

Od stereotypów do praktycznych aspektów prowadzenia współczesnej polityki pieniężnej*

*Adam Kot, Marek Rozkrut***

Having looked at monetary policy from both sides now, I can testify that that central banking in practice is as much art as science. Nonetheless, while practising this dark art, I have always found the science quite useful (Blinder, 1997).

Złożoność procesów, na podstawie których władze monetarne podejmują decyzje, niewątpliwie nie sprzyja uniknięciu nieporozumień i kontrowersji, jakie często budzi polityka pieniężna w wielu krajach świata. Nierzadkie są postulaty dotyczące zmiany sposobu prowadzenia tej polityki, nasilające się głównie w czasach spowolnienia gospodarczego. Dotyczy to w szczególności

sytuacji, gdy np. brak zdyscyplinowanej polityki fiskalnej wymusza prowadzenie niepopularnej, restrykcyjnej polityki stóp procentowych.

Również w Polsce decyzje Rady Polityki Pieniężnej (RPP) były często poddawane krytyce. Zarzuty te miały przede wszystkim wyrzucić presję w celu złagodzenia prowadzonej polityki. Seria obniżek stopy referencyjnej NBP z 19% w lutym 2001 r. do 5,25% w czerwcu 2003 r. osłabiła w ostatnim czasie próby wywierania nacisku na władze monetarne. Niemniej jednak wciąż nierzadkie są głosy, że pożądana byłaby większa redukcja stóp procentowych, a obecna polityka pieniężna jest nadal zbyt restrykcyjna.

Celem tego opracowania nie jest ocena polityki pieniężnej w Polsce, lecz wskazanie na te argumenty jej krytyków, które – zdaniem autorów tekstu – wynikają zazwyczaj z niedostatecznej znajomości praktyki bankowości centralnej, ale wielokrotnie powtarzane stają się „obiegowymi prawdami” a także „prostymi recep-

* Niniejszy tekst jest jednym z dwóch artykułów (drugi to: *Polityka pieniężna w warunkach ekspansywnej polityki fiskalnej*, autorstwa Andrzeja Kaźmierczaka) naświetlających podjęte zagadnienia w zasadniczo odmienny sposób. Poglądy zawarte w artykule odzwierciedlają wyłącznie stanowisko autorów.

** Autorzy tekstu dziękują dr. Michałowi Brzoza-Brzeziniemu oraz dr. Piotrowi Szpunarowi za bardzo cenne uwagi i komentarze.

tami” na prowadzenie skutecznej polityki pieniężnej. Dlatego w opracowaniu tym podjęto próbę krytycznej oceny argumentacji opartej na najczęstszych nieporozumieniach, prowadzących do nieodpowiedniego formułowania ocen stopnia restrykcyjności polityki pieniężnej oraz takich zaleceń dotyczących sposobów ożywienia akcji kredytowej, których zastosowanie prowadziłyby w rzeczywistości do destabilizacji polskiej gospodarki.

W pierwszym rozdziale, zgodnie z koncepcją tzw. naturalnej stopy procentowej, omówiono czynniki wskazujące, że obecnie pożądana w polskiej gospodarce poziom realnych stóp procentowych powinien się różnić od poziomu charakteryzującego kraje wysoko rozwinięte, a postulat ich zrównania jest nieuzasadniony.

W drugim rozdziale przybliżono determinanty akcji kredytowej, a zwłaszcza możliwości pozyskiwania środków przez banki na jej sfinansowanie. W tej części opracowania pokazano, dlaczego emisja bonów pieniężnych, absorbująca wolne środki sektora bankowego, nie jest barierą kontynuowania przezeń działalności kredytowej.

W następnej kolejności podkreślono rolę stopy procentowej jako podstawowego celu operacyjnego we współczesnej bankowości centralnej. Jednocześnie autorzy przedstawili krytyczną ocenę poglądu eksponującego znaczenie kontrolowania agregatów monetarnych jako celu polityki pieniężnej, zamiast postrzegania ich jako wskaźnika procesów gospodarczych. W tej części omówiono koncepcję tzw. endogeniczności pieniądza oraz wskazano na trudności przy dokonywaniu oceny stopnia restrykcyjności polityki pieniężnej na podstawie agregatów monetarnych.

Rozdział drugi kończy przybliżenie funkcjonowania podstawowych instrumentów polityki pieniężnej, dokonane w celu ułatwienia zrozumienia bardzo kosztownych konsekwencji zaprzestania prowadzenia operacji otwartego rynku i zniesienia stopy referencyjnej banku centralnego. Niektórzy autorzy proponują to rozwiązanie jako sposób na ożywienie akcji kredytowej i pobudzenie wzrostu gospodarczego w Polsce.

W trzeciej części opracowania przedstawiono koszty realizacji postulatu wspierania luźnej polityki fiskalnej przez ekspansywną politykę pieniężną. Wskazano również na niewłaściwe interpretowanie niektórych operacji banków centralnych jako finansujących wydatki rządowe, a także na błędne przywoływanie wyników opracowań, które miałyby wskazywać na brak zagrożeń inflacyjnych wynikających ze wzrostu wydatków sektora finansów publicznych w Polsce.

Opracowanie kończy się podsumowaniem przedstawionych przez autorów rozważań.

1. Zrównanie realnych stóp procentowych w Polsce i gospodarkach wysoko rozwiniętych

Najczęściej bodaj powtarzaniem argumentem krytyków RPP jest wskazywanie na zbyt wysoki poziom stóp procentowych w Polsce¹. Przywołując regułę Taylora, przyjmują oni jedną miarę realnej stopy procentowej na rynku międzybankowym jako wielkości wspólnej dla wszystkich krajów przy wyznaczaniu pożądanego dla nich poziomu stopy nominalnej. Mimo że celem tego opracowania nie jest wyznaczenie optymalnej wysokości krajowych stóp procentowych, wskazane jest jednak omówienie pewnych czynników, które decydują o tym, że realne stopy procentowe w Polsce powinny się obecnie różnić od stóp procentowych w strefie euro czy Stanach Zjednoczonych.

Przyczyny zróżnicowania realnych stóp procentowych tłumaczy m.in. koncepcja tzw. naturalnej stopy procentowej (NSP). NSP można zdefiniować jako taki poziom stopy realnej, który stabilizuje inflację (Blinder, 2001; Laubach i Williams, 2001). Innymi słowy, gdy stopa realna przewyższa poziom wyznaczony przez NSP, inflacja będzie spadać; gdy natomiast stopa realna jest niższa niż NSP, inflacja będzie rosła.

Determinanty NSP w gospodarce zamkniętej wyznacza się wykorzystując modele równowagi ogólnej (Woodford, 2003). W sytuacji gdy poziom stopy realnej nie zmienia się wraz ze wzrostem produktywności, wzrost inwestycji i konsumpcji prowadzą do presji inflacyjnej i wzrostu stóp procentowych. Badania potwierdziły istotną, dodatnią korelację pomiędzy tempem wzrostu produktywności a naturalną stopą procentową (Laubach i Williams, 2001). Wyższa stopa preferencji czasowych, znajdująca odzwierciedlenie w wyższej konsumpcji bieżącej i niższych oszczędnościach, również prowadzi do ukształtowania się stopy realnej na wyższym poziomie. W podobnym kierunku na NSP oddziałuje wyższa skłonność do wygładzania poziomu konsumpcji w czasie, co w sytuacji, gdy oczekiwany jest wzrost dochodu w przyszłości, będzie prowadziło do wzrostu konsumpcji bieżącej i niższych oszczędności. Ponadto badania wskazują, że NSP w stanie ustalonym jest niższa niż w sytuacji zmierzania do tego stanu (Brzoza-Brzezina, 2003a). W Polsce powinna się ona zatem obniżać w miarę dokonywania się procesu konwergencji.

Analiza czynników wpływających na poziom NSP w gospodarce zamkniętej może się pozornie wydawać zbędna przy rozpatrywaniu gospodarki otwartej w warunkach swobodnego przepływu kapitałów. W takiej sytuacji różnice w krańcowej produktywności kapitału powinny prowadzić do przepływów finansowania zewnętrznego, które poprzez zmiany zasobów kapitału

¹ Ponadto, przy ocenie bieżących realnych stóp procentowych często niewłaściwie za deflator przyjmuje się bieżącą, a nie oczekiwaną inflację.

prowadziłyby do wyrównania się jego krańcowej produktywności w skali całej gospodarki światowej. W podobny sposób przepływy kapitału portfelowego powinny kształtować poziom rentowności aktywów finansowych na jednym światowym poziomie.

