterująca, płynności ogólnogospodarczej. W związku z tym nie można nawet dokładnie ocenić „obiektywnej” płynności gospodarki prywatnej. Jeszcze trudniej byłoby uchwycić płynność „subiektywną”, określaną w znacznej mierze przez czynniki psychologiczne, a ona to przecież ostatecznie określa popyt globalny. Dlatego też jedyną możliwością dostępną strategii sterowania płynnością jest oddziaływanie na płynność bankową jako wielkość obiektywną i dającą się ująć statystycznie, aby przez nią sterować rozmiarami akcji kredytowej systemu bankowego i w ten sposób wpływać na wielkość popytu globalnego. W ten sposób płynność bankowa, np. mierzona rezerwą płynności do swobodnej dyspozycji banków, spełnia funkcję pieniężnego celu pośredniego polityki płynności. Ze względu na to, że ilość pieniądza banku centralnego jest tylko lustrzanym odbiciem dostępnej ilości pieniądza w obiegu, może być ona sterowana za pomocą narzędzi polityki pieniężnej jedynie pośrednio. Narzędzia polityki pieniężnej

oddziałują bowiem jedynie na zmiany wtórnej płynności banków pod postacią ich potencjalnego pieniądza banku centralnego. Czy banki skorzystają z tej wtórnej płynności, zależy od jej kosztów, tj. od stopy procentowej. Nie oznacza to jednak, żeby wtórna płynność banków jako pieniężny cel pośredni w ramach strategii polityki płynności miała być wyższa od innych strategii polityki pieniężnej. Przesłanką skutecznej realizacji strategii płynności jest bowiem faktyczna kontrola banku nad pozostałymi rezerwami płynności, jakimi dysponują banki<sup>116</sup>.

### *2.3.5. Strategia bezpośredniego celu inflacyjnego*

Celem wszystkich banków centralnych jest stabilizacja cen, gdyż jest to podstawowy sposób, w jaki bank centralny przyczynia się swoimi decyzjami do osiągnięcia wysokiego i trwałego wzrostu gospodarczego. Banki Centralne, wspólnie przez stabilność cen rozumieją inflację na tyle niską, aby nie wywierała ona negatywnego wpływu na inwestycje, oszczędności i inne ważne decyzje podejmowane przez uczestników życia gospodarczego. W październiku 1998 roku Rada Polityki Pieniężnej ogłosiła średnioroczną strategię polityki pieniężnej na lata 1999-2003. Najważniejszą zmianą zapowiedzianą w tej strategii była zapowiedź, że od początku 1999 roku realizacja polityki pieniężnej będzie się opierać na strategii bezpośredniego celu inflacyjnego (BCI) połączonej z ewolucyjnym przekształceniem systemu kursowego w kurs w pełni płynny. Rada do dzisiaj potwierdza stosowanie strategii BCI jako podstawy prowadzenia polskiej polityki pieniężnej. Stosowanie innych strategii polityki pieniężnej w polskich warunkach nie byłoby wskazane. Jak stwierdziła to ówczesna RPP, wprowadzenie stałego kursu walutowego byłoby sprzeczne z dotychczasową polityką upłynnienia złotego. Ponadto wejście do ERM II związane z wejściem Polski do strefy euro będzie dokonywać się przy kursie równowagi, a jego prawidłowe ustalenie bez udziału sił rynkowych byłoby praktycznie niemożliwe. Z kolei kontrolowanie podaży pieniądza straciło uzasadnienie ekonomiczne, gdyż restrukturyzacja polskiej gospodarki, rozwój rynku finansowego, jego integracja z rynkami światowymi doprowadziły do zachwiania związków pomiędzy agregatami pieniężnymi, a inflacją. Kontrolowanie przyrostu podaży pieniądza było utrudnione również w wyniku stopniowego zwiększania płynności kursu walutowego, przede wszystkim ze względu na udział zagranicznych źródeł kreacji pieniądza w jego podaży.

---

<sup>116</sup> P. Schaal, *Pieniądz i polityka... op. cit.*, s. 416-423

Ponadto utrzymująca się nadpłynność sektora bankowego utrudniała transmisję impulsów monetarnych do gospodarki. Dlatego też RPP pierwszej kadencji w 1999 roku przyjęła strategię BCI w polityce pieniężnej jako najlepszą w procesie dalszego obniżania inflacji i przełamywania oczekiwań inflacyjnych, a nowa RPP w lutym 2004 roku ogłosiła kontynuowanie strategii BCI w kolejnych latach. Obecna RPP realizując strategię bezpośredniego celu inflacyjnego w polityce pieniężnej, począwszy od 2004 roku przyjęła ciągły cel inflacyjny na poziomie 2,5% z symetrycznym przedziałem odchyłeń o szerokości plus-minus 1 punkt procentowy. Rada dąży do realizacji celu w warunkach płynnego kursu walutowego, który powinien być utrzymany do momentu przystąpienia Polski do ERMII. System płynnego kursu nie wyklucza prowadzenia interwencji na rynku walutowym, gdyby okazało się to niezbędne do realizacji celu inflacyjnego<sup>117</sup>. Strategię banku centralnego można określić mianem strategii bezpośredniego celu inflacyjnego, jeśli spełnia następujące warunki<sup>118</sup>:

- celem podstawowym i pierwszorzędym jest utrzymywanie stabilności cen,
- średniookresowy cel inflacyjny jest oficjalnie ogłaszany,
- decyzje o zmianach instrumentów polityki pieniężnej podejmowane są na podstawie wszelkich dostępnych wskaźników, miar i innych danych o stanie gospodarki,
- polityka informacyjna w zakresie zamierzeń, celów, decyzji władz monetarnych oraz ich skutków i przewidywań odnośnie rozwoju sytuacji w przyszłości prowadzona jest w sposób jasny i zrozumiały dla ogółu społeczeństwa,
- bank centralny dokonuje prognozy inflacji, która może również pełnić rolę swego rodzaju celu pośredniego,
- w danym kraju występuje system płynnego kursu walutowego,
- bank centralny jest odpowiedzialny za realizację celu inflacyjnego przed instytucjami podlegającymi demokratycznym wyborom.

Charakterystyczne dla strategii celu inflacyjnego jest to, że celem banku centralnego nie jest stabilizacja cen (zerowa inflacja), lecz stabilizowanie inflacji na określonym poziomie. Jedną z przyczyn tego stanu rzeczy jest to, że niska inflacja sprzyja wprawdzie stabilnemu wzrostowi gospodarczemu, ale banki centralne stają się "nerwowe", gdy rośnie

---

<sup>117</sup> Dane za stroną internetową: [www.wiedza.info.pl/wyklady/113/strategia\\_bezposredniego\\_celu\\_inflacyjnego\\_w\\_praktyce\\_dzialania\\_nbp.html](http://www.wiedza.info.pl/wyklady/113/strategia_bezposredniego_celu_inflacyjnego_w_praktyce_dzialania_nbp.html), 04.05.2012

<sup>118</sup> B. Polszakiewicz (red.), *Ład instytucjonalny... op. cit.*, s. 227.

prawdopodobieństwo deflacji. Na wzrost inflacji bank centralny może skutecznie zareagować, podnosząc stopę procentową. Z deflacją jest gorzej. Może się okazać, że bank centralny nie będzie w stanie skutecznie przeciwdziałać wzrostowi realnych stop procentowych (na skutek spadku cen krajowych), ponieważ może on obniżyć stopy procentowe "tylko" do zera. Dlatego banki centralne nerwowo reagują na ryzyko wejścia gospodarki w deflację. Robią wówczas to, co im w takiej sytuacji pozostaje. Silnie obniżają stopę procentową i "pompują" płynne rezerwy do banków komercyjnych, by te zwiększyły podaż taniego kredytu. Bywa, że robią to szybko i na dużą skalę. Wiedzą bowiem, że mogą przed deflacją "nie zdążyć". Ustalając cel inflacyjny na poziomie "oddalonym" od zera, banki centralne stwarzają sobie margines bezpieczeństwa, by deflacja ich nie zaskoczyła. Banki centralne nie zobowiązują się, że inflacja będzie cały czas utrzymywała się na poziomie celu. Zobowiązują się sprowadzać ją po określonym okresie do celu, jeśli nastąpi jej wzrost albo spadek. Jest tak dlatego, że banki centralne nie chcą, by stabilizowanie inflacji powodowało zbyt duże wahania tempa wzrostu gospodarczego. Sposób prowadzenia polityki pieniężnej przez banki centralne opisuje reguła Taylora. Zakłada ona, że banki centralne reagują zmianą stóp procentowych na odchylenia inflacji od wyznaczonego celu oraz na odchylenia tempa wzrostu gospodarczego od tempa potencjalnego<sup>119</sup>:

$$i_{BC} = i_R + \pi_i + \gamma_1(\pi_i - \pi^*) + \gamma_2(y_i - y^*),$$

gdzie:

- $i_{BC}$  - stopa banku centralnego,
- $i_R$  - wysokość realnej stopy procentowej,
- $\pi_i$  - inflacja (oczekiwana),
- $\pi^*$  - cel inflacyjny,
- $y_i$  - tempo wzrostu gospodarczego,
- $y^*$  - potencjalne tempo wzrostu.

Wprowadzenie w 1999 roku do polityki pieniężnej NBP strategii bezpośredniego celu inflacyjnego okazało się słuszne. Zostały przełamane napięcia w oczekiwaniach inflacyjnych i inflacja spadła. Innym problemem jest fakt, że w 2004 roku stopa inflacji „przestrzeliła” poziom BCI od góry, co było wynikiem wstrząsu akcesyjnego, a w końcu roku 2005 wystąpiło „przestrzelenie” poziomu BCI od dołu. Jednakże dotychczasowa praktyka

---

<sup>119</sup> A. Sławiński, *Rynki finansowe*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2006, s. 126-127.

funkcjonowania strategii BCI pokazuje, że umożliwia ona osiągnięcie zamierzonego celu w horyzoncie oddziaływania skutków decyzji władz monetarnych tj. po 6-8 kwartałach od przyjętej przez RPP decyzji<sup>120</sup>.

Wszelkie strategie polityki pieniężnej — niezależnie od tego, z jakich założeń teoretycznych wychodzą — mają na celu zapewnienie pieniężnej stabilności gospodarki. Poszczególne pieniężne cele stabilizacyjne można połączyć w trzy grupy uszeregowane według priorytetów:

- naczelnym, głównym celem jest długofalowa stabilizacja poziomu cen, przy dopuszczalnych krótkookresowych wahaniami,
- celem wtórnym jest łagodzenie środkami polityki pieniężnej wahań produkcji i zatrudnienia będących rezultatem wewnętrznych wahań koniunktury krajowej,
- trzecim priorytetowym celem jest zapobieganie środkami polityki pieniężnej nadmiernym wahaniami płynności bankowej.

Zgodnie z tym ujęciem, ekspansja ilości pieniądza powinna w dłuższym przedziale czasowym odpowiadać realnemu tempu wzrostu gospodarczego, umożliwiając sfinansowanie wystarczającej wielkości kredytu bankowego niezbędnego dla wzrostu inwestycji prywatnych, w celu wytworzenia dodatkowych dóbr inwestycyjnych i konsumpcyjnych. Jednocześnie polityka pieniężna powinna pomóc przezwyciężyć przejściowe niedobory płynności w gospodarce. Wahania poziomu i struktura oprocentowania powinny być przez politykę pieniężną utrzymywane w zgodności z ewolucją krajowych i międzynarodowych rynków finansowych i z polityką stabilizacyjną rządu. W tym celu bank centralny powinien nadzorować skuteczność funkcjonowania rynków pieniądza i zrównoważoną proporcję między udzielonymi kredytami a zobowiązaniami instytucji kredytowych. Polityka pieniężna powinna się również przyczynić do tego, aby w gospodarce nie pojawiły się ani tendencje inflacyjne, ani deflacyjne i aby była zachowana równowaga bilansu płatniczego. Dla osiągnięcia tych celów polityki pieniężnej niezbędne jest regularne, odpowiednie zaopatrzenie gospodarki w pieniądź.

Wybór strategii pieniężnej dla możliwie najlepszej realizacji opisanych zadań stabilności pieniężnej zależy od istniejących w każdej gospodarce warunków gospodarczych. Dlatego

---

<sup>120</sup> Dane za stroną internetową: [www.wiedza.info.pl/wyklady/113/strategia\\_bezposredniego\\_celu\\_inflacyjnego\\_w\\_praktyce\\_dzialania\\_nbp.html](http://www.wiedza.info.pl/wyklady/113/strategia_bezposredniego_celu_inflacyjnego_w_praktyce_dzialania_nbp.html), 04.05.2012

właśnie nie jest możliwe zalecenie jako optymalnej określonej strategii polityki pieniężnej, opierającej się na pewnej koncepcji teoretycznej, dla każdej gospodarki i dowolnego okresu. Warunki gospodarcze, mające istotne znaczenie dla wyboru strategii polityki pieniężnej, można ująć w następujących czterech kompleksach:

- postawy podmiotów gospodarczych,
- stopień koordynacji polityki finansowej i polityki pieniężnej,
- stopień koordynacji polityki dochodowej i podziału z polityką pieniężną,
- stopień zaangażowania danej gospodarki w międzynarodowy podział pracy w powiązaniu z systemem kursu walutowego.

**Zmiany w postawach podmiotów gospodarczych** znajdują przede wszystkim wyraz w zróżnicowanych nawykach płatniczych i utrzymywania rezerw pieniężnych. Racjonalne, co w tym przypadku znaczy niewielkie rezerwy gotówkowe, większa wrażliwość na zmiany stopy procentowej i inne nawyki inwestycyjne w odniesieniu do lokat rzeczowych i finansowych, jak i inne obyczaje dotyczące finansowania wpływają na zmiany zapotrzebowania podmiotów gospodarczych na pieniądź i kredyt, a także skuteczność środków polityki pieniężnej. Owe zmiany zachowań społecznych powinny również pociągać za sobą zmianę struktury instytucji pieniężnych w przypadku, gdy np. klienci chętniej korzystają z usług pośredników finansowych niż z banków. Bardzo ważna, z punktu widzenia polityki pieniężnej, dla podmiotów gospodarczych jest oczekiwana stopa inflacji. Oczekiwania inflacyjne kształtują się w procesie przywykania, gdy polityka pieniężna jest zbyt opieszala lub nieefektywna.

**Stopień koordynacji polityki finansowej z polityką pieniężną** ma decydujące znaczenie dla powodzenia środków polityki pieniężnej i realizowanej strategii polityki pieniężnej. Państwo może być autonomicznym dostawcą pieniądza, który bezpośrednio zmienia ilość pieniądza w obiegu poprzez swoją politykę dochodów, wydatków i zadłużania się, jak i poprzez swoje transakcje kasowe. Wpływ polityki finansowej na wielkość obiegu pieniężnego i popyt globalny jest tym większy, im wyższy jest udział państwa w produkcji społecznej. Jeżeli państwo dąży do realizacji szczególnych celów politycznych (np. zbrojenia), gospodarczych (np. poprawa infrastruktury) lub socjalnych (np. lepsze zabezpieczenie społeczne osób pozostających dobrowolnie bez pracy), pociąga to za sobą autonomiczne, mające umocowanie prawne, wydatki państwa, które mogą nie uwzględniać imperatywów polityki pieniężnej. Jeżeli zostaną stworzone ustawowe podstawy

antycyklicznej polityki finansowej zsynchronizowanej z polityką pieniężną (np. w ramach ustawy stabilizacyjnej), to powstanie problem, czy dany rząd chce i jest w stanie faktycznie koordynować swoją politykę finansową z polityką pieniężną.

**Stopień koordynacji polityki dochodowej i polityki podziału z polityką pieniężną** stwarza podobne problemy, chociaż w tym przypadku istotną rolę odgrywają uczestnicy negocjacji zbiorowych oraz zagranica. W gospodarce rynkowej polityka dochodowa obejmuje ustalanie wytycznych płacowych, podających przeciętny neutralny cenowo wzrost dochodów w gospodarce, zorientowany według oczekiwanego przeciętnego przyrostu wydajności. Jeżeli w wyniku negocjacji płacowych partnerzy zgodzą się na znacznie wyższe stawki taryfowe, które następnie zostaną przez przedsiębiorstwa przerzucone na ceny i tym samym spowodują wzrost stopy inflacji, to trudno będzie mówić o powodzeniu polityki pieniężnej. Musi ona bowiem bądź to dostarczyć większej niż przewidywana ilości pieniądza dla sfinansowania stopy inflacji, bądź też, przy utrzymaniu restrykcyjnego kursu, przystać na wyższą stopę bezrobocia. Pojawiają się jednak również skutki dotyczące podziału na kraj i zagranicę, jak i podziału na dobra będące przedmiotem wymiany międzynarodowej i nie wchodzące do tej wymiany. Jeżeli dostawcy dóbr nie mających krajowych substytutów podniosą ich ceny, to następować będzie transfer zasobów, ponieważ krajowi konsumenci będą musieli przekazać za granicę większą niż dotychczas część swojego dochodu na skutek wyższych cen (np. krajom OPEC<sup>121</sup> za dostawy ropy). Skutki inflacyjne wywoła finansowanie podwyżek płac i/lub cen w sektorze dóbr będących przedmiotem wymiany międzynarodowej poprzez dodatkową ekspansję ilości pieniądza banku centralnego, przy czym jednocześnie zachodzić będzie przesunięcie dochodu na korzyść sektorów dostarczających tych właśnie dóbr.

**Stopień zaangażowania danej gospodarki w międzynarodowy podział pracy w powiązaniu z systemem kursu walutowego** stanowi kolejny ważny ramowy warunek polityki pieniężnej. W systemie stałych kursów walutowych bank centralny nie może kontrolować ilości pieniądza w obiegu dostępnymi mu środkami polityki pieniężnej, ponieważ jest zobowiązany do nieograniczonych interwencji na rynku dewizowym. Z drugiej strony, w systemie całkowicie elastycznych kursów walutowych ilość pieniądza w obiegu jest wielkością w pełni kontrolowaną przez bank centralny (wielkością egzogeniczną), określającą

---

<sup>121</sup> OPEC (ang. *Organization of the Petroleum Exporting Countries*) – Organizacja Krajów Eksportujących Ropę Naftową z siedzibą w Wiedniu. Celem organizacji jest kontrolowanie światowego wydobycia ropy naftowej, poziomu cen i opłat eksploatacyjnych.

wysokość kursu walutowego. Jeżeli kursy walutowe w długim okresie kształtują się w oderwaniu od parytetów siły nabywczej, może to być źródłem impulsów inflacyjnych. Odwrotnie, gwałtowny i głęboki spadek kursu waluty krajowej, który nie był spowodowany spadkiem parytetu siły nabywczej w wyniku wyższej niż za granicą stopy inflacji, jest bardzo szybko „przejmowany” do oczekiwań inflacyjnych, a te do wyższych uzgodnień płacowych i wzrostu cen<sup>122</sup>.

---

<sup>122</sup> P. Schaal, *Pieniądz i polityka...* op. cit., s. 407.



### **3. Działania Banku Centralnego w wolnorynkowej Polsce**

#### *3.1. Sytuacja ekonomiczna Polski w okresie transformacji ustrojowej*

W 1989 r. gospodarka znalazła się w stanie zapaści. Produkcja spadała. Rósł deficyt budżetowy hamowany pospiesznie wprowadzanymi ograniczeniami wydatków. Pogorszyła się sytuacja w bilansie płatniczym. Szybko rosły ceny i jeszcze szybszy był wzrost płac. W październiku miesięczny wzrost cen osiągnął rekordowy poziom 54,8%. Od grudnia 1988 r. do grudnia 1989 r. ceny wzrosły o 640,3%. Zmiana poziomu cen (inflacja średnioroczna) w 1989 r. w stosunku do 1988 r. wyniosła 255,3%. Zmiana poziomu płac nominalnych była natomiast większa i sięgała 286,8%. Realnie zatem płace wzrosły o 8,9%, choć korzystne wydatkowanie płac w czasie galopującej inflacji i niedoborów produktów mogło być wysoce problematyczne. Na rynku występowała duża podaż pieniądza. Jego relacja do produktu krajowego skoczyła z około 40% w latach poprzednich do ponad 60% w 1989 r.

Sytuacja gospodarcza w 1989 r. spowodowała konieczność hamowania akcji kredytowej tak, aby nowe banki nie powiększały ekspansji monetarnej. NBP wprowadził rezerwy obowiązkowe. Nałożył na banki obowiązek utrzymywania na ich rachunkach w NBP równowartości części zgromadzonych przez nie depozytów - od 5% do 15% w zależności od rodzaju depozytów. Zmniejszyło to płynność banków i w rezultacie rozmiary podaży pieniądza. Jednocześnie NBP udzielał bankom kredytów refinansowych, często na warunkach preferencyjnych, na inwestycje centralne, rolnictwo i budownictwo mieszkaniowe. Oprocentowanie kredytów refinansowych w 1989 r. rosło od 44% do 140%. Jednak stosowanie w szerokim zakresie preferencji kredytowych obniżało faktyczną stopę procentową.

Przezwyciężenie kryzysu politycznego i uspokojenie nastrojów społecznych w 1989 r. umożliwiło rozpoczęcie stabilizowania gospodarki i przebudowy systemu ekonomicznego. Program stabilizacyjny, który został przygotowany w ostatnich miesiącach 1989 r. pod kierunkiem wicepremiera i ministra finansów Leszka Balcerowicza, zmierzał do:

- zrównoważenia budżetu,
- liberalizacji cen i zmian relacji cen, zwłaszcza nośników energii i produktów dotychczas dotowanych,
- kontroli wzrostu płac nominalnych, przy ich częściowej indeksacji,

- wprowadzenia ograniczonej (wewnętrznej) wymienialności złotego i ujednolicenia kursu walutowego, który - utrzymywany przez pewien czas - miał odgrywać rolę „nominalnej kotwicy” całego programu.

Na początku 1990 r., po dewaluacji złotego, podwyżce stóp procentowych i likwidacji dotacji, doszło do wyraźnego spadku popytu globalnego, zmniejszenia zasobów pieniężnych i ukształtowania się - po raz pierwszy w okresie powojennym - rynku konsumenta, ale jednocześnie wystąpiła głęboka recesja. W kolejnych miesiącach nadwyżka w handlu zagranicznym ożywiła kredyt i pieniądz, a w rezultacie popyt globalny i aktywność produkcyjną. W końcu roku nasiliła się presja inflacyjna, czemu sprzyjało rozluźnienie polityki pieniężnej i dochodowej, a także wzrost cen importowych. Doszło do ponownego zaostrzenia polityki pieniężnej<sup>123</sup>.

W kolejnych latach zmieniała się sytuacja gospodarcza. Budżet, który wcześniej notował nadwyżki, wykazywał rosnący deficyt, zwiększający podaż pieniądza. Inflacja i spadek konkurencyjności eksportu wymusiły odejście od stałego kursu walutowego. W ciągu dwóch lat (1990-1991) produkt krajowy spadł o około 14%. Trzeba jednak podkreślić, że w innych krajach regionu recesja transformacyjna trwała dłużej i była głębsza. Średnie wynagrodzenie zmniejszyło się realnie o jedną czwartą. Skurczony popyt globalny, przy znacznym imporcie, zlikwidował niedobory i zakończył epokę pustych półek sklepowych<sup>124</sup>.

W końcu 1991 r. pieniądza było prawie dwukrotnie mniej niż dwa lata wcześniej. Najważniejsze było jednak to, że zasadniczo zmienił się stopień dolaryzacji gospodarki. Udział walut obcych, który na początku 1990 r. sięgał 73% podaży pieniądza, szybko spadał i ostatecznie w końcu 1991 r. wynosił niespełna 25%. Inflacja, przy stosowanym kursie walutowym, wyraźnie zmniejszyła siłę nabywczą walut obcych. Złoty wspomagany nominalnie wysoką stopą procentową, choć realnie ujemną (niższą od inflacji), odzyskał pozycję pieniądza krajowego. Główną stopą procentową NBP było oprocentowanie kredytu refinansowego. Duże ruchy cen zadecydowały o wprowadzeniu stopy miesięcznej. W styczniu 1990 r. wynosiła ona 36% (w stosunku rocznym 432%). Do czerwca spadła do 4% (w ujęciu rocznym 48%). Dążąc do ożywienia działalności gospodarczej, wprowadzono od lipca już roczną stopę w wysokości 34%. Jednak nawrót presji inflacyjnej skutkował trzema kolejnymi podwyżkami - aż do 72% w lutym 1991 r. Późniejsze obniżenie inflacji

---

<sup>123</sup> G. Wójtowicz, *Bankowość centralna od A do Z, Narodowy Bank Polski w okresie transformacji*, Narodowy Bank Polski, Warszawa 2006, s. 6.

<sup>124</sup> *Ibidem*, s. 6

umożliwiło w okresie od maja do września 1991 r. cztery kolejne obniżki stopy kredytu refinansowego, ostatecznie do 40%. Kierowano się optymistycznymi oczekiwaniami co do spadku inflacji<sup>125</sup>.

### *3.2. Cele polityki pieniężnej w Polsce do roku 1999.*

Do roku 1999 w procesie realizacji polityki pieniężnej NBP formułował - podobnie jak inne banki centralne - cel finalny, cel pośredni oraz cel operacyjny. Jak zostało już wcześniej opisane, celem ostatecznym polityki banku centralnego jest utrzymywanie wartości waluty krajowej, czyli kontrola tempa inflacji. Za cele pośrednie, których osiągnięcie warunkuje realizację celu finalnego, przyjmowane są: kontrola podaży pieniądza i stabilizacja kursu walutowego. Na kształtowanie się parametrów będących celami ostatecznymi i pośrednimi oddziałuje wiele czynników, na które bank centralny nie ma wpływu za pomocą dostępnych mu instrumentów, stąd wybór celu operacyjnego polityki pieniężnej.

Cele operacyjne to te, na które bank centralny może wpływać bezpośrednio w procesie realizacji polityki pieniężnej. Są to: utrzymywanie określonego poziomu krótkoterminowej stopy procentowej na rynku lokat międzybankowych bądź kształtowanie wielkości pieniądza rezerwowego (bazy monetarnej).

Pieniądz rezerwowy składa się z gotówki w obiegu oraz płynnych rezerw banków komercyjnych (gotówka w skarbcach banków i ich środki na rachunku w banku centralnym). Poziom gotówki w obiegu uzależniony jest od popytu globalnego gospodarstw domowych oraz przedsiębiorstw, stąd możliwość oddziaływania przez bank centralny jedynie na wielkość płynnych rezerw banków.

W Polsce, zgodnie z opracowywanymi co rok założeniami polityki pieniężnej, celem finalnym banku centralnego jest walka z inflacją. Celem pośrednim polityki pieniężnej od 1990 r. była kontrola podaży pieniądza, określana w założeniach polityki pieniężnej w postaci zakładanego poziomu przyrostu tego agregatu pieniężnego.

Wyznaczanie celów operacyjnych rozpoczęło się dopiero po 1993 r. Od początku 1996 r. za cel operacyjny polityki pieniężnej przyjęto kontrolę przyrostu pieniądza rezerwowego. W roku 1996, mimo utrzymywania się wielkości przyrostu pieniądza rezerwowego w zakładanych granicach, przyrost podaży pieniądza przekroczył zakładane w założeniach na

---

<sup>125</sup> *Ibidem*, s. 6-9.

1996 r. liczby. W roku tym nie osiągnięto zakładanego poziomu inflacji, która przekroczyła o 1,5 pkt. planowane 17% (liczone w stosunku do grudnia 1995 r.). Przekroczony został planowany przyrost podaży pieniądza o 7,6 mld zł. W stosunku do zakładanego w założeniach polityki pieniężnej na 1996 r. przyrostu w wysokości 23 mld zł stanowiło to aż 33%. Stało się tak mimo wykonania celu operacyjnego NBP, którym w 1996 r. był po raz pierwszy przyrost pieniądza rezerwowego. Przyrost pieniądza rezerwowego w ujęciu bilansowym wyniósł 5.841 mln zł wobec przyjętego w założeniach 7.000 mln zł, tzn. prawie 17% poniżej zakładanego pułapu. Świadczy to o niewłaściwych założeniach, na jakich opierała się polityka pieniężna NBP w 1996 r. Niewłaściwy okazał się wybór celu operacyjnego. Przyjęcie kontroli podaży pieniądza rezerwowego za cel operacyjny polityki pieniężnej jest możliwe tylko w sytuacji, gdy mamy do czynienia ze stabilnym mnożnikiem pieniężnym, tzn. relacją pomiędzy wzrostem podaży pieniądza rezerwowego i wzrostem podaży pieniądza. W Polsce nie zaistniały warunki do stosowania takiego celu operacyjnego polityki pieniężnej.

W roku 1997 po raz pierwszy udało się zrealizować główny cel polityki pieniężnej wytyczony w założeniach odnośnie do ograniczenia tempa wzrostu cen (średnie roczne tempo wzrostu cen na poziomie 14,9% wobec planowanych 15% oraz wzrost cen liczony od końca 1996 r. do końca 1997 r. w wysokości 13,2% wobec zakładanych 13%). Stało się tak mimo niewykonania celów pośredniego i operacyjnego. Przede wszystkim nastąpiło przekroczenie planowanego przyrostu podaży pieniądza o 39,1% - 39,8% mld zł wobec zakładanych 27,4-28,6 mld zł. Pozwoliło to na niewielkie zwiększenie się stopnia monetyzacji gospodarki (wzrost zasobu pieniądza ogółem do PKB z 37,7% w 1996 r. do 39,6% w 1997 r., zaś pieniądza krajowego z 31,2% do 32,7%).

Jednocześnie nastąpiło przekroczenie planowanego przyrostu podaży pieniądza rezerwowego jedynie o 8% - 8,1 mld zł wobec zakładanych 5,2-7,5 mld zł. Rozpiętość wskazuje na fakt, że założenia odnośnie kształtowania się agregatów pieniężnych nie były oparte na wiarygodnych podstawach. Analiza odchyłeń w kształtowaniu się poziomu poszczególnych celów polityki pieniężnej wskazuje na brak jakiegokolwiek zależności pomiędzy kształtowaniem się tych wielkości w stosunku do wielkości planowanych.

W roku 1998 NBP zaprzestał traktowania podaży pieniądza jako pośredniego celu polityki pieniężnej, rozpoczynając jeszcze przed ogłoszeniem „Średniookresowej strategii polityki pieniężnej na lata 1999-2000” stosowanie strategii agregatów bezpośredniego celu inflacyjnego. Pomimo tej zmiany istotne jest kontrolowanie agregatów podaży pieniądza rezerwowego oraz podaży pieniądza ogółem i ich wzajemnej relacji. Jest to jednak

uwarunkowane głębokimi zmianami w sferze polityki NBP oraz skuteczności kanałów transmisji impulsów polityki pieniężnej. Jeżeli chodzi o podaż pieniądza rezerwowego, to główną przyczyną braku kontroli ze strony NBP nad jego kształtowaniem się jest obowiązujące prawo dewizowe i polityka kursu walutowego. Zmiany poziomu rezerw walutowych były główną przyczyną dużych odchyłeń poziomu podaży pieniądza rezerwowego od zakładanego poziomu. Możliwość kontrolowania tego agregatu przez NBP za pomocą dostępnych instrumentów musi się wiązać ze zmianą zasad kształtowania się kursu walutowego. Jeszcze trudniejsza jest sprawa możliwości kontroli wielkości podaży pieniądza. Wynika to z bardzo małej skuteczności oddziaływania istniejących kanałów transmisji impulsów polityki pieniężnej. NBP ma bardzo ograniczoną możliwość wpływu na wielkość akcji kredytowej banków komercyjnych. Uzyskanie kontroli nad tym parametrem przez bank centralny wymaga trwałego ograniczenia całego sektora bankowego. Prowadzenie polityki pieniężnej w analizowanym okresie wiązało się więc z kłopotami NBP z koordynacją realizacji celów: finalnego, pośredniego i operacyjnego. Wynikało to z niemożności ustalenia wzajemnych zależności między kształtowaniem się poszczególnych agregatów i podważało wiarygodność NBP jako twórcy i wykonawcy założeń polityki pieniężnej. Procesy gospodarcze w Polsce - będącej krajem w trakcie transformacji, przechodzącym wiele zmian strukturalnych, zmian natury organizacyjnej, prawnej, w tym także monetarnych - skutkowały szybkimi zmianami w stopniu monetyzacji gospodarki, a zatem kształtowaniem się wielkości agregatów pieniężnych oraz zależności między nimi występujących. Było to zasadniczą przyczyną porażki NBP w realizacji celów pośrednich i operacyjnych<sup>126</sup>.

Przyrost pieniądza i inflację wspomagały deficyty budżetowe. Do 1994 r. budżet był głównym czynnikiem kreacji pieniądza. Potrzeby budżetu i pogorszenie jakości portfeli kredytowych banków, wskutek ujawnienia „złych długów”, ograniczały przyrost kredytów dla gospodarki. Mimo deficytów budżetowych dług publiczny obniżył się w relacji do PKB z 87% w 1992 r. do 47% w 1997 r., co było następstwem częściowego umorzenia zobowiązań przez wierzycieli zagranicznych. Uregulowanie spłat zadłużenia wobec głównych wierzycieli umożliwiło napływ kapitału zagranicznego. Kapitał finansował deficyty na rachunku bieżącym bilansu płatniczego, które rosły wskutek znacznie szybszego wzrostu importu niż eksportu. Umożliwił też przyrost rezerw walutowych banku centralnego do 21 mld dolarów w 1997 r. Przyrost rezerw pomnożył aktywa zagraniczne, które od 1994 r. kreowały znaczną część przyrostu pieniądza. W bankach rosła nadpłynność. Jej absorpcja stała się wielkim

---

<sup>126</sup> M. Iwanicz-Drozdowska, W. L. Jaworski, Z. Zawadzka, *Bankowość...op. cit.*, s. 91-93.

wyzwaniem dla NBP. Banki, po opanowaniu problemu „złych długów”, rozpoczęły bowiem ekspansję kredytową. W szczególności doszło do eksplozji kredytów konsumpcyjnych w latach 1996-1997. Od początku 1995 r. starego złotego, w relacji 10 000: 1, zastąpił nowy złoty. Denominacja, określona jako „skreślenie czterech zer”, uprościła posługiwanie się pieniądzem. W polityce pieniężnej nadal ważną rolę odgrywały rezerwy obowiązkowe, od 1994 r. także od depozytów walutowych. W 1997 r. stopy rezerw wynosiły 20% od wkładów złotych na żądanie, 11% od terminowych lokat złotych i 5% od depozytów walutowych. Rosło też znaczenie stopy procentowej kosztem kursu walutowego. Stopy obniżano lub podwyższano w powiązaniu nie z przewidywaną, ale faktyczną inflacją. Główną stopą stało się oprocentowanie kredytu lombardowego. W 1997 r. wynosiło 27%<sup>127</sup>.

Cele polityki pieniężnej poczynszy od 1999 r. zostały nakreślone w „Średniookresowej strategii polityki pieniężnej na lata 1999-2003”. Były to jednak ramowe założenia, które należało wypełnić planami na poszczególne lata. Odpowiedzialna za kształtowanie polityki pieniężnej Rada Polityki Pieniężnej przedstawiła w powyższym dokumencie swe zamierzenia w dłuższym horyzoncie czasowym. Podstawowym celem polityki pieniężnej było obniżanie inflacji. Zakładany w tym względzie plan to obniżenie wskaźnika wzrostu cen towarów i usług konsumpcyjnych (CPI) poniżej poziomu 4% do 2003 r. Od roku 1999 w polskiej polityce pieniężnej stosowana jest zatem strategia bezpośredniego celu inflacyjnego, a więc RPP odeszła od definiowania celów pośrednich<sup>128</sup>. W lutym 2003 r. ogłoszono strategię polityki pieniężnej po 2003 roku”, w której określono, że celem polityki pieniężnej jest ustabilizowanie inflacji na poziomie 2,5%, a dopuszczalnym przedziałem wahań +/- 1 punkt procentowy<sup>129</sup>.

### 3.3. Średniookresowa strategia polityki pieniężnej na lata 1999-2003

Konstytucja Rzeczypospolitej Polskiej z 2 kwietnia 1997 r. określiła pozycję NBP w systemie instytucji publicznych. Bankowi centralnemu przypisano wyłączne prawo emisji pieniądza i prowadzenia polityki pieniężnej. Politykę tę związane z nowym organem NBP - Radą Polityki Pieniężnej, składającą się z prezesa NBP i osób powołanych przez Prezydenta RP, Sejm i Senat. Konstytucja wprowadziła zakaz finansowania przez NBP deficytu

---

<sup>127</sup> G. Wójtowicz, *Bankowość centralna od A do Z...* op. cit., s. 12.

<sup>128</sup> M. Iwanicz-Drozdowska, W. L. Jaworski, Z. Zawadzka, *Bankowość...* op. cit., s. 93-94.

<sup>129</sup> Rada Polityki Pieniężnej, *Strategia Polityki Pieniężnej po 2003 r.*, NBP, Warszawa 2003, s. 12

budżetowego. Od początku 1998 r. zaczęły obowiązywać nowe Prawo bankowe i ustawa o NBP z 29 sierpnia 1997 r. Cel działalności NBP zdefiniowano jako utrzymanie stabilnego poziomu cen przy wspieraniu polityki gospodarczej rządu, o ile nie ogranicza to podstawowego celu<sup>130</sup>. Ustalono zakres pracy Rady Polityki Pieniężnej. Sprawowanie nadzoru nad działalnością banków powierzono Komisji Nadzoru Bankowego pod przewodnictwem prezesa NBP, a jego realizację Generalnemu Inspektoratowi Nadzoru Bankowego, który został wydzielony organizacyjnie w strukturze NBP. Ograniczono formy prawne banków do banków państwowych, spółek akcyjnych i banków spółdzielczych.

Lata 1998-2003 obfitowały w wiele wydarzeń. Początkowo gospodarka, coraz bardziej otwarta, odczuła skutki kryzysu rosyjskiego i osłabienia popytu wewnętrznego. Wzrost gospodarczy był w dalszym ciągu wysoki, ale jego roczne tempo nie przekraczało 5%. Wystąpiły natomiast zaburzenia równowagi gospodarczej. Rósł deficyt sektora finansów publicznych. Jego finansowanie wspomagały szybko zwiększające się wpływy z prywatyzacji, co zahamowało zmiany poziomu długu publicznego. W opisanych warunkach siła nabywcza pieniądza zmieniała się w różnym tempie. W październiku 1998 r. dwunastomiesięczny wskaźnik cen towarów i usług konsumpcyjnych po raz pierwszy od początku transformacji obniżył się do poziomu jednocyfrowego i wyniósł 9,9%. W lutym 1999 r. wynosił tylko 5,6%, co wiązało się z ograniczeniem eksportu żywności na rynki wschodnie. Jednak kolejny wzrost cen paliw i żywności ponownie wywindował inflację do 11,6% w lipcu 2000 r.

Rada Polityki Pieniężnej sformułowała „Średniookresową strategię polityki pieniężnej na lata 1999-2003”. Faktycznie już w 1998 r. za najlepszy sposób postępowania w procesie obniżania inflacji uznano strategię bezpośredniego celu inflacyjnego. Oznaczało to skoncentrowanie uwagi na celu średniookresowym w postaci obniżenia inflacji poniżej 4% do końca 2003 r. Za główny instrument polityki pieniężnej uznano stopę referencyjną NBP, wyznaczającą oprocentowanie krótkookresowych operacji otwartego rynku. Przyjęto, że system rezerw obowiązkowych stopniowo zbliży się do rozwiązań zachodnioeuropejskich. Cykl decyzji prowadził do upłynnienia kursu. Rząd, w porozumieniu z Radą Polityki Pieniężnej, zdecydował o wprowadzeniu płynnego kursu walutowego z dniem 12 kwietnia 2000 r.

---

<sup>130</sup> Ustawa z dnia 29 sierpnia 1997 r. - Prawo bankowe, (Dz. U. nr 140 poz. 939).

Kurs walutowy przestał być instrumentem polityki pieniężnej. W warunkach liberalizacji przepływów kapitałowych nie ma bowiem możliwości jednoczesnego kontrolowania poziomu kursu i wpływania na poziom stopy procentowej umożliwiające osiągnięcie celu inflacyjnego.

Zdecydowanie zmieniła się też polityka rezerw obowiązkowych. Wprowadzono jednolitą stopę w wysokości 5% dla wszystkich rodzajów depozytów. W celu absorpcji uwolnionej płynności banków nabyły one długookresowe obligacje NBP. Od początku 1998 r. NBP skoncentrował się na emisji 28-dniowych bonów pieniężnych nabywanych przez banki w operacjach otwartego rynku. Minimalna rentowność tych bonów, określona przez stopę referencyjną, zaczęła efektywnie wpływać na jednomiesięczne stopy rynku pieniężnego i pośrednio na stopy depozytowe i kredytowe w bankach. Kierując się celem inflacyjnym, stopę referencyjną zmieniano w następujący sposób:

- na początku 1998 r. stopę ustalono w wysokości 24%,
- postępy w obniżaniu inflacji umożliwiły spadek stopy do 13% na początku 1999 r.,
- pogarszanie się perspektyw inflacji wpłynęło na wzrost stopy do 19% w sierpniu 2000 r.