Powyższe rozumowanie mogłoby sugerować, że NSP nie powinna różnić się między krajami. W rzeczywistości międzynarodowe przepływy kapitału są jednak ograniczone przez wiele czynników, jak np. koszt instalacji kapitału (Tobin, 1969), czy tzw. *home bias*, rozumiany jako większa skłonność do nabywania zarówno aktywów finansowych, jak i kapitału fizycznego we własnym kraju (Brzoza-Brzezina, 2003a). Bardzo ważnym elementem brany pod uwagę przez inwestorów, szczególnie dla rentowności papierów wartościowych², jest ryzyko zmian kursu walutowego oraz szerszej rozumiane ryzyko kraju. Wzrost niepewności związanej z wahaniami kursowymi czy spadek oceny wiarygodności kredytowej (*ratingu*) danego kraju prowadzą do wzrostu premii za ryzyko, znajdującej odzwierciedlenie we wzroście dysparytetu stóp procentowych pomiędzy daną gospodarką a krajami wysoko rozwiniętymi. Na premię za ryzyko wpływa również wiele innych czynników, w tym sytuacja sektora finansów publicznych oraz zaburzenia równowagi zewnętrznej. W rezultacie determinanty NSP w gospodarce zamkniętej nie pozostają bez wpływu na wysokość stopy realnej w gospodarce otwartej. Choć z jednej strony relatywnie wysoka krańcowa produktywność kapitału czy wysoka skłonność do konsumpcji będą w gospodarce otwartej w mniejszym stopniu ograniczone poziomem oszczędności krajowych, to jednak wzrost inwestycji oraz konsumpcji będzie prowadzić do pogorszenia bilansu obrotów bieżących i – w konsekwencji – wzrostu premii za ryzyko oraz wyższych stóp procentowych. Doświadczenia wielu krajów, w tym Polski, potwierdzają, że pogłębieniu deficytu na rachunku obrotów bieżących towarzyszy wzrost stóp procentowych. Ponadto ta kategoria makroekonomiczna jest jednym z podstawowych wskaźników branych pod uwagę przez inwestorów przy ocenie ryzyka wystąpienia kryzysu walutowego w danym kraju.

Powyższe rozważania wskazują, że NSP nie tylko zmienia się w czasie, lecz również jest uwarunkowana wieloma czynnikami, różniącymi się pomiędzy gospodarkami. Według autorów raportu OECD, NSP dla Polski w 2001 r. miała wynieść 5-7% (OECD, 2002); z obliczeń pracowników PKO BP (2002) można wnioskować, że wielkość ta została oszacowana w 2002 r. na poziomie około 4-5%; natomiast wg Brzoza-Brzeziny (2003b) w latach 1997-2002 kształtowała się ona w przedziale 4-6%. Charakterystyczne dla uzyskanych wyników NSP w Polsce jest to, że zdecydowanie prze-

wyższają one wielkości dla krajów UE (około 2-3%; Crespo-Cuaresma i in., 2003). Wydaje się, że różnica ta jest m.in. wynikiem wyższego tempa wzrostu produktywności w Polsce niż w gospodarkach rozwiniętych³, a także wyższej stopy preferencji czasowych polskich gospodarstw domowych, znajdującej odzwierciedlenie w ich niskiej skłonności do oszczędzania.

W konsekwencji przy ocenie restrykcyjności polityki pieniężnej nieuprawnione jest przyjęcie stopy realnej w krajach rozwiniętych jako właściwego punktu odniesienia dla gospodarki takiej jak polska. Dopiero gdyby stopa NBP skorygowana o inflację przewyższała poziom wyznaczony przez NSP dla Polski, politykę pieniężną można byłoby określić jako restrykcyjną, a w sytuacji utrzymywania stóp banku centralnego poniżej tak określonego poziomu – jako ekspansywną.

2. Zniesienie stopy referencyjnej i zaprzestanie operacji otwartego rynku

Niezależnie od optymalnego dla danej gospodarki poziomu stóp na rynku międzybankowym warto przyrzeć się proponowanym przez niektórych autorów sposobom złagodzenia prowadzonej polityki pieniężnej. Wśród nich najbardziej kontrowersyjny wydaje się postulat zniesienia operacji otwartego rynku, będących podstawowym instrumentem polityki pieniężnej NBP, i wyznaczającej ich rentowność stopy referencyjnej. W opinii zwolenników takiej decyzji, sterylizacja nadpłynności poprzez emisję bonów pieniężnych „pozbawia” sektor bankowy wolnych środków i w konsekwencji hamuje akcję kredytową. Zaprzestanie prowadzenia operacji otwartego rynku miałyby doprowadzić w warunkach nadpłynności do sytuacji, w której banki pozostawione z wolnymi nieoprocentowanymi środkami⁴ byłyby zmuszone do zwiększenia swojej akcji kredytowej. Przyrost kredytów prowadziłby również do wzrostu podaży pieniądza, której niska dynamika w latach 2002-2003 jest często postrzegana jako wyznacznik wysokiej restrykcyjności polityki pieniężnej w Polsce.

Głębsza analiza głównych determinant podstawowej działalności banków komercyjnych pozwala jednak odrzucić argumentację, że absorpcja nadpłynności poprzez emisję bonów pieniężnych uniemożliwiła udzielenie kredytu.

³ Gdyby za miarę produktywności przyjąć wzrost łącznej wydajności czynników produkcji, to w okresie 1996-2002 jego średni roczny wzrost w Polsce wyniósł około 2,9% (Gradzewicz i Kolasa, 2004), natomiast w UE około 0,8%. Z kolei w omawianym okresie produktywność pracy w Polsce i UE rosła przeciętnie odpowiednio o około 4,2% i 1,1% rocznie (EC, 2004).

⁴ Stąd wniosek, że postulowane jest również zniesienie stopy depozytowej, która w przeciwnym razie umożliwiłaby bankom komercyjnym ulokowanie tych środków w banku centralnym, choć po niższej niż referencyjna stopie.

² W tym skarbowych, które najczęściej wyznaczają minimalny koszt pozyskania kapitału na rynku krajowym.

2.1. Determinanty akcji kredytowej w warunkach emisji bonów pieniężnych banku centralnego

Wypracowywanie zysku w sektorze bankowym polega głównie na udzielaniu kredytów i ich refinansowaniu po stopie niższej od stopy procentowej płaconej przez kredytobiorców. Kredyty mogą być refinansowane w różny sposób, na przykład poprzez zbieranie depozytów lub pozyskiwanie środków na rynku międzybankowym. To, czy kredyt zostanie udzielony, czy nie, zależy przede wszystkim od oceny zdolności kredytowej potencjalnego kredytobiorcy. Jeśli bank uzna, że dany podmiot będzie miał możliwość regulowania zobowiązań wynikających z udzielonego mu kredytu, zostanie on mu przyznany. Cena kredytu, czyli jego oprocentowanie, powinna pokrywać koszty obsługi klienta, ryzyko banku oraz jego zysk.

W rezultacie do barier wzrostu akcji kredytowej należy zaliczyć wszelkie czynniki utrudniające uzyskanie zdolności kredytowej, w tym m. in. słabe perspektywy rozwoju gospodarczego, niepewność co do stabilności regulacji prawnych czy ryzyko bezrobocia. Wśród barier akcji kredytowej wskazuje się często także na niedobór płynności sektora bankowego, twierdząc, że w takich warunkach banki nie posiadają środków, które mogłyby zostać przeznaczone na udzielenie kredytów. W dalszej kolejności rozumowanie to prowadzi do podważania zasadności prowadzenia przez bank centralny operacji absorbujących nadpłynność w warunkach spowolnienia gospodarczego. Sterylizacja środków, które inaczej byłyby przeznaczone na wzrost akcji kredytowej, miałaby opóźnić powrót na ścieżkę szybszego wzrostu gospodarczego. Powyższa argumentacja jest w Polsce często przywoływana, gdy wskazuje się, że polityka operacji otwartego rynku prowadzonych przez NBP jest współodpowiedzialna za spowolnienie gospodarcze w latach 2001-2002. Głębsza analiza mechanizmu udzielania kredytów przez banki komercyjne prowadzi jednak do wniosku, że nie ma związku przyczynowo-skutkowego pomiędzy operacjami sterylizującymi nadpłynność sektora bankowego a spowolnieniem akcji kredytowej.

Bankom komercyjnym zależy na rozszerzaniu akcji kredytowej, gdyż jest ona dla nich potencjalnie zyskowna. Odrzucenie wniosku kredytowego klienta, będącego w stanie spłacić swoje zobowiązanie wraz z odsetkami, oznaczałoby dla banku rezygnację z możliwości osiągnięcia zysku. Jeśli w danej chwili bank nie dys-

ponuje wolnymi środkami na udzielenie kredytu, będzie się starał te środki pozyskać. W tym celu może się skierować na rynki finansowe, w szczególności rynek lokat międzybankowych, na którym banki pożyczają sobie nawzajem wolne środki. Koszt pozyskania środków na tym rynku zazwyczaj nieznacznie przekracza poziom stopy referencyjnej⁵. Aby działalność kredytowa mogła być zyskowna, oprocentowanie kredytów musi przewyższać stopy rynku międzybankowego. Refinansując akcję kredytową przy wykorzystaniu bazy depozytowej banki mogą uzyskać jeszcze większe korzyści, gdyż zwykle stopy procentowe płacone depozytariuszom są niższe od stóp na rynku międzybankowym. Brak wolnych środków pochodzących z depozytów nie jest jednak przeszkodą w udzieleniu kredytu.