Kolejne lata, już w nowym stuleciu, zmieniły usytuowanie Polski w Europie. Po wieloletnich negocjacjach, zakończonych w grudniu 2002 r., rozpoczął się końcowy etap przygotowań do członkostwa w Unii Europejskiej. Pomyślne wyniki referendum w tej sprawie, przeprowadzonego w czerwcu 2003 r., oznaczały wyraźną akceptację społeczną dla integracji z gospodarką unijną. Dość istotnie zmieniła się sytuacja pieniężna. Osłabienie wzrostu gospodarczego i przyrostu dochodów, spadek oprocentowania w bankach oraz wprowadzenie opodatkowania procentów od depozytów bankowych wpłynęły na rozmiary i strukturę pieniądza. Zwiększyło się zainteresowanie pieniądzem gotówkowym. Zmniejszyła się atrakcyjność depozytów bankowych, a wzrosła - aktywów finansowych poza bankami, zwłaszcza funduszy inwestycyjnych. Niski popyt globalny, względnie korzystne ceny paliw i żywności oraz aprecjacja złotego, po której nastąpiła deprecjacja, najpierw obniżyły inflację, mierzoną wskaźnikiem dwunastomiesięcznym, z 8,5% w końcu 2000 r. do 0,8% w końcu 2002 r., po czym nastąpił jej umiarkowany wzrost do 1,7% w końcu 2003 r. Oznaczało to realizację średniookresowego celu inflacyjnego. Możliwe więc było stopniowe łagodzenie polityki pieniężnej. Stopa referencyjna NBP po wielu obniżkach spadła z 19% do 5,25%. Bank centralny, dostosowując swe funkcjonowanie do reguł europejskich, zastosował kilka



nowych rozwiązań. W celu złagodzenia wahań stóp procentowych na rynku międzybankowym wprowadził jednodniowe operacje kredytowo-depozytowe z bankami opisane w poprzednim rozdziale. W 2003 r. Rada Polityki Pieniężnej, kończąca swą kadencję, sformułowała „Strategię polityki pieniężnej po 2003 roku”, jako zestaw propozycji przyszłego kształtu tej polityki.

### *3.4. Polityka pieniężna po przystąpieniu Polski do Unii Europejskiej*

Na początku 2004 r. dobiegła końca pierwsza kadencja Rady Polityki Pieniężnej. Rozpoczęła działalność Rada w nowym składzie, utrzymując podstawowe elementy „Strategii polityki pieniężnej po 2003 roku”<sup>131</sup>. W szczególności przyjęto ciągły cel inflacyjny na poziomie 2,5% z symetrycznym przedziałem dopuszczalnych wahań o szerokości  $\pm 1$  punkt procentowy. Cel ten odniesiono do comiesięcznej inflacji (mierzonej do tego samego miesiąca poprzedniego roku). Uznano, że polityka pieniężna powinna być ukierunkowana na utrzymanie inflacji jak najbliżej celu 2,5%, co pozwoli na lepsze zakotwiczenie oczekiwań inflacyjnych<sup>132</sup>.

Wejście Polski do Unii Europejskiej z dniem 1 maja 2004 r. wzmocniło ożywienie gospodarcze. Tempo wzrostu PKB wyniosło 5,3% w 2004 r. i 3,4% w roku następnym. Początkowo towarzyszył temu wzrost inflacji. Dwunastomiesięczny wskaźnik wzrostu cen towarów i usług konsumpcyjnych, który w końcu 2003 r. wynosił 1,7%, podniósł się do 4,4-4,6% i na tym poziomie utrzymywał się w drugim półroczu 2004 r. Zmiany cen skoncentrowały się w trzech grupach towarów (cukier, mięso, oleje i pozostałe tłuszcze), co wywołało wrażenie skokowego wzrostu inflacji. Z analiz wynikało, że struktura czynników podnoszących poziom cen w 2004 r. była dość skomplikowana. Wpływ na inflację wywarły głównie nowe regulacje związane z członkostwem w Unii Europejskiej i popyt na polskie produkty, a zwłaszcza żywność, który ujawnił się w okresie poprzedzającym członkostwo i w pierwszych miesiącach członkostwa w Unii Europejskiej. Nałożyły się na to rosnący popyt krajowy oraz wstrząsy podażowe, wyrażające się wzrostem cen żywności i paliw. W 2005 r. sytuacja uległa odwróceniu. Początkowo inflacja utrzymywała się na podwyższonym poziomie, a następnie spadała do 0,7% w końcu 2005 r. Było to wynikiem

---

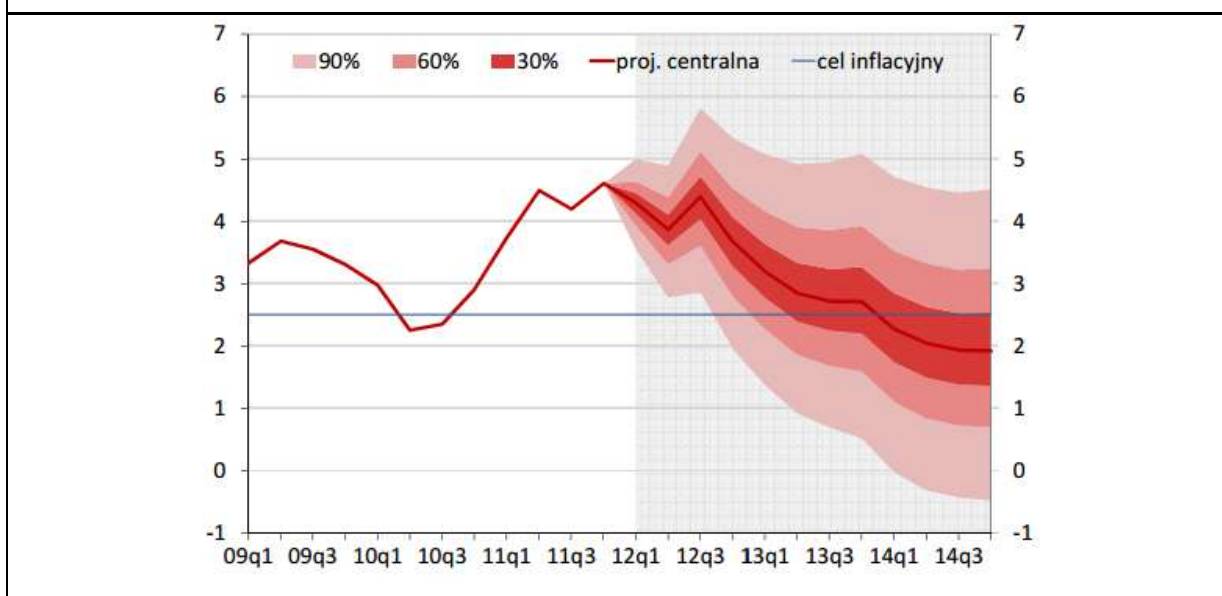
<sup>131</sup> G. Wójtowicz, *Bankowość centralna od A do Z... op. cit.*, s. 15-19.

<sup>132</sup> Rada Polityki Pieniężnej, *Strategia Polityki Pieniężnej po 2003 r.*, NBP, Warszawa 2003, s. 13.

spadku cen żywności i wzmocnienia kursu złotego oraz słabszej dynamiki cen paliw. Ustąpił więc przejściowy efekt unijny. Przyspieszenie inflacji wywołało reakcję polityki pieniężnej.

W 2004 r. stopa referencyjna została podwyższona z 5,25% do 6,5%. Z kolei osłabienie inflacji sprzyjało obniżkom stopy procentowej w 2005 r. Stopa referencyjna spadła do 4,5%. Od 2004 r. jedną z przesłanek, na podstawie których Rada Polityki Pieniężnej podejmuje decyzje w sprawie stóp procentowych, stała się projekcja inflacji opracowywana przez Narodowy Bank Polski. Projekcja powstaje w rezultacie przyjęcia wielu założeń co do uwarunkowań zewnętrznych i krajowych. NBP wykorzystuje do jej przygotowania własne modele ekonometryczne polskiej gospodarki. Jest ona obciążona niepewnością wynikającą z wielu źródeł, często związaną z odmiennym kształtowaniem się zjawisk w porównaniu z przeszłością opisaną w modelach. W projekcji zakłada się niezmienność stopy procentowej banku centralnego. Projekcja inflacji nie jest więc prognozą najbardziej prawdopodobnej inflacji<sup>133</sup>. Przykładową projekcję inflacji (w rozbiciu na kwartały od 2009 do 2014 r.) ustaloną przez NBP przedstawia poniższy rysunek. Widać na nim wyraźnie zaznaczoną projekcję centralną oraz zaznaczone procentowe szanse realizacji tej projekcji. Niebieską linią zaznaczony jest cel inflacyjny (2,5%).

Rysunek 7. Projekcja inflacji CPI (r/r, %)



Źródło: Rada Polityki Pieniężnej, *Raport o inflacji marzec 2012r.*, NBP, Warszawa 2012r., s. 72

<sup>133</sup> G. Wójtowicz, *Bankowość centralna od A do Z... op. cit.*, s. 20-21.

Istotny wpływ na działalność NBP ma członkostwo Polski w Unii Europejskiej. Rada wielokrotnie podkreślała, że najbardziej korzystna dla Polski byłaby realizacja strategii gospodarczej nastawionej na stworzenie warunków zapewniających wprowadzenie euro w najbliższym możliwym terminie, co przyczyniłoby się do przyspieszenia długofalowego wzrostu gospodarczego<sup>134</sup>. Większość przygotowań w NBP zakończono w 2003 r. W ramach dostosowania polskiego ustawodawstwa dotyczącego systemu bankowego do regulacji wspólnotowych w kwietniu 2004 r. uchwalono obszerną nowelizację ustawy Prawo bankowe oraz ustawę o niektórych zabezpieczeniach finansowych. Nowe przepisy dostosowały funkcjonowanie polskiego systemu bankowego do rozwiązań przyjętych w UE. Od 1 maja 2004 r. NBP jest członkiem Europejskiego Systemu Banków Centralnych jako bank centralny państwa z derogacją, a zadania NBP są regulowane nie tylko przez polskie przepisy, lecz również europejskie. Należą do nich przede wszystkim Traktat ustanawiający Wspólnotę Europejską oraz protokół w sprawie Europejskiego Systemu Banków Centralnych i Europejskiego Banku Centralnego.

Narodowy Bank Polski rozpoczął realizację nowych zadań, przede wszystkim w zakresie działalności sprawozdawczej. Korzystając z uzyskanego uprawnienia, przystąpił do porozumień regulujących współpracę w ramach ESBC w dziedzinie polityki kursowej, nadzoru nad systemami płatniczymi i zarządzania kryzysowego. Przedstawiciele NBP uczestniczyli w pracach komitetów i grup roboczych EBC i ESBC<sup>135</sup>. Przystąpienie Polski do Unii Europejskiej oznaczało przyjęcie zasady jednej licencji („paszportu bankowego”), zgodnie z którą posiadanie licencji bankowej w jakimkolwiek kraju członkowskim umożliwia działalność w innych krajach Unii (po notyfikacji) - transgranicznie lub przez oddział. W końcu 2005 r. było 61 banków komercyjnych, z czego 1 bank państwowy (Bank Gospodarstwa Krajowego), 53 spółki akcyjne i 7 oddziałów instytucji kredytowych. Wszystkie banki miały już kapitały przekraczające minimum (5 mln euro) i współczynniki wypłacalności wyższe od wymaganych<sup>136</sup>.

Polityka pieniężna w 2006 r. była prowadzona w warunkach stopniowego wzrostu inflacji, zarówno mierzonej wskaźnikiem cen towarów i usług konsumpcyjnych (CPI), jak

---

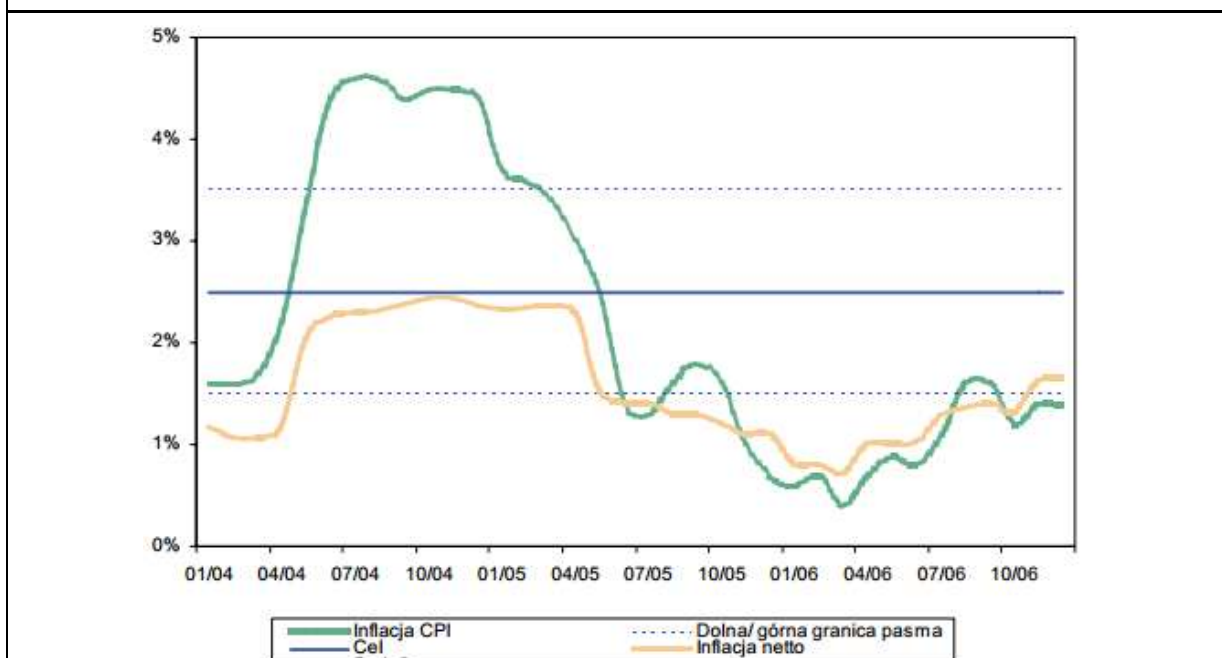
<sup>134</sup> Rada Polityki Pieniężnej, *Sprawozdanie z działalności NBP w 2005 roku*, NBP Warszawa 2006, s. 27.

<sup>135</sup> Rada Polityki Pieniężnej, *Sprawozdanie z działalności NBP w 2004 roku*, NBP Warszawa 2005, s. 13 i 14.

<sup>136</sup> G. Wójtowicz, *Bankowość centralna od A do Z... op. cit.*, s. 22.

i inflacji netto<sup>137</sup>. Inflacja rosła jednak z bardzo niskiego poziomu i utrzymywała się przez cały rok poniżej celu wyznaczonego przez RPP (2,5%) (zob. rys. 8). Ponadto, przez większą część roku (z wyjątkiem sierpnia i września) inflacja kształtowała się poniżej dolnej granicy przedziału odchyłeń od celu (1,5%). Roczny wskaźnik CPI wzrósł z 0,6% w styczniu do 1,4% w grudniu 2007 r. Wzrost wskaźnika CPI w ujęciu średniorocznym wyniósł 1,0%. Do ukształtowania się inflacji na niskim poziomie przyczyniła się polityka stóp procentowych NBP w 2004 r., której celem miało być powstrzymanie wpływu wstrząsu cenowego związanego z przystąpieniem Polski do UE na przyszłą inflację, a także decyzje w polityce pieniężnej w 2005 r.

Rysunek 8. Inflacja i cel inflacyjny w latach 2004-2006



Źródło: Rada Polityki Pieniężnej, *Sprawozdanie z wykonania założeń polityki pieniężnej w 2006 roku*, NBP Warszawa 2007, s.9.

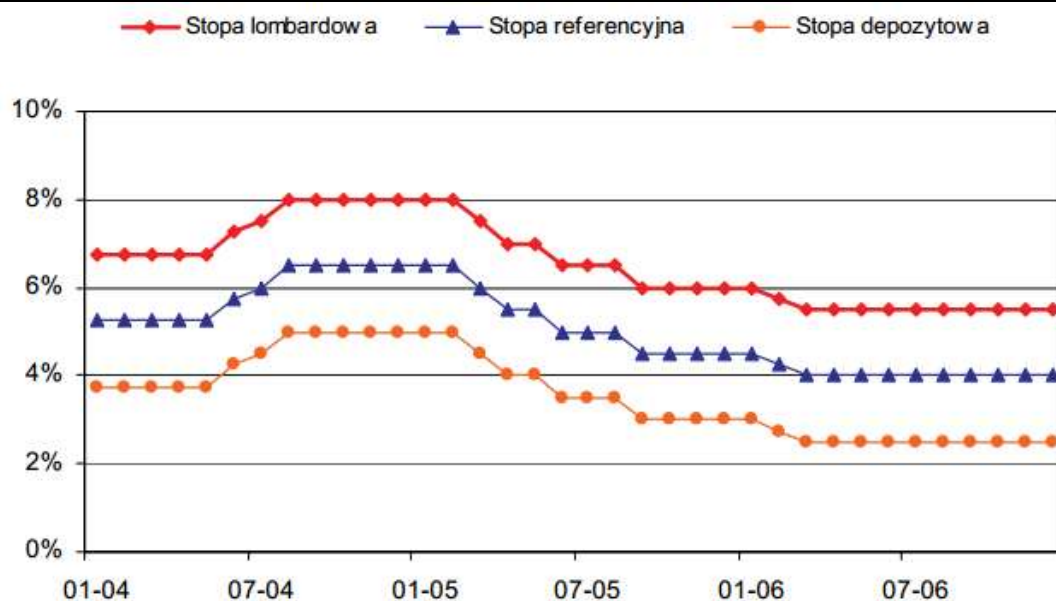
Ponadto, w kierunku ograniczenia tempa wzrostu cen w 2006 r. oddziaływał nieoczekiwanie słaby wzrost popytu krajowego i PKB w 2005 r. Dodatkowym czynnikiem łagodzącym presję płacową i inflacyjną była wysoka, choć obniżająca się stopa bezrobocia. Na te procesy nałożyło się oddziaływanie takich procesów globalizacyjnych jak rosnąca otwartość gospodarki i związana z nią wzrastająca konkurencja cenowa i płacowa, wzrost importu towarów pochodzących z krajów o niskich kosztach wytwarzania oraz zmniejszenie wpływu wysokich cen ropy na inflację, które ograniczają tempo wzrostu cen

<sup>137</sup> Inflacja netto to inflacja CPI po wyłączeniu cen żywności oraz cen paliw.

konsumpcyjnych. Jednocześnie, utrzymywała się bardzo wysoka dynamika eksportu, związana z przystąpieniem Polski do Unii Europejskiej i z wysokim wzrostem gospodarek naszych głównych partnerów handlowych.

W 2006 r. Rada Polityki Pieniężnej dwukrotnie, w styczniu i w lutym, obniżyła stopy procentowe (zob. rys. 9). Styczniowa projekcja inflacji, wskazywała, że w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej nastąpi stopniowy wzrost inflacji, która w końcu 2007 r. powróci w okolice celu inflacyjnego (2,5%) i w 2008 r. utrzyma się na poziomie zbliżonym do celu. Jednak prognozowana inflacja rosła wolniej niż w poprzedniej projekcji, opublikowanej w sierpniu 2005 r. Dokonana w styczniu 2006 r. przez RPP ocena bilansu czynników kształtujących przyszłą inflację wskazywała, że prawdopodobieństwo ukształtowania się inflacji poniżej celu w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej jest wyraźnie wyższe niż prawdopodobieństwo, że tempo wzrostu cen będzie wyższe niż 2,5%. W związku z tym, na styczniowym posiedzeniu Rada podjęła decyzję o obniżeniu podstawowych stóp procentowych NBP o 0,25 pkt. proc.

Rysunek 9. Stopy procentowe NBP w latach 2004-2006.



Źródło: Rada Polityki Pieniężnej, *Sprawozdanie z wykonania założeń polityki pieniężnej w 2006 roku*, NBP Warszawa 2007, s.15.

Napływ nowych danych, dotyczących niższego, niż oczekiwano, poziomu inflacji w styczniu, wskazujących na wzrost prawdopodobieństwa ukształtowania się inflacji poniżej wyniku styczniowej projekcji skłonił RPP do obniżenia stóp procentowych w lutym o kolejne

25 punktów bazowych. W efekcie stopa referencyjna ukształtowała się na poziomie 4%. Napływające w kolejnych miesiącach dane potwierdzały, że ożywienie polskiej gospodarki ma charakter trwały. Wzrost gospodarczy w II kwartale okazał się znacząco wyższy niż przewidywano w lipcowej projekcji, a dane miesięczne, dotyczące między innymi sprzedaży detalicznej i produkcji przemysłowej pozwalały oczekiwać, że także w III kwartale wzrost gospodarczy mógł być niedoszacowany. Systematycznie, choć powoli, rósł wskaźnik bieżącej inflacji, zarówno CPI, jak i inflacji netto.

W sierpniu wskaźnik CPI wzrósł ponad dolną granicę przedziału wahań wokół celu inflacyjnego, jednak wzrost ten wynikał przede wszystkim ze wzrostu cen żywności, który był efektem suszy. Dane, napływające do końca roku nie zmieniły znacząco obrazu sytuacji. W szczególności dane dotyczące produkcji budowlano-montażowej, wzrostu nakładów inwestycyjnych dużych i średnich przedsiębiorstw a także liczby pracujących w gospodarce w III kw. potwierdzały trwałość ożywienia gospodarczego i stopniowy wzrost presji inflacyjnej.

Z uwagi na opóźnienia w procesie transmisji impulsów polityki pieniężnej do gospodarki, przy podejmowaniu decyzji o poziomie stóp procentowych uwzględniano przede wszystkim przewidywany rozwój wydarzeń w przyszłości. Wynika stąd istotna rola prognoz, w tym, w szczególności projekcji inflacji. Model prognostyczny jest jednak, z natury rzeczy narzędziem niedoskonałym i dlatego wyniki projekcji uzyskane na jego podstawie stanowiły ważną, ale nie jedyną przesłankę podejmowania decyzji.

W trakcie posiedzeń Rada wielokrotnie dyskutowała o roli czynników, które mogły nie zostać w dostateczny sposób ujęte w modelu prognostycznym. Przedmiotem dyskusji były między innymi perspektywy trwałości ożywienia na rynku pracy i związana z tym presja na wzrost wynagrodzeń w Polsce, wpływ procesów globalizacyjnych i kształtowania się światowych cen surowców na perspektywy wzrostu gospodarczego i inflacji w Polsce, perspektywy poprawy stanu finansów publicznych oraz krótko- i średniookresowy wpływ przystąpienia Polski do UE na kurs złotego i inflację.

Na posiedzeniach omawiano także: przyszły wpływ importu z krajów o niskich kosztach wytwarzania na inflację w Polsce, znaczenie utrzymywania się niskiej inflacji netto dla przyszłej inflacji CPI, doświadczenia innych krajów, w których inflacja kształtowała się przez pewien czas poniżej celu inflacyjnego oraz perspektywy kształtowania się kursu złotego.

Rada rozważała także, jaki wpływ na perspektywy inflacji w Polsce mogą mieć: wzrost znaczenia czynników globalnych wobec czynników krajowych, ewentualne silniejsze niż oczekiwane osłabienie wzrostu gospodarczego na świecie, dynamika agregatów monetarnych i sytuacja finansowa przedsiębiorstw.

W 2006 r. NBP realizował politykę pieniężną, oddziałując na poziom inflacji za pomocą stopy procentowej. RPP określała wysokość oficjalnych stóp procentowych NBP, które wyznaczały rentowności instrumentów polityki pieniężnej oraz ustaliła zasady przeprowadzania operacji otwartego rynku. W celu kształtowania krótkoterminowych stóp procentowych, NBP wykorzystywał następujące instrumenty: operacje otwartego rynku, operacje depozytowo-kredytowe oraz rezerwę obowiązkową. Wpływając na poziom krótkoterminowych stóp procentowych rynku pieniężnego, RPP dążyła do osiągnięcia takiego poziomu stóp procentowych w gospodarce, aby był on spójny z założonym celem inflacyjnym. Nadpłynność sektora bankowego rosła w 2006 r., podobnie jak w roku poprzednim.

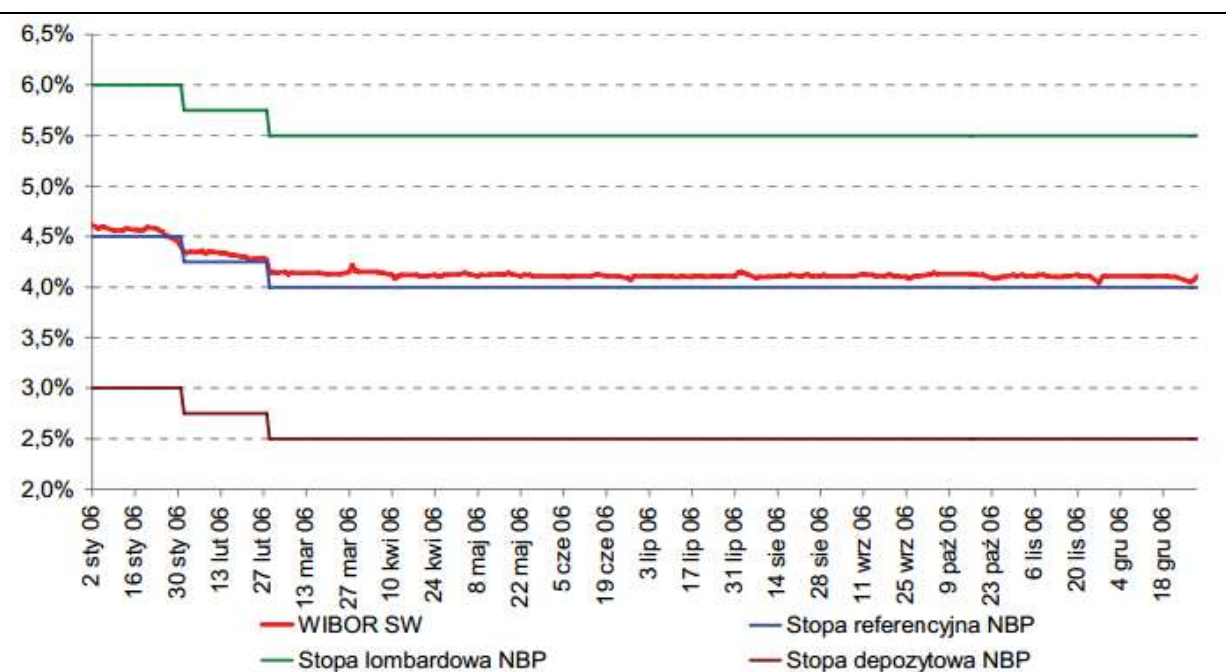
W okresie od 1 stycznia do 31 grudnia 2006 r. saldo skupu i sprzedaży walut obcych przez NBP, wynikające głównie z napływu do Polski środków z funduszy UE, wyniosło 5.589 mln zł po stronie skupu walut. Innymi czynnikami działającymi w kierunku wzrostu płynności były m.in. środki wypłacane przez NBP z tytułu: wpłaty z zysku NBP do budżetu państwa, dyskonta bonów pieniężnych NBP oraz odsetek od rezerwy obowiązkowej i obligacji NBP. Główną stopą NBP była stopa referencyjna. Stopa ta oddziaływała na poziom stawki rynkowej o terminie porównywalnym z zapadalnością podstawowych operacji otwartego rynku (WIBOR SW). Stopy depozytowa i lombardowa NBP wyznaczały pasmo wahań stóp procentowych na rynku międzybankowym.

W 2006 r. Rada Polityki Pieniężnej dwukrotnie obniżała stopy podstawowe NBP. Stopa referencyjna została obniżona łącznie z 4,50% do 4,00%, stopa lombardowa z 6,00% do 5,50%, a depozytowa z 3,00% do 2,50%. Szerokość korytarza wahań krótkoterminowych stawek rynkowych pozostała niezmienną i wynosiła +/-1,5 punktu procentowego. W ślad za obniżkami stopy referencyjnej spadały krótkoterminowe stopy procentowe na rynku międzybankowym.

Stawka WIBOR SW oscylowała wokół stopy referencyjnej NBP i utrzymywała się w korytarzu wahań wyznaczonym przez stopy lombardową i depozytową NBP (zob. rys 10). Na ogół stawka ta kształtowała się powyżej stopy referencyjnej NBP, a jej średnie odchylenie

od stopy referencyjnej wyniosło w 2006 r. 11 punktów bazowych i było wyższe o 2 punkty bazowe w porównaniu do roku poprzedniego. Średnie odchylenie stawki POLONIA8 od stopy referencyjnej NBP w 2006 r. wyniosło 13 punktów bazowych, natomiast stawki WIBOR O/N -14 punktów bazowych wobec odpowiednio 26 i 22 punktów bazowych w 2005 r. W 2006 r. operacje otwartego rynku były podstawowym instrumentem umożliwiającym utrzymywanie krótkoterminowych stóp procentowych na poziomie spójnym z realizacją ustalonego przez RPP celu inflacyjnego.

Rysunek 10. Stopy podstawowe NBP oraz stawka rynku międzybankowego WIBOR SW w 2006 r.

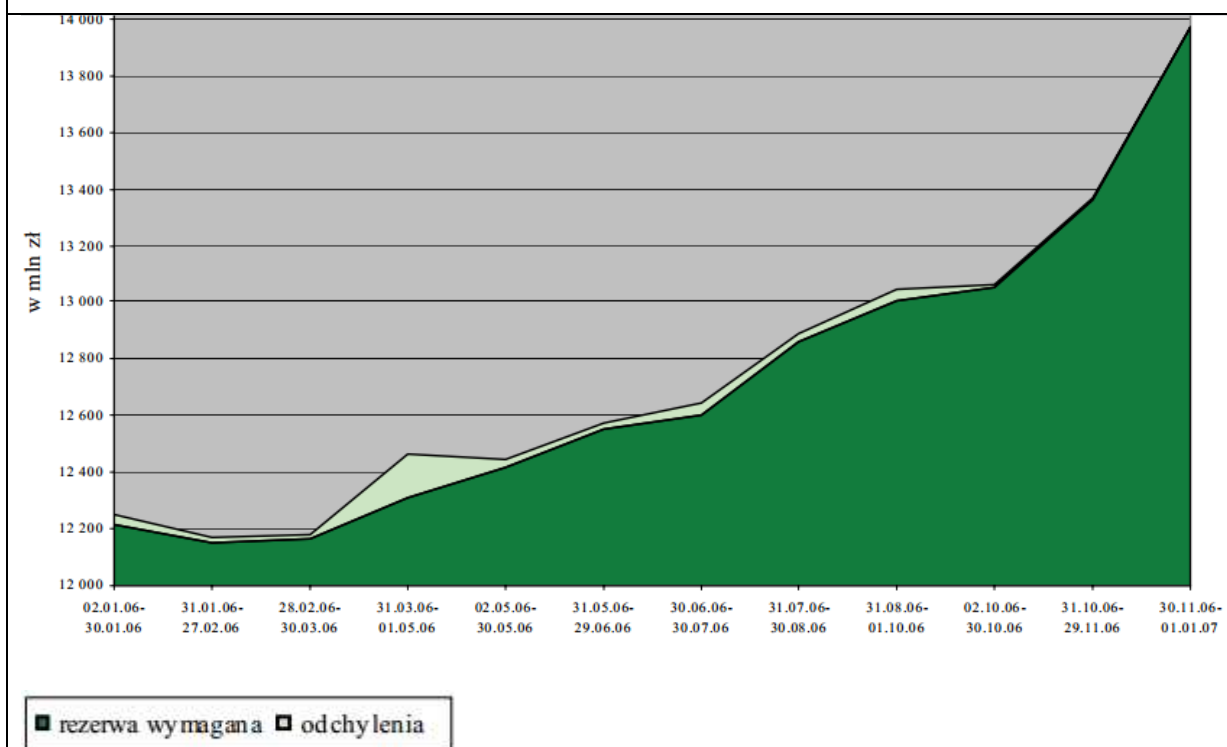


Źródło: Rada Polityki Pieniężnej, *Sprawozdanie z wykonania założeń polityki pieniężnej w 2006 roku*, NBP Warszawa 2007, s.19.

Operacje podstawowe były przeprowadzane w formie emisji bonów pieniężnych NBP z 7-dniowym terminem zapadalności. Stosowano je w sposób regularny raz w tygodniu – w każdy piątek. Stopy rezerwy nie zostały zmienione w 2006 r. i wynosiły 3,5% od wszystkich zobowiązań. Poziom rezerwy obowiązkowej na dzień 31 grudnia 2006 r. wyniósł 13 970 mln zł i w porównaniu do stanu na 31 grudnia 2005 r. wzrósł o 1 905 mln zł (15,8%) co prezentuje poniższy rysunek.



Rysunek 11. Zmiany w poziomie rezerwy obowiązkowej i odchylenia od rezerwy wymaganej w 2006r.



Źródło: Źródło: Rada Polityki Pieniężnej, *Sprawozdanie z wykonania założeń polityki pieniężnej w 2006 roku*, NBP Warszawa 2007, s.22.

Operacje depozytowo-kredytowe obejmowały dwa instrumenty oferowane przez bank centralny - depozyt na koniec dnia oraz. kredyt lombardowy. Stopa depozytowa stanowiła dolne ograniczenie wahań stawki *overnight* na rynku międzybankowym. Stopa lombardowa wyznaczała maksymalną cenę pozyskania pieniądza w NBP i określała jednocześnie jej górną granicę. W 2006 r. banki złożyły lokaty terminowe w NBP na termin *overnight* w łącznej kwocie 54,7 mld zł. Były one niższe o 3,9% w stosunku do depozytów złożonych w roku poprzednim, których suma wyniosła 56,9 mld zł. Średni dzienny poziom depozytu na koniec dnia wyniósł 149,9 mln zł wobec 155,9 mln zł w 2005 r.

W 2006 r. wskaźnik wzrostu cen towarów i usług konsumpcyjnych w ujęciu rocznym pozostawał na niskim poziomie. O niskiej inflacji w całym 2006 r. świadczy średnioroczny wskaźnik inflacji, który wyniósł 1,0%. Całkowity przyrost zadłużenia gospodarstw domowych w monetarnych instytucjach finansowych wyniósł w 2006 r. 47,2 mld zł (33,4%) wobec 26,3 mld zł (22,8%) rok wcześniej. Na koniec grudnia 2006 r. wartość zadłużenia osiągnęła poziom 188,5 mld zł.

Gospodarstwa domowe korzystały ze środków kredytowych przede wszystkim do finansowania wydatków mieszkaniowych. Wartość zadłużenia z tego tytułu w bankach zwiększyła się o 27,3 mld zł, a tempo przyrostu wzrosło w okresie ub. roku o 13,3 p.p. do 54,1%. Szybki rozwój akcji kredytowej banków dla gospodarstw domowych i sektora przedsiębiorstw znalazł swoje odzwierciedlenie w kształtowaniu się agregatów monetarnych w 2006 r. Wartość agregatu M3 wzrosła w tym czasie o 64,5 mld zł (15,6%) do 477 mld zł - wielkość przyrostu była o 25,5 mld zł wyższa niż w 2005 r. Po fazie stabilizacji tempa zmian szerokiego pieniądza na poziomie nieznacznie przekraczającym 10% r/r, w drugim półroczu 2006 r. obserwowany był wyraźny wzrost tego wskaźnika. W całym okresie jego wartość wzrosła o 5,2 p.p. do 15,6 % r/r. Najszybciej rosły najbardziej płynne komponenty pieniądza, wchodzące w skład agregatu M1 (pieniądz gotówkowy w obiegu i depozyty bieżące). Ich roczne tempo przyrostu zwiększyło w porównaniu z końcem 2005 r. o 7 p.p. do 25,3%. Wzrosło także tempo zmian mniej płynnych składników szerokiego pieniądza (M3 - M1) – o 2,4 p.p. do 5,8% r/r<sup>138</sup>.

W latach 2001–2006 instrumentarium polityki pieniężnej upodobniło się do tego, z którego korzystają banki centralne w krajach rozwiniętych. Zostało również dostosowane do wymogów Europejskiego Banku Centralnego, mimo że pełna zgodność wymagana jest dopiero w momencie przyjęcia euro. Do najważniejszych zmian w okresie od 2001 do 2006 r. należy zaliczyć<sup>139</sup>:

- wprowadzenie depozytu na koniec dnia, umożliwiające bankom lokowanie nadwyżek płynnych środków w banku centralnym na termin *overnight* (grudzień 2001r.), co zmniejszyło wahania stopy *overnight* na rynku międzybankowym,
- udostępnienie bankom nieoprocentowanego kredytu technicznego, spłacanego w ciągu dnia operacyjnego (grudzień 2001 r.), co pozwoliło na sprawniejsze prowadzenie rozliczeń międzybankowych,
- stopniowe zmniejszanie stopy rezerwy obowiązkowej do poziomu 3,5% (październik 2003 r.) oraz wprowadzenie zerowej stopy od transakcji typu repo (czerwiec 2004 r.), co zmniejszyło obciążenie banków tym parapodatkowym instrumentem,
- pomniejszenie naliczonej rezerwy obowiązkowej o równowartość 500 tys. euro dla każdego banku (wrzesień 2003 r.) oraz oprocentowania środków rezerwy

---

<sup>138</sup> RPP, *Sprawozdanie z wykonania założeń polityki pieniężnej w 2006 roku*, Warszawa 2007.

<sup>139</sup> RPP, *Narodowy Bank Polski 2001 – 2006*, NBP, Warszawa 2007, s.27.

- obowiązkowej (maj 2004 r.), co ograniczyło koszty alternatywne ponoszone przez banki w związku z rezerwą,
- wprowadzenie regularnej (raz w tygodniu) emisji bonów pieniężnych NBP (luty 2002 r.) i stopniowe skracanie okresu ich zapadalności do 7 dni (styczeń 2005 r.), co pozwoliło lepiej zarządzać płynnością,
  - wprowadzenie stawki POLONIA, co pozwoliło na wprowadzenie punktu odniesienia dla transakcji międzybankowych.

### 3.5. *Polityka pieniężna w dobie światowego kryzysu*

W 2007 roku na skutek prowadzonej polityki pieniężnej wystąpiło stopniowe wyhamowanie dynamiki podaży pieniądza mierzonej agregatem M3. W szybkim tempie jednak rosły płynne komponenty pieniądza wchodzące w skład agregatu M1 - pieniądź gotówkowy w obiegu i depozyty bieżące, zagrażając realizacji celu inflacyjnego. Największym jednak problemem roku 2007 były zaburzenia obserwowane w II połowie roku w gospodarce światowej. Zaburzenia te zaskoczyły większość banków centralnych, co spowodowało stopniowe rewizje formułowanych w I połowie roku ocen przyszłej sytuacji gospodarczej. W gospodarce światowej przewidywano szybkie obniżenie wzrostu gospodarczego i skokowy wzrost inflacji. Przyczyn upatrywano w zawirowaniach na międzynarodowych rynkach finansowych spowodowanych na rynku kredytów typu *subprime*<sup>140</sup> w Stanach Zjednoczonych i wzroście cen surowców energetycznych, zwłaszcza ropy naftowej<sup>141</sup>. Banki centralne musiały więc brać pod uwagę ryzyko obniżenia wiarygodności swojej polityki monetarnej wywołanej wzrostem inflacji, której przyczyny pozostawały poza bezpośrednim jej wpływem. Pomimo to polityka pieniężna w Polsce kontynuowana była zgodnie z koncepcją bezpośredniego celu inflacyjnego. W Założeniach polityki pieniężnej na rok 2007 przedstawiono jedynie sposób rozumienia celu ciągłego, który stał się podstawą jej kontynuacji. Przyjęto, że:

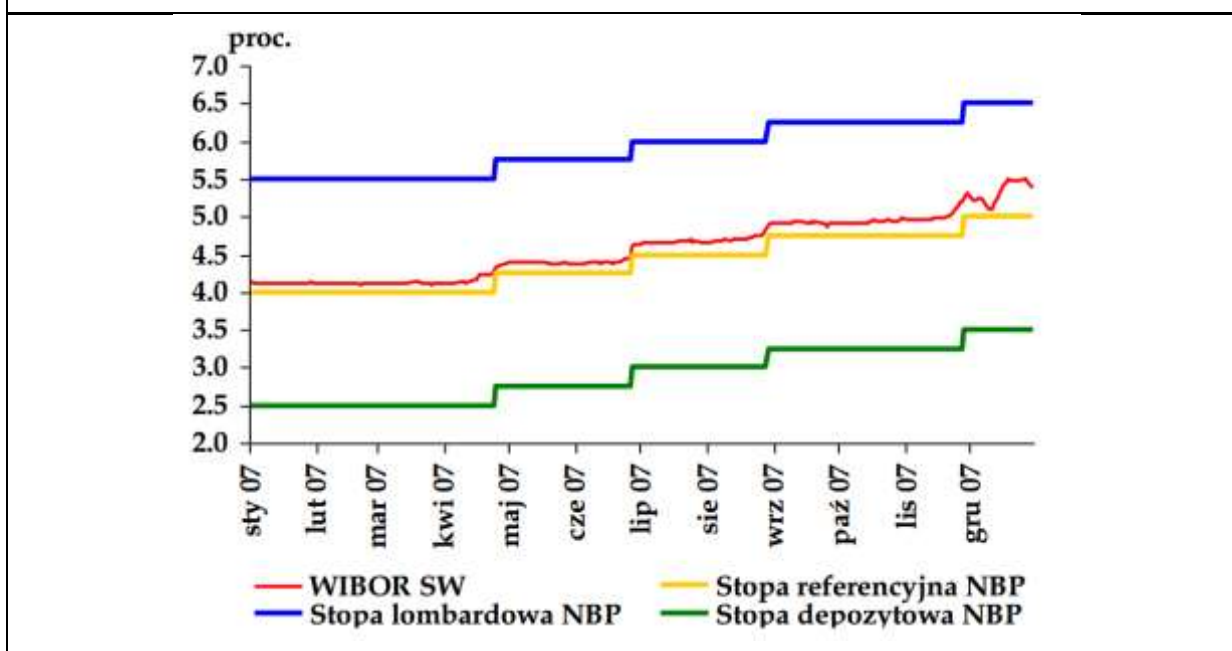
---

<sup>140</sup> Ich specyfika polega na tym, że są udzielane temu kredytobiorcy, który posiada złą "historię kredytu". Kredyty *subprime* cechują się dużym poziomem ryzyka, zarówno dla banku jak i dla kredytobiorcy.