Hipotetyczna sytuacja, w której na rynku międzybankowym nie ma wystarczającej ilości wolnych środków i przez to nie ma możliwości refinansowania akcji kredytowej, ma niewiele wspólnego z rzeczywistością. W takich warunkach nadmierny popyt na tym rynku rozdziłby ryzyko wzrostu stóp procentowych. Bank centralny prowadzący politykę kontroli stóp procentowych na rynku międzybankowym nie dopuściłby jednak do ich wzrostu. Poprzez operacje otwartego rynku dostarczyłby taką ilość środków⁶, która zapewniłaby utrzymanie stóp procentowych na niezmiennym poziomie. W sytuacji odwrotnej, gdyby podaż środków na rynku międzybankowym była tak duża, że rodziłaby ryzyko spadku stóp procentowych, bank centralny zapobiegłby temu scenariuszowi poprzez operacje otwartego rynku absorbujące odpowiednią ilość płynnych środków. Taki sposób prowadzenia polityki pieniężnej przyczynia się do utrzymania stopy procentowej na pożądanym poziomie. Czynnikiem umożliwiającym bankowi centralnemu efektywną kontrolę stóp procentowych jest jego monopolistyczna pozycja dostawcy pieniądza rezerwowego. Monitoruje on zmiany czynników autonomicznych (niezależnych od banku centralnego), wpływających na ilość wolnych środków na rynku międzybankowym, i za pomocą operacji otwartego rynku⁷ tak dostosowuje poziom płynności, aby uzyskać odpowiednią wysokość stóp procentowych oraz ograniczyć ich zmienność⁸. Wykres 1 potwierdza skuteczność polityki kontroli stóp procentowych prowadzonej przez NBP.

W rezultacie banki komercyjne będą mogły nadal refinansować swoją akcję kredytową po stałym koszcie, niezależnie od tego, czy w danym momencie posiadają wolne środki czy nie⁹. Powyższe rozumowanie prowa-

⁵ Możliwe są krótkotrwałe spadki stopy procentowej na rynku międzybankowym poniżej stopy referencyjnej banku centralnego, wynikające z niedopasowania wolumenu operacji otwartego rynku do faktycznych potrzeb rynku lub zaburzeń płynnościowych. Podobnie możliwy jest także wzrost stóp na rynku międzybankowym znacznie powyżej stopy referencyjnej (zazwyczaj ograniczony poziomem stopy lombardowej). Takie wahania stóp mają miejsce szczególnie pod koniec okresu utrzymywania rezerwy obowiązkowej, kiedy już nie można oczekiwać operacji banku centralnego, które mogłyby skompensować zaburzenia płynnościowe.

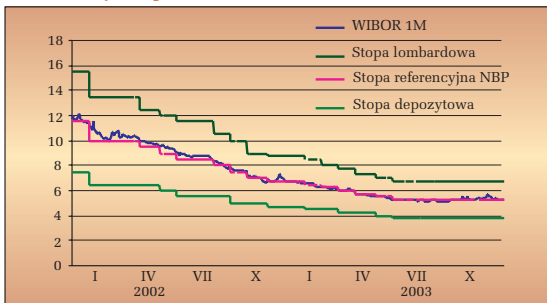
⁶ W sytuacji prowadzenia operacji absorbujących płynność, jak to ma miejsce w Polsce, zasileniu banków w płynność odpowiadałoby zmniejszenie emisji bonów pieniężnych NBP.

⁷ NBP prowadzi operacje otwartego rynku raz w tygodniu.

⁸ Więcej na temat roli operacji otwartego rynku w podrozdziale 2.4.

⁹ Pewnym ograniczeniem skali refinansowania na rynku międzybankowym są limity kredytowe, które banki wzajemnie na siebie nakładają. W przypadku braku możliwości uzyskania kredytu ze względu na limit banki mogą korzystać z alternatywnych źródeł refinansowania, np. operacji *repo*, *sell-buy-back*, *swap*.

Wykres 1 Stopy procentowe NBP oraz jednomiesięczny WIBOR w latach 2002-2003



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Bloomberg'a oraz NBP.

dzi do wniosku, że absorpcja nadpłynności sektora bankowego poprzez emisję bonów pieniężnych NBP nie jest barierą wzrostu akcji kredytowej.

2.2. Stopa procentowa jako podstawowy cel operacyjny polityki pieniężnej

Rozumowanie przedstawione powyżej pokazuje, że banki centralne mają możliwość kształtowania poziomu krótkookresowych stóp procentowych na rynku międzybankowym. W zdecydowanej większości krajów stopa procentowa na rynku międzybankowym stała się celem operacyjnym, choć nie zawsze oficjalnie zdefiniowanym, natomiast stopa procentowa banku centralnego – podstawowym instrumentem pozwalającym wpływać na kształtowanie celu operacyjnego¹⁰. Dotyczy to również Systemu Rezerwy Federalnej, do niedawna głównego propagatora idei kontrolowania agregatów monetarnych. Co więcej, niejednokrotnie wskazuje się, że w Stanach Zjednoczonych stopa procentowa stała się podstawowym celem operacyjnym już pod koniec lat 60. (Friedman, 2000). Odwrót od koncepcji kontroli agregatów pieniężnych najsilniej zaznaczył się jednak w ciągu ostatnich 10-15 lat. Bindseil (2003) szeroko opisuje przyczyny blisko 80-letniej dominacji nieaktualnego już poglądu, że polityka pieniężna powinna opierać się na kontroli agregatów monetarnych. Ponadto trafnie argumentuje, że w rzeczywistości nawet w tym okresie podstawowym celem operacyjnym była częstokroć stopa procentowa rynku pieniężnego. Jednak od czasów Cassela (1928) do lat 70. włącznie trudno jest znaleźć opracowanie środowiska akademickiego, które wskazywałoby, że prowadzenie polityki pieniężnej jest oparte na realizacji celu operacyjnego pod postacią stopy procentowej. Sytuacja ta zaczęła się zmieniać w latach 80. (np. prace McCal-

uma, 1981, 1986; Barro, 1989, Judd i Motley, 1992). Od końca lat 90. dominującym już podejściem we współczesnej polityce pieniężnej jest modelowanie implementacji polityki banku centralnego (np. przez Svenssona czy Woodforda) w oparciu o stopę procentową jako cel operacyjny. Na rozdźwięk pomiędzy praktyką bankowości centralnej, wskazującą w sposób oczywisty na stopę procentową jako podstawowy cel operacyjny, a teorią, podkreślającą znaczenie kontroli agregatów monetarnych, wskazuje m. in. Woodford (2003).

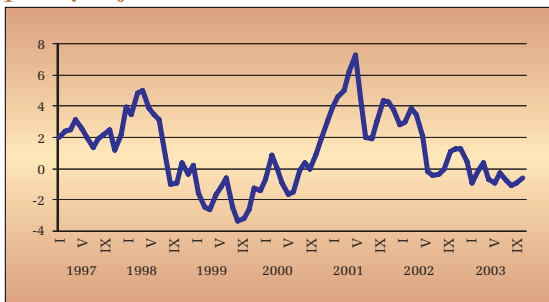
Omówienie aspektów teoretycznych, a także doświadczeń wielu krajów wskazujących na potrzebę kontrolowania przez bank centralny stopy procentowej, a nie agregatów monetarnych, wymagałoby osobnego opracowania, znacznie szerszego niż niniejsze. Zagadnienie to zostało szeroko omówione m. in. we wspomnianej pracy Bindseila (2003).

2.3. Endogeniczność pieniądza a ocena stopnia restrykcyjności polityki monetarnej w oparciu o agregaty monetarne

W końcu lat 90. Narodowy Bank Polski również odszedł od deklarowania kontroli agregatów monetarnych, m.in. w wyniku pogorszenia stabilności i statystycznej istotności ich związku z inflacją. W ramach realizacji strategii bezpośredniego celu inflacyjnego (BCI) celem operacyjnym jest kontrola stóp procentowych na rynku międzybankowym. Determinując ich wysokość, NBP wyznacza koszt refinansowania akcji kredytowej prowadzonej przez banki komercyjne, pośrednio wpływając na wartość udzielanych przez nie kredytów. Zmiany wartości kredytów skutkują zmianami wartości depozytów, a zatem również agregatów pieniężnych. Popyt przedsiębiorstw i gospodarstw domowych na kredyt oraz decyzja o jego udzieleniu przez bank komercyjny zależą jednak od wielu czynników innych niż stopy procentowe. Wśród nich należy wymienić przede wszystkim ocenę zdolności kredytowej podmiotu ubiegającego się o kredyt. Na zdolność kredytową wpływają m.in.: ocena rentowności i ryzyka projektów przedstawianych bankom do finansowania, perspektywy rozwoju danego sektora gospodarczego oraz całej gospodarki, historia kredytowa podmiotu ubiegającego się o kredyt, posiadanie odpowiednich zabezpieczeń, jakość rozwiązań prawnych gwarantujących odzyskanie należności przez bank w razie zaprzestania ich regulowania przez kredytobiorcę. Wszystkie wymienione czynniki pozostają poza kontrolą banku centralnego, a ich wpływ na intensywność akcji kredytowej może być większy niż wpływ stóp procentowych. W rezultacie, choć zmiany wysokości stóp procentowych NBP poprzez wpływ na oprocentowanie kredytów oddziałują również na podaż pieniądza, trudno zgodzić się ze stwierdzeniem, że NBP kontroluje wielkość podaży pieniądza. Podaż pieniądza zależy także od wielu innych czynników, na które NBP nie może oddziaływać.

¹⁰ Cel operacyjny jest zdefiniowany jako zmienna ekonomiczna, którą bank centralny chce i może kontrolować już w krótkim okresie za pomocą instrumentów polityki pieniężnej. Realizacja celu operacyjnego służy osiągnięciu, również poprzez wpływ na cel pośredni (jeśli został on określony), podstawowego celu banku centralnego, np. stabilności cen.

Wykres 2 Indeks restrykcyjności polityki pieniężnej w Polsce



Źródło: opracowanie własne na podstawie Kot (2003).

Powyższa argumentacja sugeruje tzw. endogeniczność pieniądza. W rzeczywistości wiele współczesnych nurtów myśli ekonomicznej skłania się do postrzegania pieniądza jako zmiennej endogenicznej, której wartość jest wypadkową wzajemnego oddziaływania wielu innych kategorii ekonomicznych (Rochon, Rossi 2003). Na endogeniczność pieniądza wskazują zarówno dydaktycy, m.in. Bofinger (2001) w podręczniku nowoczesnej polityki monetarnej, jak i praktycy – np. Bindseil (2003). Natura pieniądza bardzo trafnie została ujęta przez Moore'a: „Pieniądz jest kształtowany przez kredyt, a determinowany przez popyt”¹¹ (Moore, 1988).

Koncepcja endogenicznego pieniądza jest spójna z praktyką funkcjonowania banku centralnego w nowoczesnym układzie instytucjonalnym, gdzie bank centralny nie ma możliwości kontrolowania poziomu podaży pieniądza, lecz tylko pośrednio i w ograniczonym stopniu na nią wpływa. Decydując się na utrzymywanie ustalonego poziomu stóp procentowych władze monetarne rezygnują również z kontroli wielkości bazy monetarnej. Bank wpływa na jej wielkość poprzez operacje otwartego rynku, jednak wolumen tych operacji jest determinowany koniecznością utrzymania pożądanego poziomu stopy procentowej. W sytuacji zmiany popytu banków komercyjnych na pieniądź rezerwowy bank centralny musi dopasować jego podaż zmieniając wolumen operacji otwartego rynku, gdyż w przeciwnym razie zmieniłyby się stopy na rynku międzybankowym. W rezultacie baza monetarna staje się endogeniczna.

Powyższe rozumowanie wskazuje, że związek przyczynowo-skutkowy między podażą pieniądza a realnymi procesami gospodarczymi może mieć tylko jeden kierunek: od realnych procesów gospodarczych do pieniądza. Ilość pieniądza dopasowuje się do potrzeb gospodarki.

Ze względu na właściwość „dopasowywania się” podaży pieniądza do poziomu aktywności gospodarczej, koncepcja wykorzystania zmian wielkości agregatów

monetarnych jako wskaźnika informującego o stanie koniunktury wydaje się uzasadniona. Wskaźnik ten nie powinien być jednak interpretowany jako miara restrykcyjności polityki monetarnej, gdyż na koniunkturę wpływa wiele czynników pozostających poza kontrolą banku centralnego. Próby praktycznego wykorzystania agregatów monetarnych jako miernika koniunktury napotykają jednak wiele trudności, wynikających przede wszystkim z niejednoznaczności definicji pieniądza. Jaką jego miarę należałoby bowiem przyjąć? Szybki rozwój rynków finansowych, zmiany legislacyjne oraz wprowadzanie innowacji finansowych, takich jak np. karty płatnicze lub banki internetowe, utrudniają ustalenie definicji agregatu monetarnego, która dokładnie i stabilnie odzwierciedlałaby procesy zachodzące w gospodarce realnej.

W polskich warunkach wykorzystywanie szerokiego agregatu pieniężnego jako wskaźnika koniunktury jest dodatkowo nieprzekonujące ze względu na częste zmiany metodologii statystycznej stosowanej przy jego wyznaczaniu. Niektórzy ekonomiści przywołują na przykład spadek agregatu M3 w 2002 r. na poparcie tezy, że polityka pieniężna NBP była w tym okresie zbyt restrykcyjna, zapominając o czysto statystycznych przyczynach tego spadku. Otóż w marcu 2002 r. istotnie zmieniła się definicja szerokiego agregatu pieniężnego. W szczególności zostały z niego wyłączone depozyty o zapadalności powyżej 2 lat. Nieco wcześniej, w listopadzie 2001 r., w odpowiedzi na plany wprowadzenia podatku od dochodów odsetkowych, około 14 mld zł zostało przeniesionych z depozytów terminowych na tzw. lokaty antypodatkowe, których okres zapadalności przekraczał dwa lata, oraz do funduszy inwestycyjnych. Przeniesione środki nie zmieniły swej natury ekonomicznej i w tym kontekście nadal pozostały równoważne innym depozytom terminowym, jednak przestały być składnikiem szerokiego agregatu pieniężnego. W związku z tą zmianą wartość agregatu M3 uległa w 2002 r. obniżeniu, co wcale nie oznaczało spadku ilości pieniądza w gospodarce. Agregat M3 powiększony o wartość depozytów długoterminowych oraz aktywów funduszy inwestycyjnych i papierów skarbowych w posiadaniu gospodarstw domowych wzrósł w 2002 r. o około 2,2%.

Znacznie lepszą niż podaż pieniądza, choć także nie bez wad, metodą oceny stopnia restrykcyjności polityki monetarnej jest indeks MCI (ang. *Monetary Conditions Index*). Indeks ten jest zwykle wyznaczony jako średnia ważona realnej krótkookresowej stopy procentowej na rynku międzybankowym oraz realnego efektywnego kursu walutowego (Kot, 2003). Wartości MCI dla Polski wskazują, że od połowy 2001 r. restrykcyjność monetarna maleje i obecnie utrzymuje się na stosunkowo niskim poziomie¹² (wykres 2).

¹² Prezentowany wskaźnik MCI został wyznaczony metodą „odchyleń od trendu”. Metoda ta pozwala wyeliminować statystyczny efekt bazy oraz zaburzenia wynikające z aprecjacyjnego trendu realnego kursu walutowego, charakterystycznego dla krajów akcesyjnych. Więcej – zobacz Kot (2003).

¹¹ Oryginalne sformułowanie: *Money is credit led and demand determined.*

Tabela 1 Liczba kwotowań stopy rynku międzybankowego w 2003 r., w których odchylenie stopy O/N od stopy referencyjnej banku centralnego (*target interest rate*) było większe niż 0,3 pkt. proc.

Bank centralny	Bank Anglii	NBP	Fed	EBC
Udział dni z odchyleniem O/N przekraczającym 0,3 pkt. proc.	55,7	27,6	1,4	7,1

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Bloomberg.

2.4. Rola instrumentów banku centralnego w prowadzeniu polityki pieniężnej

Bank centralny realizuje swoją podstawową funkcję wpływając na kształtowanie się krótkoterminowych stóp procentowych na rynku międzybankowym. Głównym instrumentem do osiągnięcia tego celu operacyjnego są operacje otwartego rynku, poprzez które sektor bankowy jest zasilany w płynność bądź nadwyżka płynności tego sektora jest absorbowana. Poniżej zaprezentowano rolę operacji otwartego rynku oraz operacji depozytowo-kredytowych (ang. *standing facilities*) w kształtowaniu stóp procentowych na rynku międzybankowym. W rozważaniach przyjęto założenie, że stosowany jest system uśrednionej rezerwy obowiązkowej¹³.

Podstawową funkcją instrumentu uśrednionej rezerwy obowiązkowej jest stabilizacja stóp procentowych na rynku międzybankowym (Board of Governors, 1994; Deutsche Bundesbank, 1995; EBC, 2001; NBP, 2001). Obowiązek posiadania odpowiedniej ilości środków na rachunkach bieżących banków komercyjnych w okresie utrzymywania rezerwy obowiązkowej pełni funkcję „poduszki płynnościowej”, która akomodując nieoczekiwane zmiany stanu płynności jednocześnie ogranicza konieczność reakcji banku centralnego.