<sup>141</sup> I. Pyka, *Bank Centralny na współczesnym rynku pieniężnym*, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 2010, s. 131-132.

- cel ciągły odnosi się do inflacji mierzonej roczną zmianą towarów i usług konsumpcyjnych w każdym miesiącu w stosunku do analogicznego miesiąca poprzedniego roku,
- polityka pieniężna będzie ukierunkowana na utrzymanie inflacji najbliższej celu 2,5%, a nie wewnątrz przedziału wahań,
- nieuniknione występowanie wstrząsów powodować będzie różną skalę odchyleń od celu inflacyjnego i różne reakcje NBP na te wstrząsy stosownie do ich przyczyn i charakteru,
- wstrząsy podażowe będą nieduże i nie spowodują natychmiastowej reakcji na nie, tym bardziej że bieżąca inflacja jest niezależna od opóźnień spowodowanych reakcją na nie,
- w sytuacji niedużej inflacji polityka pieniężna będzie prowadzona nie tylko poprzez zmiany stóp procentowych, ale także ich utrzymanie na stałym poziomie, oraz przesunięcie jej ciężaru na zapewnienie stabilności finansowej.

Rysunek 12. Stopy procentowe NBP oraz stawka rynku międzybankowego WIBOR SW w 2007 r



Źródło: Rada Polityki Pieniężnej, *Sprawozdanie z wykonania założeń polityki pieniężnej w 2007 roku*, NBP Warszawa 2008, s.19.

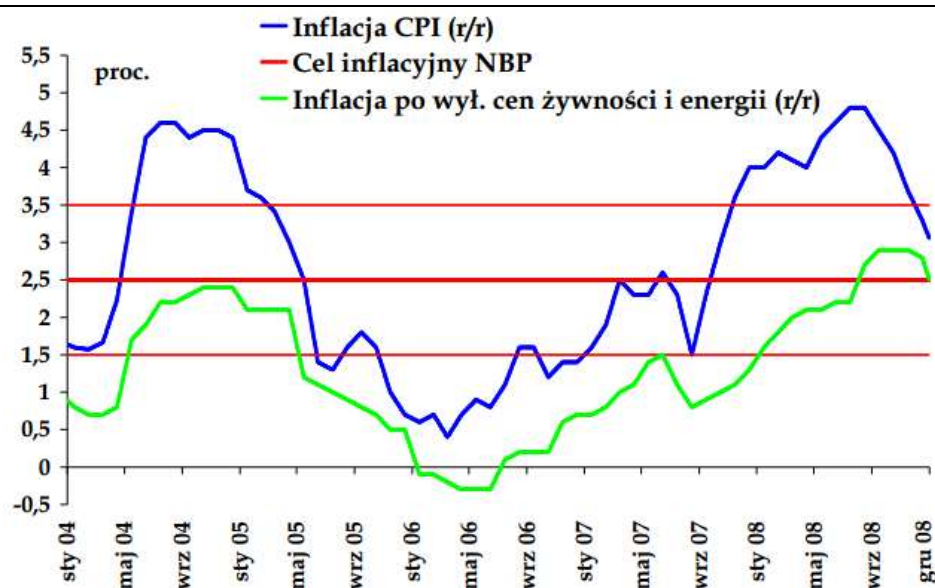
Pomimo powstałych zagrożeń na międzynarodowym rynku finansowym, RPP, utrzymując swą niekorzystną prognozę inflacji dla Polski, w całym roku 2007 zacieśniała politykę monetarną (zob. rys 12), koncentrując się na ochronie celu inflacyjnego. W Założeniach

polityki pieniężnej na rok 2008 NBP również nie zakładał zmian w jej strategii. Politykę pieniężną realizowano przy zakładanym silnym wzroście gospodarki obejmującym wszystkie sektory i niewielkim osłabieniu aktywności gospodarczej w strefie euro. Procesom tym miała towarzyszyć stopniowo rosnąca inflacja.

Tymczasem we wrześniu 2008 roku rozpoczął się globalny kryzys finansowy. Pęknięcie „bańki” cenowej na rynku nieruchomości w Stanach Zjednoczonych w 2007 roku wpłynęło poprzez tzw. efekt majątkowy, przy jednocześnie ograniczonej możliwości refinansowania kredytów hipotecznych, na ograniczenie konsumpcji, a przez to na ograniczenie dynamiki PKB w tym kraju, a także znacznego pogorszenia wartości aktywów sektora finansowego.

We wrześniu kryzys sektora finansowego w Stanach Zjednoczonych uległ zaostrzeniu w związku z ogłoszeniem upadłości przez bank inwestycyjny *Lehman Brothers*. Pojawiły się problemy finansowe banków w Stanach Zjednoczonych i Europie Zachodniej oraz nasiliły się zaburzenia płynnościowe w tych gospodarkach. Doprowadziły one do gwałtownych spadków cen akcji w tych krajach, a także znaczącego odpływu kapitału z rynków wschodzących. Kryzysowi rynku nieruchomości w Stanach Zjednoczonych, a także w wielu innych krajach - zwłaszcza w Irlandii, Hiszpanii i Wielkiej Brytanii - zaczął towarzyszyć kryzys na światowych rynkach giełdowych i rynkach wschodzących. W obszarze szczególnie tzw. rynków wschodzących odczuwalne stało się również załamanie rynku walutowego.

Rysunek 13. Inflacja i cel inflacyjny w Polsce w latach 2004-2008



Źródło: Rada Polityki Pieniężnej, *Sprawozdanie z wykonania założeń polityki pieniężnej w 2008 roku*, NBP Warszawa 2009, s.12.



Ważnym wydarzeniem polskiego rynku pieniężnego we wrześniu 2008 roku okazała się wspólna deklaracja Prezesa Rady Ministrów Rzeczypospolitej Polskiej oraz Rady Polityki Pieniężnej, zgodnie z którą rok 2011 powinien być rokiem spełnienia kryteriów konwergencji z Maastricht i pozytywnej oceny dotyczącej przystąpienia Polski do strefy euro. Deklaracja ta pomimo braku konsensusu politycznego warunkowała prowadzoną w tym okresie politykę pieniężną i finansową rządu.

W analizowanym roku 2008 pod wpływem skutków globalnego kryzysu finansowego i związanego z nim spadku cen aktywów nastąpiła istotna zmiana struktury aktywów finansowych gospodarstw domowych. Wzrosło ich zainteresowanie depozytami bankowymi, wzmocnione pod koniec 2008 roku wskutek:

- spadków cen akcji na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie,
- zmniejszenia udziału w funduszach inwestycyjnych,
- polityki banków dążących do zwiększenia bazy depozytowej poprzez oferowanie wysokiego oprocentowania lokat.

Sytuacja ta powodowała, że dynamika agregatu M3 do lipca 2008 roku rosła, a następnie zaczęła się obniżać. W skali roku znacznie też obniżyło się tempo wzrostu kredytów bankowych. Wprawdzie dotyczyło to kredytów konsumpcyjnych i mieszkaniowych, ale ograniczenie akcji kredytowej wpływało na oczekiwane pogorszenie się sytuacji gospodarczej<sup>142</sup>.

Zarażanie się skutkami międzynarodowego kryzysu finansowego obserwowane było wyraźnie w Europie od połowy 2008 roku. W tym też czasie można było zauważyć narastający niepokój polskich przedsiębiorców wywołany niestabilnością złotego i pogarszającymi się warunkami ich finansowania na rynku kredytowym. Niepewność rozwoju międzynarodowych rynków finansowych, jak też postępujące w czasie upadki banków i silne dokapitalizowanie ze środków publicznych wielu instytucji finansowych, wywołały kryzys zaufania wśród globalnych i krajowych inwestorów, powodując nie tylko panikę na rynkach giełdowych i ogromne przewartościowanie ich aktywów, ale zagraziły również stabilności działalności depozytowo-kredytowej banków. Na bankowym rynku pieniężnym w Polsce w tym okresie ujawniła się poważna bariera ich finansowania. Banki

---

<sup>142</sup> I. Pyka, *Bank Centralny na współczesnym... op. cit.*, s. 132-133.

krajowe nie zostały zarażone niezdrowymi aktywami, ale znalazły się w centrum boomu kredytowego, który rozpoczął się w roku 2007 i spowodował wyczerpanie się możliwości ich finansowania przez dalszy wzrost bazy depozytowej. Podstawowym źródłem zasilania finansowego banków krajowych stały się środki pozyskiwane na płynnym rynku międzybankowym w Polsce i od zagranicznych spółek-matek. Utrzymanie tych możliwości zewnętrznego finansowania polskich banków zostało zagrożone wskutek rozprzestrzeniania się skutków kryzysu finansowego. Na bankowym rynku pieniężnym zwiększyła się ich ekspozycja na ryzyko płynności, zagrażając stabilności finansowej polskiej gospodarki. Sytuacja ta spowodowała reakcję Narodowego Banku Polskiego, mimo podtrzymywanej opinii o braku istotnych przyczyn destabilizacji finansowej w Polsce<sup>143</sup>. Narodowy Bank Polski w październiku 2008 roku wprowadził w życie tzw. „Pakiet zaufania”. Działania w nim zawarte miały koncentrować się na osiągnięciu trzech praktycznych celów<sup>144</sup>:

- umożliwienia bankom pozyskiwania środków złotych na okresy dłuższe niż jeden dzień,
- umożliwienia bankom pozyskiwania środków walutowych,
- zwiększenia możliwości pozyskiwania płynności złotej przez banki poprzez rozszerzenie zabezpieczeń operacji z NBP.

Cele te zamierzał realizować przez następujące działania:

- prowadzenie zasilających operacji otwartego rynku w formie operacji repo o okresie zapadalności do 3 miesięcy,
- wprowadzenie depozytu walutowego jako zabezpieczenia kredytu refinansowego,
- wprowadzenie modyfikacji w systemie operacyjnym kredytu lombardowego, obejmujących zmniejszenie *haircut'u*<sup>145</sup> przy określeniu wartości poziomu zabezpieczeń dla kredytu lombardowego i rozszerzenie listy aktywów mogących stanowić zabezpieczenie dla kredytu lombardowego w NBP,
- utrzymanie emisji 7-dniowych bonów pieniężnych jako głównego instrumentu sterylizacji nadpłynności,

---

<sup>143</sup> *Ibidem* s. 175.

<sup>144</sup> Przegląd stabilności systemu finansowego październik 2008, NBP, Warszawa 2008, s.11.

<sup>145</sup> ustalany przez NBP wskaźnik pomniejszenia wartości nominalnej papierów wartościowych zabezpieczający przed ryzykiem finansowym



- wprowadzenie - jeśli będzie taka potrzeba - większej częstotliwości operacji otwartego rynku tak, aby móc elastycznie reagować na zmiany płynności i stabilizować stopę POLONIA wokół stopy referencyjnej.

Niekorzystny rozwój sytuacji na międzynarodowych rynkach finansowych pogłębił problemy finansowania banków krajowych. Rozprzestrzeniające się, ale i niepewne informacje o trudnej sytuacji „matek” banków krajowych zaostriły popyt na pieniądz międzybankowy w Polsce. Kryzys zaufania sparaliżował jednak te transakcje. Banki nie pożyczaly sobie wzajemnie pieniądza mimo bardzo wysokiej jego ceny. Szczególnie trudne okazały się pożyczki na okresy dłuższe. Banki nie mogły pozyskać środków pieniężnych z rynku międzybankowego na jeden tydzień. Bardzo trudna sytuacja panowała jednak na rynku 3-miesięcznych depozytów międzybankowych. Spowodowała ona, że WIBOR 3M potrafił się odchyłać od stopy referencyjnej NBP nawet o ponad 80 punktów bazowych, a mimo to transakcji nie zawierano. W tej sytuacji NBP po raz pierwszy uruchomił na dużą skalę tzw. operacje dostrajające w zakresie:

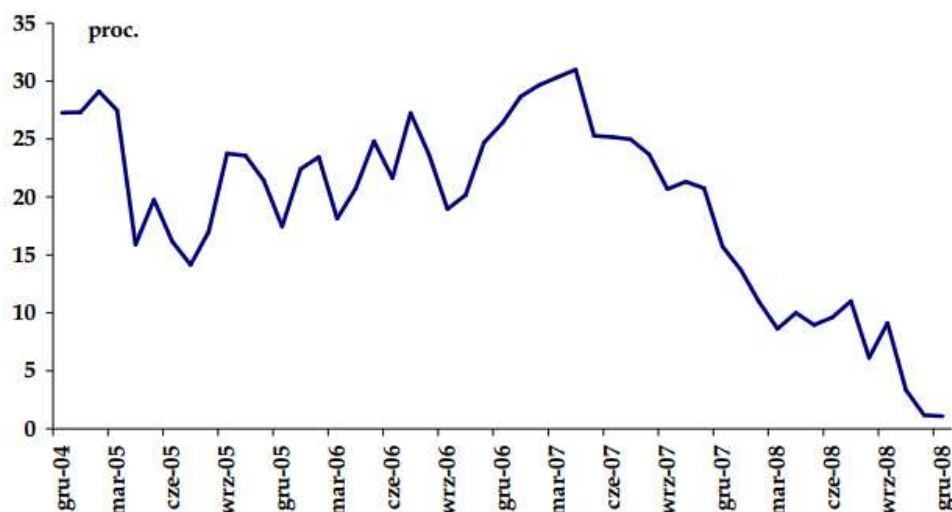
- operacji repo o okresie zapadalności 91 dni - po raz pierwszy operację taką uruchomiono 4 listopada 2008 roku; przewidziano, że operacja taka będzie miała miejsce w każdy drugi wtorek miesiąca; w przypadku potrzeby dodatkowego zasilenia sektora bankowego w płynność, NBP ma interweniować także w każde pozostałe wtorki,
- ogłoszenia możliwości zastąpienia w każdej chwili emisji bezwarunkowej bonów pieniężnych 7-dniowymi operacjami zasilającymi repo, w przypadku pojawienia się niedoboru płynności w systemie bankowym; od 2009 roku jest to również forma podstawowych operacji otwartego rynku,
- wprowadzenia *swapów* walutowych<sup>146</sup> - operacje te zostały uruchomione; w uchwale zaznaczono jednak, że środki uzyskane w ramach takiej operacji nie mogą być wykorzystane w celu pozyskania środków w tym samym holdingu,
- zmniejszeniu redukcji wartości w wycenie, przy określeniu wartości poziomu zabezpieczeń kredytu lombardowego - kwota wykorzystanego kredytu lombardowego nie może przekroczyć 85% wartości nominalnej papierów wartościowych, pod zastaw których udzielono kredytu (poprzednio 80%),

---

<sup>146</sup> Swap walutowy (ang. *Currency Swap*, *FX swap*) jest to kontrakt dotyczący zakupu waluty w określonym dniu, po określonym kursie, a następnie odsprzedaż tej samej kwoty waluty po kursie i w terminie ustalonym w dniu zawarcia umowy.

- rozszerzeniu listy aktywów mogących stanowić zabezpieczenie obok tradycyjnie akceptowanych dotychczas bonów skarbowych i obligacji skarbowych oraz wprowadzonych na listę od marca 2008 roku - bonów pieniężnych i obligacji NBP.

Rysunek 15. Roczne tempo zmian depozytów przedsiębiorstw 2004-2008



Źródło: Rada Polityki Pieniężnej, *Sprawozdanie z wykonania założeń polityki pieniężnej w 2008 roku*, NBP Warszawa 2009, s.46.

Podjęte przez NBP działania uspokoiły sytuację na rynku międzybankowym, chociaż nie wyeliminowały na nim braku zaufania, co bardzo wyraźnie pokazuje powyższy rysunek. Banki krajowe rozpoczęły hamowanie akcji kredytowej, zarówno wobec przedsiębiorstw, jak też i gospodarstw domowych. Zaostrzyły też wymogi kredytowe i rozpoczęły ostrą batalię o pozyskanie nowych depozytów. W tych okolicznościach NBP podjął dalsze działania skierowane na zastosowanie niestandardowych instrumentów regulacji równowagi na rynku międzybankowym. Można do nich zaliczyć<sup>147</sup>:

- obniżenie w okresie listopad 2008-marzec 2009 podstawowych stóp procentowych o 225 punktów bazowych,
- przedterminowy wykup 10-letnich obligacji o wartości 8 mld złotych, których termin zapadalności przypadał na 2012 rok,
- podniesienie wartości gwarantowanych depozytów w 100% przez Bankowy Fundusz Gwarancyjny do poziomu 50 tys. euro - z inicjatywy polskiego rządu.

<sup>147</sup> I. Pyka, *Bank Centralny na współczesnym... op. cit.*, s. 178

Działania te poprawiły nastroje deponentów bankowych i inwestorów rynkowych. Stworzyły furtkę do rozwoju wzajemnych pożyczek bankowych. Uspokoili też obawy przedsiębiorców. Nie zlikwidowały jednak barier powstałych na bankowy rynku pieniężnym wskutek globalnego kryzysu finansowego i recesji gospodarki światowej. Podejmowane przez NBP dodatkowe działania znacznie złagodziły napiętą sytuację na bankowym rynku pieniężnym. W maju 2009 roku Rada Polityki Pieniężnej obniżyła również do 3% stopę rezerwy obowiązkowej. Trudno jednak uznać, że wykorzystywane przez NBP instrumenty były wystarczająco skuteczne do przywrócenia stanu równowagi pieniężnej w Polsce i oczyszczenia rynku finansowego z negatywnych skutków globalnego kryzysu finansowego. W sektorze bankowym w Polsce pod koniec 2009 roku obserwowano silne pogorszenie jakości portfela kredytowego i niską dynamikę akcji kredytowej (spadek finansowania przedsiębiorstw). W niektórych bankach krajowych nastąpiło obniżenie ratingu wywołane w znacznym stopniu spadkiem ich wyników finansowych prawie o połowę, głównie na skutek wzrostu odpisów na rezerwy. Pogorszenie perspektyw rozwojowych sektora bankowego w Polsce było oczywiście wynikiem oddziaływania szeregu czynników, w tym głównie<sup>148</sup>:

- silnego spadku aktywności gospodarczej,
- osłabienia sytuacji finansowej przedsiębiorstw,
- sytuacji na rynku pracy,
- pogorszenia nastrojów konsumentów i przedsiębiorstw,
- pogorszenia sytuacji sektora finansów publicznych,
- utrzymywania się niepewności na rynkach finansowych i niechęci do ryzyka.