Ulokowanie przez banki komercyjne środków na rachunku bieżącym w banku centralnym dowolnego dnia okresu utrzymywania rezerwy obowiązkowej wypełnia ich zobowiązania z tego tytułu w takim samym stopniu jak ulokowanie tych środków w każdym innym dniu okresu utrzymywania rezerwy. W rezultacie przy uwzględnieniu pewnych dodatkowych założeń, których rozwinięcie w niniejszym opracowaniu nie jest konieczne, Bindseil (2003) pokazuje, że stopa *overnight* (O/N) dowolnego dnia będzie równa oczekiwanej stopie O/N w następnych dniach okresu utrzymywania rezerwy obowiązkowej. W przeciwnym razie pojawiłaby się możliwość arbitrażu poprzez realokację środków utrzymywanych na rachunku bieżącym w banku centralnym w celu wypełnienia zobowiązań z tytułu utrzymywania rezerwy obowiązkowej na moment, w którym oczekiwana stopa O/N jest najkorzystniejsza. W warunkach nadwyżki wolnych środków sektora bankowego na koniec okresu

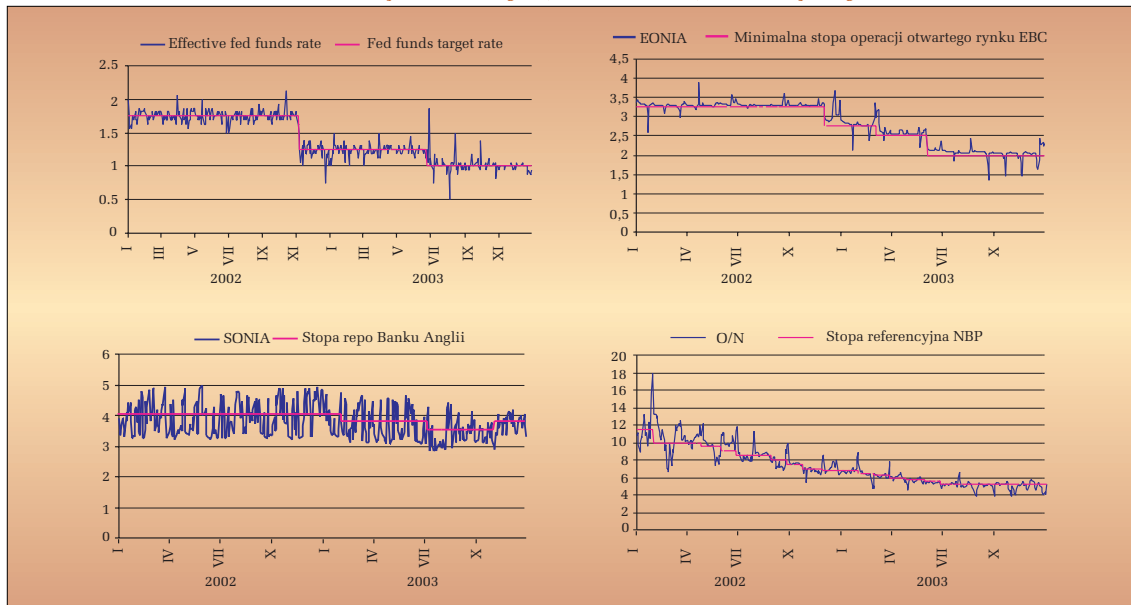
utrzymywania rezerwy stopa O/N powinna być równa stopie depozytowej banku centralnego, a w sytuacji, gdy sektor bankowy ma niewystarczającą ilość środków by wypełnić swoje zobowiązania z tytułu utrzymywania rezerwy obowiązkowej – stopie lombardowej. W konsekwencji system uśrednionej rezerwy zapewnia, że stopa O/N na rynku międzybankowym jest równa średniej ważonej stóp depozytowej (przy jej zniesieniu ten składnik wyniesie 0%) i lombardowej, gdzie wagami są prawdopodobieństwa, że sektor bankowy będzie odpowiednio nadpłynny lub wystąpi niedobór płynności. Żadne zaburzenie płynnościowe w okresie utrzymywania rezerwy obowiązkowej nie powinno zatem wpłynąć na stopy O/N dopóty, dopóki uczestnicy rynku oczekują, że zostanie ono skompensowane, np. poprzez operacje otwartego rynku, przed upłynięciem okresu utrzymywania rezerwy.

W rzeczywistości uwzględnienie pewnych czynników, takich jak skala zaburzeń płynnościowych, przewyższająca wielkość środków utrzymywanych w danym momencie na rachunkach bieżących w banku centralnym, czy uchylenie założenia pełnej efektywności rynku międzybankowego, ukazałoby, że stabilizacyjna funkcja systemu uśrednionej rezerwy obowiązkowej jest ograniczona. Przyczyny zmienności stóp O/N opisują m.in.: dla Stanów Zjednoczonych Hamilton (1996), dla strefy euro Perez-Quiros i Rodriguez-Mendizábal (2001) oraz Wuertz (2003). Nie oznacza to jednak, że system uśrednionej rezerwy obowiązkowej nie spełnia swojej funkcji w sposób satysfakcjonujący. Wskazują na to przykłady Systemu Rezerwy Federalnej, EBC i NBP, stosujących ten system i osiągających znacznie większą stabilizację stóp O/N niż Bank Anglii – por. wykres 3. Mimo że w Wielkiej Brytanii operacje otwartego rynku są prowadzone każdego dnia, stosownie jednodniowego systemu utrzymywania rezerwy obowiązkowej ogranicza możliwość stabilizowania stóp na rynku międzybankowym. Dane w tabeli 1 przedstawiają procentowy udział liczby kwotowań stopy rynku międzybankowego w 2003 r., w których odchylenie stopy O/N od stopy referencyjnej banku centralnego (*target interest rate*) było większe niż 0,3 pkt. proc. Uzyskane wyniki potwierdzają, że zmienność stóp O/N w Wielkiej Brytanii jest większa niż w strefie euro, Stanach Zjednoczonych oraz Polsce.

Powyższe rozumowanie wskazuje, że w warunkach symetrycznego korytarza wahań stóp procento-

¹³ Taki system jest powszechnie stosowany w bankowości centralnej, np. w Stanach Zjednoczonych czy w strefie euro, jak również w Polsce.

Wykres 3 Stopa O/N na rynku międzybankowym oraz stopy procentowe banku centralnego w latach 2002-2003 w Stanach Zjednoczonych, strefie euro, Wielkiej Brytanii oraz Polsce



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Bloomberg.

wych, tzn. gdy różnica między stopą lombardową a stopą referencyjną jest równa różnicy między stopą referencyjną a stopą depozytową, bank centralny powinien tak prowadzić operacje otwartego rynku, aby prawdopodobieństwo nadwyżki wolnych środków na koniec okresu utrzymywania rezerwy obowiązkowej było równe prawdopodobieństwu niedoboru tych środków w sektorze bankowym, tj. 0,5. W rezultacie, stopa procentowa na rynku międzybankowym będzie równa średniej arytmetycznej ze stóp lombardowej i depozytowej. Interesujące jest, że w takiej sytuacji zmiana stopy referencyjnej i towarzyszące jej równoległe przesunięcie stóp lombardowej i depozytowej nie wymaga, *ceteris paribus*, zmiany wolumenu operacji otwartego rynku¹⁴. Zmiana taka może nastąpić dopiero w sytuacji, gdy na przykład obniżka stóp procentowych znajdzie odzwierciedlenie również na rynku detalicznym. Wtedy wzrostowi popytu na kredyt będzie towarzyszył wzrost pieniądza gotówkowego w obiegu (czynnik autonomiczny powodujący odpływ wolnych środków z sektora bankowego), co będzie wywoływać większy popyt banków komercyjnych na pieniądź rezerwy banku centralnego (wzrosną też zobowiązania z tytułu rezerwy obowiązkowej, choć będą one przypadać na

kolejny okres utrzymywania rezerwy¹⁵). Zmiana stóp procentowych banku centralnego jest zatem osiągnięta bez zmiany wielkości bazy monetarnej. Dopiero ewentualny wzrost (spadek) popytu na pieniądź rezerwy, wywołany np. wzrostem (spadkiem) akcji kredytowej, będzie powodować potrzebę zmian wolumenu operacji otwartego rynku. W przeciwnym razie wzrost prawdopodobieństwa wystąpienia niedoboru (nadwyżki) środków spowodowałby wzrost (spadek) stopy procentowej na rynku międzybankowym powyżej (poniżej) poziomu wyznaczonego przez bank centralny. W konsekwencji zmiana podaży pieniądza będzie pochodną zmiany popytu na kredyt, co potwierdza wspomniana wcześniej endogeniczność pieniądza.

2.5. Koszty zaprzestania prowadzenia operacji otwartego rynku

Jaki zatem byłby skutek zniesienia operacji otwartego rynku? Czy rzeczywiście nastąpiłby pożądany wzrost akcji kredytowej i – w konsekwencji – ożywienie gospodarcze?

W warunkach nadpłynności polskiego sektora bankowego zaprzestanie emisji bonów pieniężnych przez NBP doprowadziłoby do sytuacji, w której sektor bankowy posiadałby nadwyżkę wolnych środków. W takiej sytuacji stopa procentowa na rynku międzybankowym spadłaby do poziomu stopy depozytowej, a w przypadku jej zniesienia – do 0% (prawdopodobieństwo posiadania nadwyżki środków na koniec okresu utrzymywania rezerwy obowiązkowej wyniosłoby 1). Argumentacja zwolenników zaprzestania operacji sterylizujących opiera się na dwóch przesłankach,

¹⁴ W rzeczywistości uwzględnienie pewnych uwarunkowań, np. asymetrycznego rozkładu zaburzeń płynnościowych, mogłoby wymagać zmiany wolumenu operacji otwartego rynku. Przeprowadzenie bardziej zaawansowanej analizy nie zmienia jednak wniosków płynących z rozumowania przedstawionego w tekście, opartego na pewnych uproszczeniach (zobacz: Bindseil, 2003).

¹⁵ Powszechną praktyką przy stosowaniu uśrednionego systemu rezerwy obowiązkowej jest ustalenie jej wysokości w okresie t na podstawie bilansu banku z okresu $t-1$. Wzrost zobowiązań nie wystąpi w sytuacji utrzymywania tzw. zerowej uśrednionej rezerwy obowiązkowej, stosowanej np. przez Bank Kanady (Clinton, 1997).

z których każda miałyby prowadzić do ożywienia akcji kredytowej. Po pierwsze, twierdzi się, że wskutek braku absorpcji nadpłynności banki pozostawione z wolnymi środkami przeznaczyłyby je na zwiększenie wolumenu udzielanych kredytów. Po drugie, utrzymuje się, że zaniechanie prowadzenia operacji otwartego rynku przez NBP skutkowałoby zniesieniem „podłogi” dla wahań stóp procentowych na rynku międzybankowym oraz zmusiłoby banki komercyjne do obniżenia stóp procentowych na rynku detalicznym, czego ostatecznym rezultatem byłby również wzrost akcji kredytowej. Wyższa dynamika kredytów przyczyniłaby się z kolei do ożywienia gospodarczego.

Przy rozpatrywaniu pierwszego z powyższych argumentów należy podkreślić, że potencjalne dążenie banków do „wypchnięcia” dodatkowej ilości wolnych środków w postaci kredytów jest trudne do pogodzenia z polityką optymalizacji zysku. Jak już zaznaczono, banki nie mają trudności ze znalezieniem środków na kredyty dla wiarygodnych kredytobiorców, którzy są w stanie je spłacić. W rezultacie, gdy np. obserwuje się stagnację akcji kredytowej, musi to oznaczać, że nie ma już możliwości udzielenia więcej kredytów, które mogłyby przynieść zysk po uwzględnieniu towarzyszącego im ryzyka. Dlaczego zatem banki miałyby zwiększać akcję kredytową udzielając kredytów, które nie są zyskowne? Na to pytanie trudno znaleźć satysfakcjonującą odpowiedź.

Z kolei uwzględniając spadek stóp procentowych na rynku międzybankowym w wyniku zaprzestania prowadzenia operacji otwartego rynku, można wskazać na przynajmniej dwa czynniki, które podają w wątpliwość realizację scenariusza przyspieszenia akcji kredytowej.

Po pierwsze, nie jest oczywiste, że wskazywany spadek stóp procentowych na rynku detalicznym, nawet gdyby nastąpił, przełożyłby się na znaczny wzrost wolumenu udzielanych kredytów. Poziom stóp procentowych w Polsce jest obecnie tylko jednym z ograniczeń, i to bynajmniej nie najważniejszym, wzrostu akcji kredytowej. Powyższą tezę potwierdzają wyniki ankietowych badań koniunktury w sektorze przedsiębiorstw, prowadzonych przez NBP¹⁶. Od połowy 2002 r. ankietowane przedsiębiorstwa umieszczają wysokość stóp procentowych na odległym miejscu wśród czynników ograniczających ich dostęp do kredytu.

Po drugie, przy danym kapitale własnym wzrostowi akcji kredytowej towarzyszy wzrost ekspozycji banków na ryzyko kredytowe (VaR – ang. *value at risk*). Doświadczenia polskich banków w latach 90. pokazały, że przy nadmiernym wzroście akcji kredytowej potencjalne straty bardzo łatwo mogą się przekształcić w koszty rzeczywiście poniesione. Ponieważ od tego czasu banki udoskonaliły swoje umiejętności w zarzą-

daniu ryzykiem, nie należy oczekiwać, że brak absorpcji wolnych środków banków zmusiłby je do znacznego zwiększenia akcji kredytowej.

Ponadto należy podkreślić, że w sytuacji zwiększenia akcji kredytowej płynność sektora bankowego zmniejsza się jedynie o „wyciek gotówki”¹⁷ oraz rezerwę obowiązkową. W konsekwencji, jeśli nawet dopuszczymy możliwość zwiększenia przez banki akcji kredytowej w wyniku pozostawienia ich z wolnymi środkami, co – jak wskazano powyżej – jest mało prawdopodobne, to wymagany wzrost wolumenu udzielonych kredytów, pozwalający zlikwidować nadpłynność, byłby w praktyce trudny do osiągnięcia. W rezultacie po zniesieniu stóp referencyjnej oraz depozytowej w początkowym okresie stopa procentowa na rynku międzybankowym spadłaby do poziomu bliskiego zera. Należy się spodziewać, że wówczas banki dążyłyby do ulokowania wolnych środków w inne aktywa. Rozpatrzone zostaną dwa warianty, tj. że banki będą w stanie ulokować wszystkie wolne środki w aktywa generujące dochód oraz że nie będą miały takiej możliwości.

W warunkach obserwowanego w Polsce wzrostu emisji papierów skarbowych niezaabsorbowane środki sektora bankowego mogłyby zostać przeznaczone na zakup obligacji skarbowych. Gdyby założyć, że sytuacji tej towarzyszyłaby znaczna poprawa koniunktury, wtedy beneficjenci rosnących wydatków sektora publicznego mogliby przeznaczyć otrzymane dodatkowe środki na inwestycje. W takich warunkach, w wyniku wzrostu popytu na pieniądź transakcyjny, znacznie większa część tych środków mogłaby być utrzymywana w formie pieniądza gotówkowego poza kasami banków. W konsekwencji przy odpowiednio dużym wolumenie opisanych operacji teoretycznie możliwe byłoby zlikwidowanie nadpłynności sektora bankowego. Niemniej jednak, ponieważ operacje otwartego rynku nie byłyby już prowadzone, nie można byłoby oczekiwać, że wpływ czynników autonomicznych na sytuację płynnościową rynku międzybankowego zostałby zakomodowany poprzez odpowiednią reakcję banku centralnego. W konsekwencji stopa procentowa na rynku międzybankowym podlegałaby gwałtownym wahaniom od 0% do poziomu wyznaczonego przez stopę lombardową. Co ważniejsze jednak, brak reakcji banku centralnego na zaburzenia płynnościowe na rynku międzybankowym byłby równoważny z zakłóceniem podstawowego źródła finansowania krótkoterminowego. Przełożyłoby się to również na ograniczenie płynności innych rynków, w tym rynku obligacji. Ograniczenie płynności tego rynku uniemożliwia z kolei efektywne funkcjonowanie rynków IRS i FRA. W konsekwencji ograniczona zostanie możliwość skutecznego zabezpieczenia się banków przed podstawowym dla nich ryzy-

¹⁶ Opracowanie wyników ankietowego badania koniunktury prowadzonego przez NBP – źródło www.nbp.pl/publikacje/koniunktura

¹⁷ „Wyciek gotówki” można zdefiniować jako tę część podaży pieniądza, która jest utrzymywana w postaci pieniądza gotówkowego poza kasami banków.

kiem stopy procentowej. Wraz ze wzrostem premii za płynność znajdzie to odzwierciedlenie we wzroście stóp procentowych wzdłuż całej krzywej dochodowości. Ponadto, wysoka zmienność kosztu finansowania krótkoterminowego przy ograniczonej płynności rynku obligacji wpłynie również na wzrost zmienności krzywej dochodowości.