Trudna sytuacja na rynku bankowym zmusiła NBP do sformułowania nowych propozycji neutralizacji skutków międzynarodowego kryzysu finansowego w Polsce. Ich uruchomienie uzależniono od bieżącej sytuacji makro- i mikroekonomicznej w kraju. o od bieżącej sytuacji makro- i mikroekonomicznej w kraju. W sektorze bankowym szczególną uwagę zwrócono na zachowanie długoterminowej płynności regulowanej operacjami repo. Z końcem roku 2009 Rada Polityki Pieniężnej podjęła decyzję o wprowadzeniu kredytu dyskontowego, którego ideą stało się przyjmowanie od banków przez NBP do dyskonta weksli wystawianych przez przedsiębiorstwa w związku z otrzymanym w banku kredytem. Kredyt ten banki krajowe

---

<sup>148</sup> I. Pyka, *Bank Centralny na współczesnym... op. cit.*, s. 179.

mogą wykorzystywać od 1 stycznia 2010 roku. Rada polityki pieniężnej stopę dyskontową weksli ustaliła na poziomie 4%.

Poważnym zagrożeniem stabilności bankowego rynku pieniężnego w Polsce są również warunki zewnętrzne. Szczególnie niebezpieczne są powiązania kapitałowe banków krajowych z partnerami zagranicznymi. Dlatego też zapewnienie długoterminowej stabilności banków krajowych oparte powinno być na stałym monitorowaniu sytuacji finansowej ich podmiotów dominujących oraz wsparte odpowiedzialną polityką monetarną i budżetową. Oznacza to, że działania na rzecz stabilności finansowej bankowego rynku pieniężnego nie powinny stanowić wyłącznie domeny NBP. Konieczne jest szersze wsparcie wysiłków podejmowanych w zakresie utrzymania bezpieczeństwa sektora bankowego w Polsce. Wymagają one rozszerzenia płaszczyzny współpracy NBP z różnymi organami i instytucjami lokalnymi i międzynarodowymi. Niewątpliwie istotnym czynnikiem wzrostu skuteczności instrumentów NBP aktywowanych w celu przeciwdziałania skutkom kryzysu finansowego w polskim sektorze bankowym stał się *Plan Stabilności i Rozwoju* – wzmocnienie gospodarki Polski wobec światowego kryzysu finansowego. Został on ogłoszony przez rząd Rzeczypospolitej Polskiej 30 listopada 2008 roku i zawierał pakiet proponowanych działań mających na celu neutralizację i minimalizację negatywnego wpływu światowego kryzysu finansowego na polską gospodarkę. Rozwiązania proponowane w *Planie Stabilności i Rozwoju* zostały skierowane na trzy obszary ważne z punktu widzenia wzrostu skuteczności instrumentarium NBP stosowanego do przeciwdziałania skutkom kryzysu finansowego na bankowym rynku pieniężnym w Polsce. Koncentrowały się one na działaniach w obszarze<sup>149</sup>:

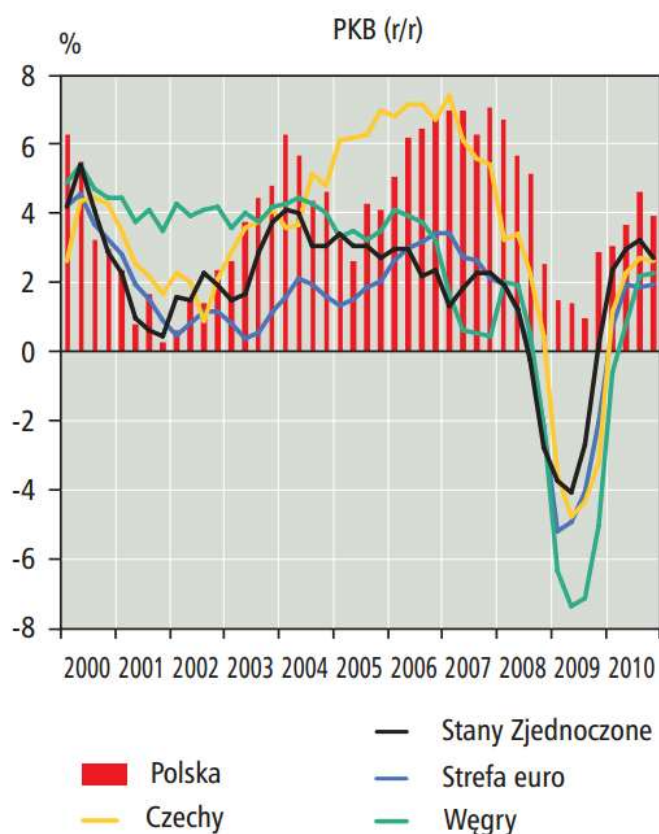
- zapewnienia stabilności finansów publicznych,
- utrzymania stabilności systemu finansowego,
- pobudzania wzrostu gospodarczego w Polsce.

W 2009 r. polityka pieniężna banków centralnych, w tym Narodowego Banku Polskiego, była prowadzona w warunkach recesji w gospodarce światowej i utrzymujących się zaburzeń na rynkach finansowych. O ile w 2008 r. recesja objęła przede wszystkim kraje rozwinięte, o tyle na przełomie 2008 r. i początku 2009 r. znaczący spadek aktywności gospodarczej wystąpił także w gospodarkach wschodzących, w tym w krajach Europy Środkowej i Wschodniej, z których wszystkie - z wyjątkiem Polski - odnotowały spadek PKB w 2009 r. co bardzo wyraźnie widać na poniższym rysunku.

---

<sup>149</sup> I. Pyka, *Bank Centralny na współczesnym... op. cit.*, s. 180.

Rysunek 16. Stopa wzrostu PKB w wybranych krajach 2000-2010r.



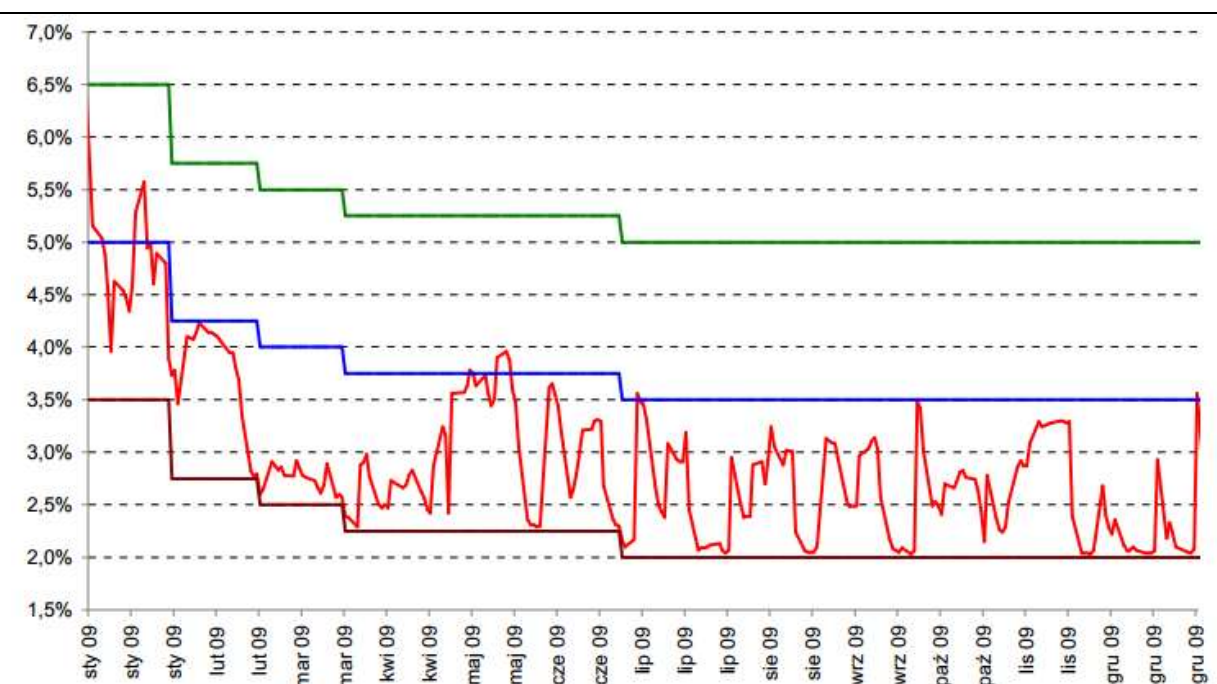
Źródło: Rada Polityki Pieniężnej, *Sprawozdanie z wykonania założeń polityki pieniężnej w 2010 roku*, NBP Warszawa 2011, s. s.8.

Głównymi kanałami wpływu globalnego kryzysu na te gospodarki były: załamanie światowego handlu pod koniec 2008 r. i na początku 2009 r., wzrost awersji do ryzyka na rynkach finansowych skutkujący odpływem kapitału z tych krajów i silną deprecjacją ich walut (która zwiększała wartość zadłużenia zagranicznego wyrażonego w walucie krajowej i koszty jego obsługi, choć jednocześnie poprawiała cenową konkurencyjność tych gospodarek względem krajów rozwiniętych), znaczące zaostrzenie polityki kredytowej przez instytucje finansowe oraz pogorszenie nastrojów podmiotów gospodarczych.

Pomimo sygnałów stopniowego wyhamowania niekorzystnych tendencji w wielu krajach, w całym 2009 r. utrzymywała się niepewność dotycząca trwałości ożywienia gospodarczego. Niepewność ta była związana w dużej mierze z niewiadomym wpływem kryzysu finansowego na dynamikę produktu potencjalnego, trudną do przewidzenia reakcją gospodarki na wycofywanie programów stymulacyjnych oraz długofalowymi skutkami silnego pogłębienia nierównowagi fiskalnej i narastania długu publicznego. W II połowie 2009 r. - wobec stopniowo poprawiającej się sytuacji w gospodarce i jednocześnie

utrzymującej się znacznej niepewności dotyczącej trwałości ożywienia gospodarczego - Rada utrzymywała stopy procentowe na niezmienionym poziomie. Do września Rada oceniała jednak prawdopodobieństwo ukształtowania się inflacji poniżej celu inflacyjnego w średnim okresie za wyższe od prawdopodobieństwa kształtowania się inflacji powyżej celu. W październiku Rada zmieniła ocenę ryzyka dla realizacji celu inflacyjnego w średnim okresie, uznając prawdopodobieństwo kształtowania się inflacji w średnim okresie powyżej lub poniżej celu za zbliżone i sygnalizując tym samym zakończenie cyklu łagodzenia polityki pieniężnej. Rada utrzymała taką ocenę do końca 2009r. Mimo że bieżąca inflacja pozostawała na podwyższonym poziomie, na posiedzeniach w styczniu, lutym i marcu, Rada uznała, że wobec znaczącego pogorszenia perspektyw wzrostu gospodarczego i oczekiwanego spadku presji inflacyjnej, stabilizowanie inflacji na poziomie celu inflacyjnego NBP w średnim okresie wymagało dalszego, znaczącego złagodzenia polityki pieniężnej. Te działania potwierdza poniższy rysunek, prezentujący stopniowe obniżanie stóp procentowych.

Rysunek 17. Stopy procentowe NBP oraz stawka POLONIA w 2009r.



Źródło: Rada Polityki Pieniężnej, *Sprawozdanie z wykonania założeń polityki pieniężnej w 2009 roku*, NBP Warszawa 2010, s.18.

Jednocześnie czynnikiem sprzyjającym łagodzeniu polityki pieniężnej było deklarowane przez rząd utrzymanie dyscypliny w sektorze finansów publicznych. W styczniu 2009 r. Rada podjęła decyzję o obniżeniu stóp procentowych o 0,75 pkt. proc., natomiast w lutym i marcu -każdorazowo o 0,25 pkt. proc. (zob. rys. 17). Rada stwierdziła, że łagodzenie polityki pieniężnej powinno przyczynić się do stabilizowania tempa wzrostu gospodarczego na poziomie tempa wzrostu produktu potencjalnego, co miało sprzyjać realizacji celu inflacyjnego w średnim okresie. Na posiedzeniu w czerwcu 2009 r. Rada zapoznała się z najnowszą projekcją inflacji i PKB, która wskazywała, że inflacja CPI do końca 2010 r. będzie się obniżać (osiągając cel inflacyjny NBP w pierwszej połowie 2010 r.), by wzrosnąć w 2011 r., pozostając jednak poniżej celu inflacyjnego. Z kolei tempo wzrostu gospodarczego w Polsce miało w świetle projekcji obniżyć się do III kw. 2009 r., a w następnych kwartałach, w efekcie wychodzenia gospodarki światowej z recesji, ponownie rosnąć. Rada oceniała, że inflacja w kolejnych miesiącach prawdopodobnie się obniży, choć nadal będzie się kształtować na podwyższonym poziomie głównie ze względu na relatywnie wysoki roczny wskaźnik cen żywności oraz cen administrowanych. Równocześnie w średnim okresie, w ocenie Rady, wynikające ze spowolnienia gospodarczego spadek popytu globalnego i niska presja płacowa powinny prowadzić do obniżenia inflacji.

Biorąc to pod uwagę, na posiedzeniu czerwcowym Rada obniżyła stopy procentowe NBP o 0,25 pkt. proc., wskazując jednocześnie, że dokonane obniżki stóp procentowych i obniżenie stopy rezerwy obowiązkowej będą sprzyjać powrotowi gospodarki na ścieżkę potencjalnego tempa wzrostu. W listopadzie i grudniu 2009 r. pojawiały się kolejne sygnały ożywienia w gospodarce światowej. Po kilku kwartałach spadku, w III kw. 2009 r. nastąpił wzrost PKB w Stanach Zjednoczonych i w strefie euro. Jednocześnie napływające dane wskazywały na silny wzrost aktywności w największych gospodarkach wschodzących. Poprawie aktywności w sferze realnej na świecie towarzyszył wzrost cen aktywów finansowych, w tym aprecjacja walut krajów wschodzących, oraz wzrost cen surowców na rynkach międzynarodowych. Dane dotyczące gospodarki polskiej również wskazywały na poprawę koniunktury.

W IV kw. 2009 r. inflacja nadal kształtowała się powyżej celu inflacyjnego NBP i Rada spodziewała się przejściowego wzrostu wskaźnika CPI w kolejnych miesiącach. Równocześnie w dalszych kwartałach Rada oczekiwała istotnego obniżenia inflacji, do czego miały się przyczynić - oprócz ujemnych efektów bazy - niska presja popytowa, ograniczenie tempa wzrostu kosztów pracy oraz obserwowana wcześniej aprecjacja złotego. Z kolei wzrost

cen surowców na rynkach światowych oraz podwyżki podatków i cen administrowanych mogły w ocenie Rady ograniczać spadek inflacji w 2010 r. W listopadzie i grudniu 2009 r. Rada podtrzymała ocenę, zgodnie z którą prawdopodobieństwo ukształtowania się inflacji poniżej lub powyżej celu inflacyjnego były zbliżone i utrzymała stopy procentowe NBP na niezmiennym poziomie. W 2009 r. zestaw instrumentów polityki pieniężnej stosowanych przez NBP nie różnił się w istotny sposób od zestawu obowiązującego w 2008 r., zmodyfikowanego po wprowadzeniu *Pakietu zaufania*. Brak konieczności wprowadzenia znacznych zmian w systemie operacyjnym polityki pieniężnej wynikał z dwóch przesłanek. Po pierwsze, w porównaniu do innych krajów, sytuacja w sektorze bankowym w Polsce uległa względnie mniejszemu pogorszeniu.<sup>150</sup>

Rok 2010 był rokiem szczególnym, obfitującym w wiele istotnych wydarzeń o zasięgu globalnym, będących następstwem kryzysu na rynkach finansowych. Polska wykazała się stosunkowo dużą odpornością na światowy kryzys finansowy lat 2008-2009. (zob. rys. 16). Odpowiednio skoordynowane i dostosowane do warunków makroekonomicznych działania prowadzone przez NBP, rząd i Komisję Nadzoru Finansowego spowodowały, że Polska jako jedyny kraj Unii Europejskiej uniknęła recesji, a nasz system finansowy pozostał stabilny. W 2010 roku średnioroczny poziom inflacji mierzonej wskaźnikiem wzrostu cen konsumpcyjnych wyniósł 2,6%, więc był zgodny z celem inflacyjnym NBP, określonym na poziomie 2,5% z symetrycznym przedziałem odchyień o szerokości +/- 1 punkt procentowy. W żadnym miesiącu 2010 r. inflacja nie przekroczyła 3,5%, czyli górnej granicy odchyień od celu. Rada Polityki Pieniężnej prowadziła łagodną politykę monetarną, pozostawiając stopy procentowe na niezmiennym i historycznie niskim poziomie. Wobec obserwowanej poprawy sytuacji na rynkach finansowych oraz szybkiego wzrostu poziomu nadpłynności sektora bankowego NBP stopniowo ograniczał stosowanie nadzwyczajnych instrumentów wsparcia płynnościowego banków, wprowadzonych w 2008 r. w ramach *Pakietu zaufania*. W wyniku podjętych działań od października 2010 r. wykorzystywany jest taki sam zestaw narzędzi polityki pieniężnej, jak przed wybuchem globalnego kryzysu finansowego. Minione lata wykazały słabość regulacji i struktury nadzoru finansowego, które nie uchroniły globalnego systemu finansowego przed wybuchem i rozprzestrzenieniem się kryzysu.

---

<sup>150</sup> Rada Polityki Pieniężnej, *Sprawozdanie z wykonania założeń polityki pieniężnej w 2009 roku*, NBP Warszawa 2010, s. 10-14.



Doświadczenia te uświadamiają istnienie silnych związków pomiędzy stabilnością makroekonomiczną i monetarną a stabilnością systemu finansowego. W celu zmniejszenia ryzyka systemowego i ograniczenia potencjalnych kosztów ponownego wystąpienia kryzysu finansowego, w ramach Unii Europejskiej utworzono Europejską Radę ds. Ryzyka Systemowego - instytucję, której zadaniem ma być przeciwdziałanie narastaniu ryzyka systemowego i dbanie o bezpieczeństwo całego sektora finansowego Unii. Ważnym elementem bezpieczeństwa finansowego państwa jest wielkość rezerw dewizowych, które wspierają wiarygodność finansową kraju. W 2010 r. oficjalne aktywa rezerwowe NBP wzrosły o 14,8 mld euro, do kwoty 70 mld euro.<sup>151</sup>Należy jednak mieć na uwadze, że zadaniem banku centralnego i innych instytucji współodpowiedzialnych za stabilność systemu finansowego nie jest wspieranie wszystkich banków komercyjnych na zasadach dyskrecjonalnych. Celem jest natomiast ochrona i utrzymanie zaufania do całego systemu finansowego. Dlatego też działania antykryzysowe znajdują uzasadnienie przede wszystkim wtedy, gdy mają zapobiec rozprzestrzenieniu się kryzysu na cały system finansowy lub bank utracił płynność na skutek nieprzewidywalnego zdarzenia losowego

Było to skutkiem napływu środków z Unii Europejskiej oraz zwiększenia dochodów z inwestowania rezerw. W 2010 r. NBP osiągnął wyższą niż w roku poprzednim stopę zwrotu z rezerw, która wyniosła 4% w ujęciu złotowym. Wynik finansowy NBP za 2010 rok wyniósł 6,5 mld złotych, a zatem był wyższy niż rok wcześniej o 2,4 mld złotych. W 2010 r. trwało ożywienie w gospodarce światowej, jakkolwiek w drugiej połowie roku wzrost gospodarczy na świecie był nieco wolniejszy niż w pierwszej połowie roku. Nadal utrzymywało się silne zróżnicowanie koniunktury między różnymi regionami gospodarki światowej. Po wyraźnym spadku w okresie kryzysu finansowego, w 2010 r. ponownie zwiększył się napływ kapitału do gospodarek wschodzących. Banki centralne w największych gospodarkach rozwiniętych kontynuowały ekspansywną politykę pieniężną.

Większość krajów rozwiniętych utrzymywała duży deficyt w finansach publicznych. Znacząca nierównowaga fiskalna była istotnym czynnikiem niepewności co do perspektyw wzrostu gospodarczego na świecie. Efektem obaw o wypłacalność części krajów strefy euro było okresowe nasilanie się zaburzeń na międzynarodowych rynkach finansowych. Wraz z ożywieniem w gospodarce światowej poprawiała się sytuacja gospodarcza w Polsce.

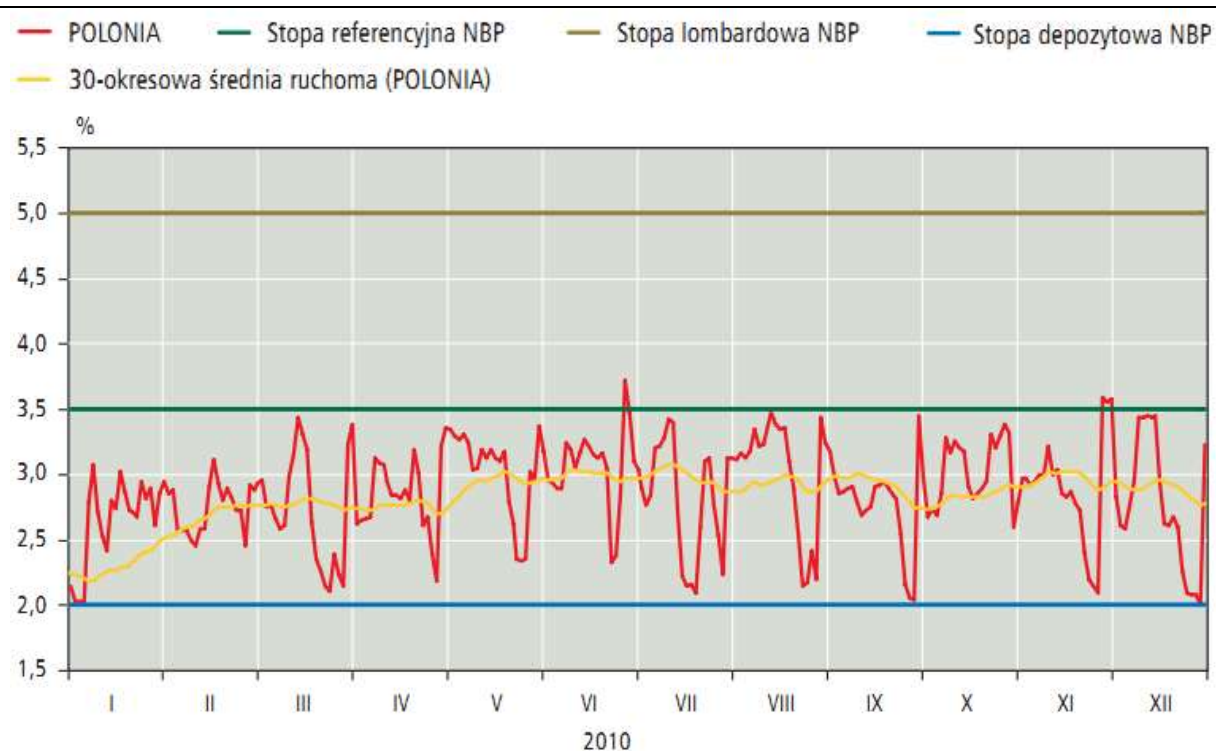
---

<sup>151</sup> A. Ostalecka, *Kryzysy bankowe i metody ich przewyżczania*, Difin, Warszawa 2009, s.257.

Stopniowo rosło tempo wzrostu gospodarczego, choć przedsiębiorstwa nadal ograniczały inwestycje, czemu mogła sprzyjać podwyższona niepewność dotycząca perspektyw popytu globalnego.

W 2010 r., wobec utrzymującej się ograniczonej presji inflacyjnej i płacowej w Polsce oraz znacznej niepewności dotyczącej trwałości ożywienia gospodarczego na świecie i przyspieszenia wzrostu gospodarczego w Polsce, a także silnego napływu kapitału do gospodarek wschodzących, Rada utrzymywała podstawowe stopy procentowe NBP na niezmiennym poziomie, w tym stopę referencyjną na poziomie 3,5%. Biorąc natomiast pod uwagę, że w 2010 r. wygasły zasadnicze przyczyny zaburzeń płynnościowych na rynkach finansowych, w październiku 2010 r. Rada podjęła decyzję o podwyższeniu stopy rezerwy obowiązkowej o 0,5 pkt proc. z 3,0% do 3,5%, tym samym przywracając ją do poziomu sprzed kryzysu finansowego co pokazuje poniższy wykres.

Rysunek 18. Stopy procentowe NBP oraz stawka POLONIA w 2010 r.



Źródło: Rada Polityki Pieniężnej, *Raport Roczny 2010*, NBP Warszawa 2011, s. 43.

Podwyższenie stopy rezerwy obowiązkowej miało także stanowić sygnał gotowości Rady do reagowania na nasilanie się presji inflacyjnej. Rada utrzymała poziom stóp procentowych NBP na poziomie obowiązującym od 25 czerwca 2009 r. Stopa referencyjna

kształtowała się na poziomie 3,50%, stopa oprocentowania kredytu lombardowego - na poziomie 5,00%, stopa depozytowa - na poziomie 2,00%, a stopa redyskonta weksli - na poziomie 3,75%. Przyjmując Założenia polityki pieniężnej na rok 2011, Rada zdecydowała o zaprzestaniu oferowania przez NBP kredytu wekslowego.

W związku z tym począwszy od 1 stycznia 2011 r. Rada nie określa wysokości stopy dyskonta weksli. Wzrost odchylenia stawki POLONIA od stopy referencyjnej skłonił NBP do zastosowania w grudniu 2010 r. dwóch krótkoterminowych operacji dostrajających o charakterze absorbującym, w formie emisji bonów pieniężnych NBP. Pierwsza operacja tego rodzaju, o 2-dniowym terminie zapadalności, została przeprowadzona 8 grudnia, druga zaś o 3-dniowym terminie zapadalności - 21 grudnia. Średnie odchylenie stawki POLONIA od stopy referencyjnej ukształtowało się w 2010 r. na poziomie 69 pkt bazowych. Tym samym było niższe niż w 2009 r. o 20 pkt bazowych. Poziom ten był jednak wyższy niż przed wystąpieniem kryzysu na światowych rynkach finansowych, co wynikało z czynników zwiększających preferencje banków do utrzymywania nadwyżek płynności.

W 2010 r. zmniejszyła się jednocześnie zmienność stawki POLONIA mierzona odchyleniem standardowym, z 51 pkt bazowych w 2009 r. do 38 pkt bazowych. Większa stabilność stawki odzwierciedlała ograniczenie skali zaburzeń płynnościowych w sektorze bankowym. Wraz ze stopniową poprawą sytuacji na krajowych rynkach finansowych, szybkim przyrostem poziomu nadpłynności sektora bankowego oraz zanikającym popytem ze strony banków na operacje repo NBP w 2010 r. stopniowo wycofywał ich stosowanie. Począwszy od lutego 2010 r. wprowadził zasadę ogłaszania podaży na przetargach tego rodzaju operacji. Od kwietnia 2010 r. bank centralny zaprzestał oferowania operacji repo o 6-miesięcznym terminie zapadalności. Od października 2010 r. nastąpiła zaś całkowita rezygnacja z operacji repo (zaprzestano oferować operacje z terminem 3-miesięcznym)<sup>152</sup>.

Banki centralne w największych gospodarkach rozwiniętych kontynuowały ekspansywną politykę pieniężną, którą uzasadniały utrzymującą się niską presją inflacyjną oraz wysokim poziomem bezrobocia w tych krajach. Oprócz utrzymywania stóp procentowych na historycznie niskim poziomie banki centralne skupowały papiery wartościowe, co przyczyniało się do zwiększenia podaży płynności na rynkach finansowych. Pod koniec 2010 r. obawy o trwałość ożywienia gospodarczego skłoniły banki centralne w Stanach Zjednoczonych i Japonii do kontynuacji polityki ilościowego łagodzenia polityki

---

<sup>152</sup> Rada Polityki Pieniężnej, *Raport Roczny 2010*, NBP Warszawa 2011, s. 43.

pieniężnej. W tym samym czasie władze monetarne w wielu gospodarkach wschodzących, w obliczu wzrostu inflacji i narastających nierównowag makroekonomicznych, zastrzały politykę pieniężną.

Większość krajów rozwiniętych utrzymywała duży deficyt w finansach publicznych, planując jego redukcję w kolejnych latach. W obliczu wysokiego poziomu deficytu sektora finansów publicznych, szybko rosnącego długu publicznego oraz zwiększonych kosztów dokapitalizowania sektora bankowego w niektórych krajach strefy euro wzrosły obawy o ich wypłacalność. Obawy te prowadziły także do okresowego nasilania się zaburzeń na międzynarodowych rynkach finansowych. Szczególnie silne napięcia wystąpiły w II kwartale ub.r. w związku z problemami rządu Grecji z pozyskaniem środków na rynkach finansowych. W reakcji na te zaburzenia Unia Europejska i Międzynarodowy Fundusz Walutowy uruchomiły program pomocowy dla Grecji. Pod koniec roku takim programem została objęta także Irlandia. Ponadto Europejski Bank Centralny skupował papiery wartościowe zagrożonych niewypłacalnością krajów strefy euro w celu łagodzenia napięć na europejskim rynku finansowym.

Po wyraźnym spadku w okresie kryzysu finansowego, w 2010 r. ponownie zwiększył się napływ kapitału do gospodarek wschodzących. Sprzyjał temu szybszy wzrost gospodarczy w tych krajach niż w krajach rozwiniętych, a także - mimo zaburzeń na rynkach finansowych związanych z kryzysem zadłużeniowym w części krajów strefy euro - spadek awersji do ryzyka w warunkach ekspansywnej polityki pieniężnej głównych banków centralnych. Wraz z ożywieniem w gospodarce światowej poprawiała się sytuacja gospodarcza w Polsce. Stopniowo rosło tempo wzrostu gospodarczego. W całym 2010 r. wyniosło ono 3,8% (wobec 1,7% w 2009 r.). Po spadku w poprzednim roku zwiększył się popyt krajowy, co było związane głównie z przyspieszeniem dynamiki spożycia indywidualnego oraz odbudową zapasów przedsiębiorstw, silnie zmniejszanych w okresie światowej recesji. Jednocześnie, pomimo dobrych wyników finansowych i stopniowo rosnącego - choć umiarkowanego - wykorzystania mocy produkcyjnych, przedsiębiorstwa nadal ograniczały inwestycje. Przed zwiększeniem nakładów na środki trwałe mogła je powstrzymać podwyższona niepewność dotycząca perspektyw popytu krajowego. Utrzymał się także spadek inwestycji mieszkaniowych gospodarstw domowych. Szybko rosły natomiast inwestycje publiczne. Poprawie koniunktury gospodarczej w kraju towarzyszył wzrost popytu na pracę i zatrudnienia, widoczny od II kwartału 2010 r. Jednocześnie jednak w 2010 r. wyraźnie zwiększyła się podaż pracy, co wpłynęło na ograniczenie wzrostu wynagrodzeń. W ostatnim

kwartale 2010 r. wzrost płac wyraźnie przyspieszył. Przyspieszenie to było częściowo związane z silnym wzrostem wynagrodzeń w administracji publicznej przed ich planowanym zamrożeniem w 2011 r. Przy utrzymującym się relatywnie stabilnym wzroście wydajności pracy zmniejszanie się tempa wzrostu wynagrodzeń do III kwartału 2010 r. sprzyjało utrzymywaniu się niskiej dynamiki jednostkowych kosztów pracy w tym okresie<sup>153</sup>.

Pomimo poprawy sytuacji gospodarczej wartość kredytów bankowych dla sektora przedsiębiorstw obniżyła się w 2010 r., co w części wynikało z ograniczonego popytu na kredyt ze strony przedsiębiorstw. Jednocześnie wyraźnie osłabł przyrost kredytów konsumpcyjnych dla gospodarstw domowych. Do osłabienia tego przyczyniło się zaostrzenie kryteriów ich udzielania związane z pogorszeniem się jakości portfela tych kredytów, a także z wprowadzeniem przez banki zaleceń Rekomendacji T (rekomendacja wydawana przez Komisję Nadzoru Finansowego, dotycząca dobrych praktyk w zakresie zarządzania ryzykiem detalicznych ekspozycji kredytowych, uściślająca jakość kredytowania i ograniczenie dostępności kredytu, w tym wypadku konieczność posiadania wkładu własnego oraz uniemożliwienie kredytowania osób, których raty przekraczają 50 proc. dochodu)<sup>154</sup>.

Od stycznia do sierpnia 2010 r. następował systematyczny spadek rocznego wskaźnika CPI (z 3,5% w styczniu do 2,0% w sierpniu 2010 r.), w tym także wskaźników inflacji bazowej, czemu sprzyjały niska presja popytu globalnego i ograniczona dynamika jednostkowych kosztów pracy w gospodarce, a także obserwowana do początku kwietnia systematyczna aprecjacja kursu złotego. Natomiast od września roczny wskaźnik CPI wzrastał (z 2,5% we wrześniu do 3,1% w grudniu), do czego przyczyniły się głównie rosnące ceny surowców rolnych i energetycznych na rynkach światowych. Jednocześnie do listopada 2010 r. inflacja bazowa po wyłączeniu cen energii i żywności utrzymywała się na umiarkowanym poziomie. Oceniano, że dobre dane o sprzedaży detalicznej w mogły być w części wynikiem przejściowego wzrostu popytu związanego z wymianą dóbr trwałego użytku na terenach popowodziowych, zwiększonymi zakupami samochodów w związku z zapowiedzianym na koniec 2010 r. zniesieniem odliczeń VAT na zakup samochodów z homologacją ciężarową oraz przesunięciem części wydatków ze względu na podwyżkę stawek VAT na początku 2011 r.

---

<sup>153</sup> Rada Polityki Pieniężnej, *Raport Roczny 2010*, NBP Warszawa 2011, s. 32.

<sup>154</sup> Dane za stroną internetową: [www.nbportal.pl/pl/np/artykuly/finanse/rekomendacja\\_t](http://www.nbportal.pl/pl/np/artykuly/finanse/rekomendacja_t), 14.04.2012r.

Podsumowując, w 2010 r. NBP skutecznie realizował swoje podstawowe zadania. Elastycznie reagował na zmiany zachodzące w otoczeniu, dostosowując dostępne instrumenty do bieżących potrzeb rynku. Wspólne działania NBP i organów państwa z Ministerstwem Finansów oraz Komisją Nadzoru Finansowego przyczyniły się do utrzymania stabilności systemu finansowego i utrwalenia zrównoważonego wzrostu gospodarczego<sup>155</sup>.

### *3.6. Perspektywy wstąpienia Polski do strefy euro*

Obecnie polityka pieniężna w Polsce jest prowadzona przez Narodowy Bank Polski. W skrócie można ją scharakteryzować jako ustalanie stóp procentowych na takim poziomie, by w kraju inflacja była na możliwie najniższym poziomie. Gdy Polska dołączy do strefy euro, stopy procentowe obowiązujące w Polsce będzie ustalać Europejski Bank Centralny (EBC). Jednak jego celem będzie dbanie o to, by inflacja była niska w całej strefie euro. To znaczy, że będzie przyglądał się krajom europejskim jako całości, co wykluczy możliwość dostosowywania instrumentów polityki pieniężnej dla każdego kraju strefy euro z osobna.

Po wejściu do strefy euro Polska będzie miała wpływ na decyzje podejmowane przez EBC. Prezes NBP będzie członkiem Rady Prezesów EBC, która między innymi ustala poziom stóp procentowych w strefie euro. Przepisy wspólnotowe obligują wszystkich członków tej Rady do działania nie w interesie krajów, z których pochodzą, ale dla dobra całej unii. Jednakże uczestnictwo prezesa polskiego banku centralnego we współdecydowaniu o polityce pieniężnej dla strefy euro stwarza możliwość przedstawienia polskiego punktu widzenia. Obecnie strategię prowadzenia polityki pieniężnej przez EBC oraz przez NBP są zbliżone. W obu przypadkach podstawowym celem jest utrzymanie stabilnej i niskiej inflacji. Oba banki dla osiągnięcia tego celu wykorzystują podobne narzędzia: kontrolę stóp procentowych oraz komunikację z otoczeniem. W ich podejściach są także pewne różnice: na przykład EBC przywiązuje większą rolę do analizy zmian agregatów pieniężnych niż NBP. Generalnie jednak po przyjęciu przez Polskę euro cele i sposób prowadzenia polityki monetarnej nie ulegną istotnym zmianom<sup>156</sup>.

---

<sup>155</sup> Rada Polityki Pieniężnej, *Raport Roczny 2010*, NBP, Warszawa 2011, s. 4.

<sup>156</sup> Dane za stroną internetową: [www.nbportal.pl/pl/np/euro/przygotowania-polska/polityka-pieniezna-polski-po-przyjeciu-euro](http://www.nbportal.pl/pl/np/euro/przygotowania-polska/polityka-pieniezna-polski-po-przyjeciu-euro), 15.05.2012r.

By unia monetarna mogła dobrze funkcjonować, zalecane jest aby wchodzące w jej skład gospodarki były pod pewnymi względami do siebie podobne. Kraj, który zamierza przyjąć euro jako swoją walutę, musi spełnić tak zwane kryteria konwergencji (kryteria zbieżności, kryteria z Maastricht). Oznacza to, że kraje strefy euro powinny osiągnąć znaczny stopień zbieżności, co dotyczy zarówno wielkości nominalnych (np. inflacji), jak i pewnych wielkości realnych (synchronizacji cykli koniunkturalnych). W celu zapewnienia stabilności wewnątrz strefy euro opracowano listę kryteriów zbieżności, które określają czy dany kraj jest przygotowany do przyjęcia wspólnej waluty. Są to 4 warunki ekonomiczne<sup>157</sup>:

- kryterium stabilności cen – inflacja nie wyższa niż 1,5 punktu procentowego ponad średni poziom inflacji w trzech krajach o najniższej średniej,
- kryterium fiskalne – deficyt budżetowy nie większy niż 3 % PKB oraz dług publiczny nieprzekraczający 60% PKB
- kryterium stóp procentowych - długoterminowa stopa procentowa nie wyższa niż 2 punkty procentowe ponad średni poziom stóp procentowych w trzech krajach UE o najniższej inflacji,
- kryterium kursowe – stabilny kurs walutowy niewykraczający poza poziom wahań (+/-15%) wobec ustalonego kursu do euro w systemie ERM II przez dwa lata.

Obecnie głównym wyzwaniem dla polityki gospodarczej na drodze do euro jest ograniczenie nadmiernego deficytu finansów publicznych. Już w 2008 r. deficyt ten przekroczył 3% w relacji do PKB, przez co Polska została objęta tzw. procedurą nadmiernego deficytu. W 2009 r. wyniósł on około 6% PKB, a w 2010 r. nie nastąpiła poprawa sytuacji. Zmiany w finansach publicznych, których efektem byłoby trwałe ograniczenie nierównowagi fiskalnej, są nie tylko warunkiem koniecznym do spełnienia kryterium fiskalnego, ale będą także sprzyjać spełnieniu innych kryteriów (kryterium stabilności kursu walutowego oraz konwergencji długoterminowych stóp procentowych). Będą także korzystne same w sobie, bo przyczynią się do wzmocnienia stabilności makroekonomicznej. Ponadto, ograniczenie strukturalnego deficytu sektora finansów publicznych umożliwi swobodne wykorzystanie tzw. automatycznych stabilizatorów koniunktury do łagodzenia wstrząsów gospodarczych już

---

<sup>157</sup> Dane za stroną internetową: [www.nbportal.pl/pl/np/euro/przygotowania-polska/kryteria-konwergencji/kryteria\\_konwergencji](http://www.nbportal.pl/pl/np/euro/przygotowania-polska/kryteria-konwergencji/kryteria_konwergencji), 15.05.2012r.

wewnątrz strefy euro, jednocześnie ograniczając ryzyko dla stabilności fiskalnej w dłuższej perspektywie<sup>158</sup>.

Jednak mimo wszystko przyjęcie euro będzie wiązać się z pewnymi kosztami i utratą niezależności w polityce pieniężnej. Po przystąpieniu Polski do strefy euro, gospodarka jako pierwsze poniesie koszty techniczne i organizacyjne, jakie będą wiązały się z wymianą złotego na euro. Wydatki zwiększą się przede wszystkim w administracji publicznej oraz w sektorze finansowym. Konieczne będzie zaopatrzenie w monety i banknoty euro, dostosowanie systemów informatycznych i systemów płatności, przygotowanie ogólnokrajowej kampanii informacyjnej oraz przeprowadzenie szkoleń dla pracowników i intensyfikacja ich prac w okresie wymiany pieniądza. Koszty, jakie możemy ponieść, i to jeszcze przed przystąpieniem do strefy euro, mogą wynikać także z konieczności spełnienia kryteriów z Maastricht. Jeżeli bowiem inflacja nie ukształtuje się na poziomie poniżej wartości referencyjnej, konieczne będzie podjęcie działań obniżających tempo wzrostu cen. W krótkim czasie może to spowodować spadek tempa wzrostu gospodarczego.