Bardziej prawdopodobna jest jednak sytuacja, że sektor bankowy nie byłby w stanie ulokować wszystkich wolnych środków w aktywa przynoszące dochód. Byłoby tak gdyby np. wydatki sektora publicznego skutkowały powrotem zdecydowanej większości tych środków do sektora bankowego. Zakup zagranicznych aktywów finansowych oznaczałby z kolei ponowne ulokowanie złotych w polskich bankach przez podmiot, który wcześniej dokonał sprzedaży dewiz za polską walutę. Banki, chcąc za wszelką cenę ulokować nieoprocentowane środki w dochodowe aktywa, ponownie kupowałyby dewizy, wyprzedając złote. Tego typu operacje skutkowałyby silną presją na deprecjację kursu złotego. W konsekwencji osłabienie polskiej waluty i oczekiwania na jej dalszą deprecjację, wzrost premii za ryzyko oraz oczekiwanej inflacji powodowałyby wzrost stóp procentowych wzdłuż krzywej dochodowości. Wyjątkiem byłyby krótkoterminowe stopy rynku międzybankowego, które w sytuacji nadpłynności utrzymywałyby się na poziomie bliskim zera.

W rezultacie w każdym z omówionych przypadków zaprzestanie operacji otwartego rynku skutkowałoby wzrostem stóp procentowych, destabilizacją oraz utratą wiarygodności całego systemu finansowego i – w konsekwencji – spowolnieniem gospodarczym. Przy założeniu, że złagodzenie polityki pieniężnej byłoby rzeczywiście pożądane, znacznie prostszym i bezpieczniejszym sposobem wsparcia ożywienia gospodarczego i obniżenia oprocentowania kredytów na rynku detalicznym byłoby obniżenie stóp procentowych NBP przy zachowaniu podstawowego instrumentu operacji otwartego rynku.

3. Wspieranie ekspansywnej polityki fiskalnej przez politykę pieniężną

Przedstawione propozycje obniżenia stóp realnych do poziomu krajów wysoko rozwiniętych czy zniesienie stopy referencyjnej i zaprzestanie prowadzenia operacji otwartego rynku miałyby być jednym ze sposobów koniecznego – zdaniem niektórych ekonomistów – zmniejszenia restrykcyjności polityki pieniężnej. Działanie takie miałyby wspierać ekspansywną politykę fiskalną, gdyż tylko taka kombinacja obu polityk miałaby gwarantować powrót na ścieżkę szybszego wzrostu gospodarczego.

Oprócz omówionych postulatów wskazuje się także na potrzebę zmiany zapisu konstytucyjnego, który uniemożliwia finansowanie deficytu budżetowego

w banku centralnym. Zwolennicy takiego rozwiązania twierdzą, że zakup obligacji skarbowych przez bank centralny po stopie niższej niż rynkowa ułatwiłby finansowanie wydatków potrzebnych do pobudzenia popytu w Polsce. Co więcej, przywołuje się przykład Systemu Rezerwy Federalnej, gdzie takie operacje miałyby być prowadzone.

Operacje zakupu papierów skarbowych przez banki centralne są rzeczywiście powszechną praktyką. Należy jednak wyraźnie zaznaczyć, że – po pierwsze – operacje te są dokonywane najczęściej w ramach transakcji warunkowych na krótki okres, np. 7 dni, w których papiery skarbowe pełnią funkcję wyłącznie zabezpieczenia. Po drugie, zakup papierów skarbowych dokonuje się na rynku wtórnym, a nie pierwotnym, a więc już po udzieleniu kredytu rządowi przez podmiot prywatny. W konsekwencji, operacje zakupu papierów skarbowych przez banki centralne nie są równoważone z finansowaniem przez nie deficytu budżetowego.

Możliwość finansowania deficytu w banku centralnym stanowiłaby źródło pokusy nadużycia (ang. *moral hazard*). Historia pokazuje, że zjawiskom hiperinflacji praktycznie zawsze towarzyszyło finansowanie wydatków rządowych w banku centralnym (Bofinger, 2001). Dlatego powszechny wśród banków centralnych, i to nie tylko w gospodarkach wysoko rozwiniętych, jest zakaz finansowania deficytu budżetowego, najczęściej przybierający formę zapisu prawnego. Zakaz ten jest m.in. wymogiem traktatowym obejmującym wszystkie kraje Unii Europejskiej, zatem postulat jego zniesienia w polskiej Konstytucji w przeddzień przystąpienia do UE jest tym mniej zasadny.

Wskazując na konieczność prowadzenia bardziej ekspansywnej polityki pieniężnej wspierającej wydatki sektora finansów publicznych podkreśla się, że w warunkach niskiej bieżącej inflacji rezygnacja ze strategii bezpośredniego celu inflacyjnego i dopuszczenie „nie-wielkiego” przyspieszenia tempa wzrostu cen nawet do poziomu 5% nie powinny być szkodliwe. Ponadto przywołuje się badania mające potwierdzać tezę, że przejściowy wzrost deficytu w Polsce nie będzie prowadzić do nasilenia presji inflacyjnej.

Powyższa argumentacja wydaje się pomijać fakt, że w warunkach postępującej globalizacji rynków finansowych oraz swobodnych przepływów kapitału jednym z kluczowych czynników wspierających stabilność systemu finansowego jest jego wiarygodność.

Budowanie wiarygodności jest procesem długotrwałym, którego osiągnięcia mogą jednak zostać szybko zaprzepaszczone. Utrata zaufania, a w gospodarkach o nieutralnej wiarygodności zaledwie wzrost niepewności inwestorów skutkują masowym odpływem kapitału, czego konsekwencje są szczególnie odczuwalne w krajach o relatywnie płytkich rynkach finansowych, takich jak Polska. Ponadto nasza gospodarka jest wciąż narażona na tzw. ryzyko zarażenia (ang. *conta-*

gion effect). Oznacza ono, że niekorzystne zjawiska na rynku jednego z krajów akcesyjnych (np. na Węgrzech) mogą zostać zinterpretowane przez inwestorów jako sygnał wystąpienia podobnych zdarzeń na „bliźniaczym” rynku w Polsce i tym samym doprowadzić do odpływu kapitału i destabilizacji rynków finansowych w obu krajach. Sytuacja taka jeszcze silniej podkreśla potrzebę wspierania stabilności i wiarygodności systemu finansowego w Polsce.

Choć zakończenie procesu dezinflacji jest niezaprzeczalnym osiągnięciem polityki pieniężnej, Polska nie uzyskała jeszcze statusu kraju charakteryzującego się stabilnym i niskim tempem wzrostu cen. W tym kontekście wyzwaniem dla polityki pieniężnej w następnych latach powinna być stabilizacja inflacji na niskim poziomie wyznaczonym przez cel inflacyjny w wysokości 2,5% +/- 1 pkt proc. Takie działanie powinno sprzyjać umacnianiu wiarygodności, a tym samym stabilności obecnego systemu. Niewątpliwym zagrożeniem dla tego procesu byłaby natomiast rezygnacja ze strategii BCI z zamiarem prowadzenia ekspansywnej polityki pieniężnej, mającej wesprzeć wzrost wydatków sektora finansów publicznych. Zwolennicy takiego działania przywołują badanie MFW (Catão i Terrones 2003) na poparcie tezy, że w gospodarkach o niskiej i stabilnej inflacji nie obserwuje się wyraźnej zależności między wzrostem deficytu a tempem wzrostu cen. Wniosek ten próbuje się zastosować do sytuacji w Polsce. Cytując wyniki MFW pomija się jednak istotny fakt, podkreślany przez autorów przywoływanego opracowania. Mianowicie połowa badanych krajów charakteryzujących się niskim tempem wzrostu cen to bardzo małe otwarte gospodarki, które albo przez wiele lat utrzymywały sztywny kurs swojej waluty, albo przyjęły walutę kraju wysoko rozwiniętego, charakteryzującego się stabilnymi cenami. Druga połowa to natomiast kraje wysoko rozwinięte, cechujące się m.in. głębokimi rynkami finansowymi oraz przez wiele lat utrwalaną wiarygodnością polityki pieniężnej, która poprzez wpływ na oczekiwania ogranicza wzrost presji inflacyjnej. Polska nie została zakwalifikowana do żadnej z wyżej wymienionych grup, lecz do kategorii krajów rozwijających się o najwyższej inflacji, a dla nich zależność między deficytem a inflacją okazała się bardzo silna.

Wskazując na konieczność prowadzenia luźnej polityki pieniężnej w warunkach ekspansywnej polityki fiskalnej, zwolennicy takiego działania zdają się także całkowicie pomijać jego konsekwencje dla sytuacji na rynku walutowym.

Od momentu upłynięcia kursu złotego odnotowano kilka przypadków gwałtownego osłabienia polskiej waluty. Większość z nich, a w szczególności niedawne wydarzenia na polskim rynku walutowym, znakomicie ilustruje, jak silnie sytuacja w sektorze finansów publicznych wpływa na wahania kursu złote-

go. Wszelkie sygnały wskazujące na pogorszenie dyscypliny fiskalnej przekładają się na osłabienie polskiej waluty. Proponowany układ ekspansywnej polityki fiskalnej wspieranej przez politykę niskich stóp procentowych nie tylko prowadziłby do jeszcze głębszej deprecjacji złotego, lecz również skutkowałby wzrostem części długu publicznego wyrażonego w walucie zagranicznej i w konsekwencji szybkim osiągnięciem konstytucyjnego progu relacji długu publicznego do PKB w wysokości 60%. Usunięcie tej „przeszkody” na drodze do ożywienia gospodarczego wymagałoby zatem jeszcze jednej, po usunięciu zakazu finansowania deficytu w banku centralnym, zmiany Konstytucji. Tego typu działania prowadziłyby do utraty zaufania, masowego odpływu kapitału i destabilizacji polskiego systemu finansowego. Ponadto, odzyskanie utraconej w ten sposób wiarygodności byłoby procesem długotrwałym, gdyż uczestnicy rynków finansowych mają bardzo dobrą pamięć.