Po przyjęciu euro Polska nie tylko usztywni kurs złotego względem euro, ale też utraci autonomię polityki pieniężnej. Przyjęcie euro przez Polskę oznacza, że nie będzie ona samodzielnie prowadziła polityki pieniężnej. Nasz kraj będzie miał wpływ na stopy, jako że prezes Narodowego Banku Polskiego wejdzie w skład Rady Prezesów Europejskiego Banku Centralnego, której zadaniem jest m.in. wyznaczanie poziomu stopy procentowej w krajach eurolandu. Po reformie systemu głosowania w Radzie Prezesów EBC nie wszyscy prezesi krajowych banków centralnych będą brać udział w poszczególnych głosowaniach. Wprawdzie siła głosu prezesa NBP zasadniczo się nie zmieni, ale nie będzie on przy każdej decyzji. Oddanie autonomii w zakresie podejmowania takiej decyzji to część kosztów, jakie będziemy musieli ponieść w związku z przyjęciem euro

Jednym ze źródeł zagrożenia Polski po wprowadzeniu euro może być przyjęcie nieoptymalnego kursu konwersji złotego na euro. Wyniki analiz przeprowadzonych przez ekspertów z NBP wskazują, że efektem ustanowienia kursu konwersji na poziomie istotnie różnym od kursu równowagi byłoby w krótkim i średnim okresie zaburzenie dynamiki produkcji, w długim zaś – przesunięcie względnego poziomu cen. Istotne jest również, aby przy ustalaniu kursu konwersji uwzględnić jego wpływ na efekty cenowe wprowadzenia euro

---

<sup>158</sup> Dane za stroną internetową:

[www.ec.europa.eu/polska/news/opinie/100106\\_polska\\_droga\\_do\\_euro\\_pl.htm](http://www.ec.europa.eu/polska/news/opinie/100106_polska_droga_do_euro_pl.htm), 15.05.2012r.



i dążyć do tego, by był możliwie okrągły. Największe koszty, jakie możemy ponieść, przyjmując europejski pieniądz, są jednak związane z trwałymi różnicami inflacyjnymi między Polską a innymi krajami strefy euro. Realne stopy procentowe w krajach o wyższej inflacji są bowiem niskie i dodatkowo pobudzają aktywność gospodarczą. Z tego względu największym wyzwaniem będzie proces ujednolicenia mechanizmów formowania oczekiwań inflacyjnych w krajach strefy euro. W dłuższym horyzoncie różnica inflacyjna między Polską a strefą euro może wiązać się z procesem doganiania przez Polskę gospodarek bardziej rozwiniętych. Należy liczyć się z wyższą inflacją płac i cen, lecz determinować ją będzie głównie proces konwergencji realnej i wzrost wydajności pracy.

W tym zakresie duża rolę będzie jednak odgrywać działalność organizacji konsumenckich i instytucji państwowych, polegająca na monitorowaniu ruchów cen w okresie kilku miesięcy przed wymianą i po wymianie waluty, komunikacji ze społeczeństwem, inicjowaniu porozumień z przedsiębiorcami dotyczących niewykorzystywania wymiany waluty na niekorzyść konsumentów. Pewne ryzyko nadmiernego wzrostu cen dotyczy rynku aktywów, w tym nieruchomości, jak również spadku stabilności finansowej w wyniku wzrostu akcji kredytowej, który może być, choć nie musi, spowodowany oczekiwanym spadkiem stóp procentowych<sup>159</sup>.

Głównymi ekonomicznymi korzyściami wspólnej waluty będą znaczące zmniejszenie kosztów transakcyjnych oraz wahań kursowych i związane z tym ożywienie wymiany handlowej (szacunki Komisji Europejskiej wskazują, że wprowadzenie euro przyczyniło się do zwiększenia wymiany handlowej między krajami członkowskimi w ciągu pierwszych 10 lat o 5-15%). Dla kraju przystępującego, który dla przyspieszenia realnej konwergencji powinien pożyczać kapitał od zagranicy, dodatkową korzyścią z euro może być dostęp do szerszego źródła kapitału i w efekcie obniżenie jego kosztu. Przyspiesza to tempo wyrównywania się poziomu PKB *per capita* do poziomu zamożniejszych krajów europejskich<sup>160</sup>.

---

<sup>159</sup> Dane za stroną internetową:

[www.forsal.pl/artykuly/384941,przyjecie\\_euro\\_wiaze\\_sie\\_z\\_pewnymi\\_kosztami\\_i\\_utrata\\_nie\\_zalezności\\_w\\_polityce\\_pieniężnej.html](http://www.forsal.pl/artykuly/384941,przyjecie_euro_wiaze_sie_z_pewnymi_kosztami_i_utrata_nie_zalezności_w_polityce_pieniężnej.html), 15.05.2012r.

<sup>160</sup> Dane za stroną internetową:

[www.ec.europa.eu/polska/news/opinie/100106\\_polska\\_droga\\_do\\_euro\\_pl.htm](http://www.ec.europa.eu/polska/news/opinie/100106_polska_droga_do_euro_pl.htm), 15.05.2012r.

## Zakończenie

Narodowy Bank Polski jest bankiem centralnym Rzeczypospolitej Polskiej. Wypełnia zadania określone w Konstytucji Rzeczypospolitej Polskiej, ustawie o Narodowym Banku Polskim i ustawie Prawo bankowe. Wymienione akty prawne gwarantują niezależność NBP od innych organów państwa.

Dzięki działaniom NBP w ciągu ostatnich dwudziestu lat udało się przywrócić stabilny pieniądź w Polsce. Mimo początkowych problemów z ustabilizowaniem sytuacji ekonomicznej kraju, udało się stworzyć nowoczesny, doskonale zarządzany, będący przykładem dla innych gospodarek system zarządzania polityką pieniężną. Szczególnie trafne okazały się działania podjęte w dobie globalnego kryzysu finansowego, które pozwoliły utrzymać wzrost PKB Polski (zob. rys. 16) i odznaczyć się na tym polu względem pozostałych krajów regionu i świata.

Kolejnym wyzwaniem, przed jakim staje Narodowy Bank Polski jest wstąpienie w nieodległej przyszłości do strefy euro. Przyjęcie europejskiej waluty powinno pozwolić zachować stabilność pieniądza, jednocześnie dając możliwość szerszej współpracy w ramach Unii Europejskiej. Skuteczne przyjęcie euro wymaga jednak zbudowania konsensusu politycznego w tej sprawie, a następnie prowadzenia polityki gospodarczej gwarantującej spełnienie kryteriów z Maastricht (głównym wyzwaniem w tym zakresie jest ograniczenie nadmiernego deficytu sektora finansów publicznych). Jednocześnie dla ograniczenia kosztów funkcjonowania w unii walutowej należy wprowadzać zmiany, których efektem będzie trwałe wzmocnienie alternatywnych – wobec krajowej polityki monetarnej – mechanizmów dostosowawczych gospodarki. Ponadto, dla ograniczenia ryzyka boomu gospodarczego po przyjęciu euro, należy podejmować działania, które zmniejszą prawdopodobieństwo niewłaściwej alokacji szybko napływającego kapitału zagranicznego związanego z przystąpieniem do strefy euro. Czerpanie z doświadczenia innych gospodarek i wykorzystanie szans jakie przynosi udział Polski w Unii Europejskiej przyczyni się do jeszcze lepszego skorelowania działań Narodowego Banku Polskiego z sytuacją ekonomiczną kraju co przełoży się na dalszy zrównoważony i niezachwiany wzrost gospodarczy Polski.

## Literatura

### *Pozycje książkowe*

1. Baka W., *Bankowość centralna funkcje-metody-organizacja*, Biblioteka Menedżera i Bankowca, Warszawa 1998.
2. Blinder A. S., *Bankowość centralna w teorii i praktyce*, CeDeWu, Warszawa 2001.
3. Cywiński H., *Z dziejów pieniądza na świecie*, Krajowa Agencja Wydawnicza, Warszawa 1986.
4. Czechowska I., *Funkcjonowanie banku centralnego na polskim rynku pieniężnym*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 1996.
5. Dębski W., *Rynek finansowy i jego mechanizmy podstawy teorii i praktyki*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2007.
6. Dmowski A., Sarnowski J., Prokopowicz D., *Finanse i bankowość, teoria i praktyka*, Difin, Warszawa 2008.
7. Dobosiewicz Z., *Wprowadzenie do finansów i bankowości*, PWN Warszawa 2007.
8. Gronkiewicz-Waltz H., *Bank centralny: od gospodarki planowej do rynkowej*, Olympus, Warszawa 1992.
9. Gruszecki T., *Teoria pieniądza i polityka pieniężna*, Oficyna Ekonomiczna, Kraków 2004.
10. Huerta De Soto J., *Pieniądz, kredyt bankowy i cykle koniunkturalne*, Instytut Ludwiga von Misesa, Warszawa 2009.
11. Iwanicz-Drozdowska M., Jaworski W. L., Zawadzka Z., *Bankowość zagadnienia podstawowe*, Poltex, Warszawa 2010.
12. Jaworski W. L. (red.), *Współczesny bank*, Poltex, Warszawa 1999.
13. Karwowski J., *Operacje zagraniczne banków centralnych*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej im. Oskara Langego we Wrocławiu, Wrocław 1997.
14. Kaźmierczak A., *Podstawy polityki pieniężnej*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1998.
15. Ostalecka A., *Kryzysy bankowe i metody ich przezwyciężania*, Difin, Warszawa 2009.
16. Polszakiewicz (red.) B., *Ład instytucjonalny w gospodarce Tom II*, Wydawnictwo Uniwersytetu Mikołaja Kopernika, Toruń 2006.
17. Pyka I., *Bank Centralny na współczesnym rynku pieniężnym*, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 2010.

18. Schaal P., *Pieniądz i polityka pieniężna*, Państwowe Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 1996.
19. Sedillot R., *Moralna i niemoralna historia pieniądza*, Wydawnictwo W.A.B., Warszawa 2002.
20. Sławiński A., Osiński J., *Operacje otwartego rynku banku centralnego*, Fundacja Edukacji i Badań Bankowych, Warszawa 1995.
21. Sławiński A., *Rynki finansowe*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2006.
22. Solarz J. K., Biblioteka Menedżera i Bankowca, *Rozwój systemów bankowych*, Warszawa 1996.
23. Wójtowicz G., *Bankowość centralna od A do Z*, Narodowy Bank Polski w okresie transformacji, Narodowy Bank Polski, Warszawa 2006.

### *Akty prawne*

24. Ustawa z dnia 23 sierpnia 2001 r. o zmianie ustawy — Prawo bankowe oraz o zmianie innych ustaw, (Dz. U. nr 111, poz. 1195).
25. Ustawa z dnia 29 sierpnia 1997 r. - Prawo bankowe, (Dz. U. nr 140 poz. 939).
26. Ustawa z dnia 29 sierpnia 1997 r. o Narodowym Banku Polskim, (Dz. U. 1997, nr 140, poz. 938).

### *Źródła internetowe*

27. [www.acipolska.pl/wibor.html](http://www.acipolska.pl/wibor.html)
28. [www.acipolska.pl/wibor/index-wibidwibor.html](http://www.acipolska.pl/wibor/index-wibidwibor.html)
29. [www.biznes.pwn.pl/index.php?module=haslo&id=3956789](http://www.biznes.pwn.pl/index.php?module=haslo&id=3956789)
30. [www.ec.europa.eu/polska/news/opinie/100106\\_polska\\_droga\\_do\\_euro\\_pl.htm](http://www.ec.europa.eu/polska/news/opinie/100106_polska_droga_do_euro_pl.htm)
31. [www.ec.europa.eu/polska/news/opinie/100106\\_polska\\_droga\\_do\\_euro\\_pl.htm](http://www.ec.europa.eu/polska/news/opinie/100106_polska_droga_do_euro_pl.htm)
32. [www.forsal.pl/artykuly/384941,przyjecie\\_euro\\_wiaze\\_sie\\_z\\_pewnymi\\_kosztami\\_i\\_utrata\\_niezaleznosci\\_w\\_polityce\\_pienieznej.html](http://www.forsal.pl/artykuly/384941,przyjecie_euro_wiaze_sie_z_pewnymi_kosztami_i_utrata_niezaleznosci_w_polityce_pienieznej.html),
33. [www.mfiles.pl/pl/index.php/Cele\\_polityki\\_pieni%C4%99%C5%BCnej](http://www.mfiles.pl/pl/index.php/Cele_polityki_pieni%C4%99%C5%BCnej)
34. [www.nbp.pl/home.aspx?f=/dzienne/stopy.htm](http://www.nbp.pl/home.aspx?f=/dzienne/stopy.htm)
35. [www.nbp.pl/home.aspx?f=/o\\_nbp/informacje/dzialalnosc\\_educacyjna.html](http://www.nbp.pl/home.aspx?f=/o_nbp/informacje/dzialalnosc_educacyjna.html)

36. [www.nbp.pl/home.aspx?f=/o\\_nbp/informacje/obsługa\\_skarbu\\_panstwa.html](http://www.nbp.pl/home.aspx?f=/o_nbp/informacje/obsługa_skarbu_panstwa.html)
37. [www.nbp.pl/home.aspx?f=/o\\_nbp/informacje/polityka\\_pieniezna.html](http://www.nbp.pl/home.aspx?f=/o_nbp/informacje/polityka_pieniezna.html)
38. [www.nbp.pl/home.aspx?f=/o\\_nbp/informacje/rezerwy\\_dewizowe.html](http://www.nbp.pl/home.aspx?f=/o_nbp/informacje/rezerwy_dewizowe.html)
39. [www.nbp.pl/home.aspx?f=/o\\_nbp/informacje/system\\_platniczy.html](http://www.nbp.pl/home.aspx?f=/o_nbp/informacje/system_platniczy.html)
40. [www.nbp.pl/home.aspx?f=/statystyka/aktywa\\_rezerwowe.html](http://www.nbp.pl/home.aspx?f=/statystyka/aktywa_rezerwowe.html)
41. [www.nbp.pl/home.aspx?f=/statystyka/statystyka.html](http://www.nbp.pl/home.aspx?f=/statystyka/statystyka.html)
42. [www.nbportal.pl/pl/commonPages/EconomicsEntryDetails?entryId=127&pageId=608](http://www.nbportal.pl/pl/commonPages/EconomicsEntryDetails?entryId=127&pageId=608)
43. [www.nbportal.pl/pl/commonPages/EconomicsEntryDetails?entryId=549&pageId=608](http://www.nbportal.pl/pl/commonPages/EconomicsEntryDetails?entryId=549&pageId=608)
44. [www.nbportal.pl/pl/np/artykuly/finanse/rekomendacja\\_t](http://www.nbportal.pl/pl/np/artykuly/finanse/rekomendacja_t)
45. [www.nbportal.pl/pl/np/euro/przygotowania-polska/kryteria-konwergencji/kryteria\\_konwergencji](http://www.nbportal.pl/pl/np/euro/przygotowania-polska/kryteria-konwergencji/kryteria_konwergencji),
46. [www.nbportal.pl/pl/np/euro/przygotowania-polska/polityka-pieniezna-polski-po-przyjeciu-euro](http://www.nbportal.pl/pl/np/euro/przygotowania-polska/polityka-pieniezna-polski-po-przyjeciu-euro),
47. [www.wiedzainfo.pl/wyklady/113/strategia\\_bezposredniego\\_celu\\_inflacyjnego\\_w\\_praktyce\\_dzialania\\_nbp.html](http://www.wiedzainfo.pl/wyklady/113/strategia_bezposredniego_celu_inflacyjnego_w_praktyce_dzialania_nbp.html),
48. [www.wiedzainfo.pl/wyklady/113/strategia\\_bezposredniego\\_celu\\_inflacyjnego\\_w\\_praktyce\\_dzialania\\_nbp.html](http://www.wiedzainfo.pl/wyklady/113/strategia_bezposredniego_celu_inflacyjnego_w_praktyce_dzialania_nbp.html)

### *Inne*

49. Rada Polityki Pieniężnej, *Narodowy Bank Polski 2001 – 2006*, NBP, Warszawa 2007.
50. Rada Polityki Pieniężnej, *Raport Roczny 2010*, NBP, Warszawa 2011.
51. Rada Polityki Pieniężnej, *Sprawozdanie z działalności NBP w 2004 roku*, NBP Warszawa 2005.
52. Rada Polityki Pieniężnej, *Sprawozdanie z działalności NBP w 2004 roku*, NBP Warszawa 2005.
53. Rada Polityki Pieniężnej, *Sprawozdanie z działalności NBP w 2005 roku*, NBP Warszawa 2006.
54. Rada Polityki Pieniężnej, *Sprawozdanie z wykonania założeń polityki pieniężnej w 2008 roku*, NBP Warszawa 2009.
55. Rada Polityki Pieniężnej, *Sprawozdanie z wykonania założeń polityki pieniężnej w 2007 roku*, NBP Warszawa 2008.
56. Rada Polityki Pieniężnej, *Sprawozdanie z wykonania założeń polityki pieniężnej w 2009 roku*, NBP Warszawa 2010.

57. Rada Polityki Pieniężnej, *Sprawozdanie z wykonania założeń polityki pieniężnej w 2010 roku*, NBP Warszawa 2011.
58. Rada Polityki Pieniężnej, *Sprawozdanie z wykonania założeń polityki pieniężnej w 2006 roku*, NBP Warszawa 2007.
59. Rada Polityki Pieniężnej, *Strategia Polityki Pieniężnej po 2003 r.*, NBP Warszawa 2003.
60. Rada Polityki Pieniężnej, *Średniookresowa strategia polityki pieniężnej na lata 1999 – 2003*, NBP Warszawa 1998.
61. Rada Polityki Pieniężnej, *Raport o inflacji marzec 2012r.*, NBP Warszawa 2012r.

## Spis rysunków i tabel

Rysunek 1. Ewolucja form pieniądza metalowego.....	8
Rysunek 2. Proces dematerializacji form pieniądza. ....	13
Rysunek 3. Stopa rezerwy obowiązkowej od wkładów złotych płatnych na żądanie w styczniu danego roku w latach 1993-2012. ....	53
Rysunek 4. Średnioroczne stopy redyskonta weksli NBP w latach 2010-2012 (2012 r. średnia z I kw.) .....	56
Rysunek 5. Średnioroczne stopy lombardowe NBP w latach 2010-2012 (2012r. średnia z I kw.) .....	59
Rysunek 6. Średnie w miesiącu saldo operacji otwartego rynku w latach 1995–2010 .....	68
Rysunek 7. Projekcja inflacji CPI (r/r, %) .....	106
Rysunek 8. Inflacja i cel inflacyjny w latach 2004-2006.....	108
Rysunek 9. Stopy procentowe NBP w latach 2004-2006. ....	109
Rysunek 10. Stopy podstawowe NBP oraz stawka rynku międzybankowego WIBOR SW w 2006 r.....	112
Rysunek 11. Zmiany w poziomie rezerwy obowiązkowej i odchylenia od rezerwy wymaganej w 2006r. ....	113
Rysunek 12. Stopy procentowe NBP oraz stawka rynku międzybankowego WIBOR SW w 2007 r .....	116
Rysunek 13. Inflacja i cel inflacyjny w Polsce w latach 2004-2008.....	117
Rysunek 14. Stopy procentowe NBP oraz stawka POLONIA w 2008 r. ....	118
Rysunek 15. Roczne tempo zmian depozytów przedsiębiorstw 2004-2008.....	122
Rysunek 16. Stopa wzrostu PKB w wybranych krajach 2000-2010r.....	125
Rysunek 17. Stopy procentowe NBP oraz stawka POLONIA w 2009r. ....	126
Rysunek 18. Stopy procentowe NBP oraz stawka POLONIA w 2010 r. ....	130
 Tabela 3. Wartość Indeksu WIBID/WIBOR z dnia 11.05.2012r. ....	30
Tabela 1. Stan rezerw obowiązkowych w latach 1993-2011 w walutach wymienialnych, w mln PLN .....	51
Tabela 2. Podstawowe stopy procentowe NBP, IV 2012r. ....	70

Oświadczam, że pracę niniejszą przygotowałem (-am) samodzielnie. Wszystkie dane, istotne myśli i sformułowania pochodzące z literatury (przytaczane dosłownie lub niedosłownie) są opatrzone odpowiednimi odcyfrowaniami. Praca ta nie była w całości ani w części, w tej ani podobnej formie przez nikogo przedłożona do żadnej oceny i nie była publikowana.

.....  
podpis

Oświadczam, że treść pracy zapisana na dołączonej płycie CD jest zgodna z treścią pracy w wersji papierowej.

.....  
podpis

### **Oświadczenie woli autora**

Wyrażam zgodę / nie wyrażam zgody na udostępnienie niniejszej pracy mojego autorstwa przez Bibliotekę WSB we Wrocławiu w jej czytelni oraz w ramach wypożyczeń międzybibliotecznych.

.....  
podpis