Podsumowanie

Prowadzenie polityki pieniężnej wymaga kompleksowej i często skomplikowanej analizy, obejmującej wiele zróżnicowanych czynników. Złożoność zagadnień związanych z realizacją polityki pieniężnej jest prawdopodobnie głównym źródłem nieporozumień w interpretacji działań władz monetarnych. W opracowaniu starano się wskazać na te argumenty poddające krytyce politykę pieniężną w Polsce, które zazwyczaj wynikają z niedostatecznej znajomości praktyki bankowości centralnej, ale wielokrotnie powtarzane stają się obiegowymi prawdami i „prostymi receptami” na uzdrowienie polskiej gospodarki. Wiele z proponowanych i często popularnych postulatów nie uwzględnia determinant poziomu realnej stopy procentowej w polskiej gospodarce. Nie rozpoznaje się stopy procentowej rynku międzybankowego jako podstawowego celu operacyjnego banku centralnego oraz funkcji stopy referencyjnej i operacji otwartego rynku jako instrumentów umożliwiających osiągnięcie tego celu. Nie wszystkie bariery działalności kredytowej sektora bankowego są właściwie identyfikowane. Nie zawsze poprawnie oceniany jest stopień restrykcyjności polityki pieniężnej co jest m.in. wynikiem wciąż popularnego poglądu sterowania podażą pieniądza przez bank centralny. Pomija się także negatywne konsekwencje prowadzenia ekspansywnej polityki fiskalnej wspieranej przez ekspansywną politykę pieniężną.

Powyższe słabości prowadzą do formułowania postulatów, których realizacja skutkowałaby efektami przeciwnymi do zamierzonych. Oprócz destabilizacji systemu finansowego i spowolnienia gospodarczego proponowane działania oznaczałyby utratę dotychczas osiągniętej wiarygodności. Koszt ten byłby szczególnie

dotkliwy w przypadku takiej gospodarki jak polska, gdzie wciąż istnieje silna potrzeba pozyskiwania zaufania inwestorów poprzez utrwalanie dopiero osiągniętej stabilizacji gospodarczej, a jakiegokolwiek sygnały podważające wiarygodność systemu finansowego przekładają się na natychmiastową reakcję uczestników rynku. Należy także podkreślić, że negatywne skutki proponowanych działań nie mogły-

by zostać zniwelowane w krótkim okresie. Wiarygodność ma bowiem tę własność, że może zostać utracona bardzo szybko, ale jej odbudowa jest procesem długotrwałym. W konsekwencji, formułując postulaty dotyczące sposobu prowadzenia polityki pieniężnej, należy pamiętać, jak niewiele trzeba, by koszty poniesione w skali całej gospodarki były bardzo dotkliwe.

Literatura

1. R. J. Barro (1989): *Interest rate targeting*. „Journal of Monetary Economics” No. 23/1989.
2. U. Bindseil (2003): *Monetary Policy Implementation. Theory-Past-Present*, manuskrypt.
3. A. Blinder (1997): *What Central Bankers Could Learn from Academics-and Vice Versa*. „Journal of Economic Perspectives” No. 11/1997.
4. A. Blinder (2001): *Bankowość centralna w teorii i praktyce*. Warszawa, CeDeWu.
5. Board of Governors (1994): *The Federal Reserve System: Purposes and Functions*. Board of Governors of the Federal Reserve System, Washington D. C.
6. P. Bofinger (2001): *Monetary Policy. Goals, Institutions, Strategies, and Instruments*. Oxford University Press, Nowy Jork.
7. M. Brzoza-Brzezina (2003a): *Zagadnienie naturalnej stopy procentowej*. „Ekonomista” nr 4.
8. M. Brzoza-Brzezina (2003b): *Rola naturalnej stopy procentowej w polskiej polityce pieniężnej*. „Ekonomista” nr 5.
9. G. Cassel (1928): *The Rate of Interest, the Bank Rate, and the Stabilization of Prices*. „Quarterly Journal of Economics” No. 42, August.
10. L. Catão, M. E. Terrones (2003): *Fiscal Deficits and Inflation*. IMF Working Paper No. 03/65.
11. K. Clinton (1997): *Implementation of monetary policy in a regime with zero reserve requirements*. Bank of Canada Working Paper No. 97-8, Ottawa.
12. J. Crespo-Cuaresma, E. Gnan, D. Ritzberger-Gruenwald (2003): *Searching for the Natural Rate of Interest: A Euro-Area Perspective*. Working Paper No. 84, Oesterreichische Nationalbank.
13. Deutsche Bundesbank (1995): *The monetary policy of the Deutsche Bundesbank*. Frankfurt am Main.
14. M. Gradzewicz, M. Kolasa (2004): *Szacowanie luki popytowej dla gospodarki polskiej przy wykorzystaniu metody VECM*. „Bank i Kredyt” nr 2/2004.
15. EBC (2001): *The monetary policy of the ECB*. Frankfurt am Main, European Central Bank.
16. EC (2004): *The EU Economy: 2003 Review*. European Commission, Directorate-General for Economic and Financial Affairs, Bruksela, listopad 2003.
17. B. M. Friedman (2000): *The role of interest rates in Federal Reserve policymaking*. W: R. W. Kopcke i L. E. Browne: *The evolution of monetary policy and the federal reserve system over the past thirty years*. Federal Reserve Bank of Boston, Conference Series No. 45, Boston.
18. J. D. Hamilton (1996): *The daily market for federal funds*. „Journal of Political Economy” No. 104.
19. J. P. Judd, B. Motley (1992): *Controlling Inflation with an interest rate instrument*. Federal Reserve Bank of San Francisco Economic Review, Summer 1992.
20. A. Kot (2003): *Metody kwantyfikacji restrykcyjności monetarnej, fiskalnej oraz policy mix w krajach akcesyjnych*. „Bank i Kredyt” nr 6/2003.
21. T. Laubach, J. C. Williams (2001): *Measuring the Natural Rate of Interest*. Board of Governors of the Federal Reserve System, November.
22. B. T. McCallum (1981): *Price level determinacy with an interest rate instrument and rational expectations*. „Journal of Monetary Economics” No. 8.
23. B. T. McCallum (1986): *Some Issues concerning interest rate pegging, price level determinacy, and the real bills doctrine*. „Journal of Monetary Economics” No. 17.
24. H. P. Minsky (1991): *The endogeneity of money*. W: E. J. Nell, W. Semmler: *Nicholas Kaldor and Mainstream Economics: Confrontation or Convergence?* St. Martin's Press, Nowy Jork.
25. B. J. Moore (1988): *Horizontalists and Verticalists: The Macroeconomics of Credit Money*. Cambridge, Cambridge University Press.

26. B. J. Moore (2001): *Some reflections on endogenous money*. W: Rochon L. -P., Vernengo: *Credit, Interest Rates and the Open Economy: Essays on Horizontalism*. Edward Edgar, Northampton.
27. NBP: *Wstępna informacja o kondycji sektora przedsiębiorstw ze szczególnym uwzględnieniem stanu koniunktury*, publikacja kwartalna, www.nbp.pl/publikacje/koninunktura
28. NBP (2001): *Założenia polityki pieniężnej na 2002 rok*. Warszawa, wrzesień, Narodowy Bank Polski.
29. OECD (2002): *OECD Economic Surveys: Poland*. OECD, czerwiec.
30. T. I. Palley (1994): *Competing views of the money supply process: theory and evidence*. „*Metroeconomica*” 45 (1).
31. G. Perez-Quiros, H. R. Rodriguez-Mendizábal (2001): *The daily market for funds in Europe: Has something changed with EMU?* ECB Working Paper Series No. 67.
32. PKO BP (2002), „*Biuletyn Makroekonomiczny*”, PKO BP, Warszawa, sierpień.
33. L.-P. Rochon, S. Rossi (2003): *Modern Theories of Money. The Nature and Role of Money in Capitalist Economies*. Northampton, Edward Elgar.
34. J. Tobin (1969): *A General Equilibrium Approach to Monetary Theory*. „*Journal of Money, Credit and Banking*” No. 1.
35. M. Woodford (2003): *Interest and prices: Foundations of a theory of monetary policy*. Princeton, Princeton University Press.
36. F. R. Würtz (2003): *A comprehensive model of the euro overnight rate*. ECB Working Paper Series No. 207.