

Wielkości	Dni miesiący					
	10 I	20 I	31 I	10 II	20 II	28 II
Wartość depozytów	250	200	350			
Cała deklarowana utrzymywana rezerwa / w tym w gotówce				20/3	15/2	30/8

IV. Omów problemy

1. Opisz, jak zmieniała się hierarchia ważności funkcji rezerwy obowiązkowej na świecie.
2. Wymień i scharakteryzuj poszczególne techniczne aspekty systemu rezerwy obowiązkowej.
3. Czy dopuszczalne jest częste zmienianie stopy rezerwy obowiązkowej? Odpowiedź uzasadnij.
4. Czy bank centralny może za pomocą systemu rezerwy obowiązkowej wpływać na proporcje poszczególnych rodzajów depozytów przyjmowanych przez banki komercyjne? Odpowiedź uzasadnij.
5. Ujmij rezerwę obowiązkową w każdej ze wskazanych we *Wstępie* klasyfikacji instrumentów polityki pieniężnej i wyjaśnij, dlaczego tak powinna zostać zakwalifikowana.
6. Opisz, które aspekty rezerwy obowiązkowej w Polsce muszą być jeszcze zharmonizowane z rozwiązaniami Eurosystemu.
7. Opisz funkcjonowanie mechanizmu wpływu stopy rezerwy obowiązkowej na możliwości kreacji pieniądza przez sektor bankowy.
8. Czy w przypadku systemu rezerwy obowiązkowej fakt, że jest ona utrzymywana w sposób uśredniony determinuje to, że musi być ona także naliczana w sposób uśredniony? Odpowiedź uzasadnij.
9. Z czego wynika tendencja, zauważalna także w Polsce, do rezygnowania z umożliwiania bankom utrzymywania części rezerwy obowiązkowej w formie gotówki w kasie banku?

10. Czym były w Polsce depozyty międzydekadowe i jaki był sens ich tworzenia? Co uczynił Narodowy Bank Polski, aby ograniczyć ten proceder?
11. Dlaczego w krajach rozwiniętych, choć nie we wszystkich, występuje tendencja do płacenia bankom komercyjnym oprocentowania od środków utrzymywanych ze względu na rezerwę obowiązkową?
12. Czy fakt, że w Polsce wprowadzono system rezerwy oprocentowanej, miał wpływ na zyski Narodowego Banku Polskiego? Odpowiedź uzasadnij.
13. Jakie znaczenie dla niepewności w systemie bankowym i zarządzania płynnością banku mają poszczególne rozwiązania w zakresie technicznych aspektów rezerwy obowiązkowej, takie jak system równoległy, częściowo opóźniony, opóźniony, uśredniony, nieuśredniony itd.?
14. Czy w kraju o strukturalnej nadpłynności sektora bankowego można byłoby łatwo zrezygnować z systemu rezerwy obowiązkowej? Odpowiedź krótko uzasadnij.
15. Czy gdyby system rezerwy obowiązkowej nie istniał, banki mogłyby w ogóle nie utrzymywać środków na rachunku bieżącym w banku centralnym?
16. Jakie zmiany w technicznych aspektach systemu rezerwy obowiązkowej miały w Polsce największe znaczenie dla rozwoju rynku międzybankowego?
17. Jakie są zalety ujednoczenia stawek rezerwy obowiązkowej dla różnych rodzajów depozytów?
18. Z czego wynika, że opóźniony i uśredniony system rezerwy obowiązkowej wygładza przebieg rynkowych stóp procentowych?
19. Opisz, w jakim kierunku ewoluuje wykorzystanie instrumentów rezerwy obowiązkowej?
20. Czy rozwiązanie w postaci uśrednienia sposobu utrzymywania rezerwy obowiązkowej ma duże znaczenie dla sprawności systemu rozliczeń brutto w czasie rzeczywistym (np. SORBNET w Polsce)? Odpowiedź krótko uzasadnij.

Literatura

1. Borio, C., 1997, *The Implementing of Monetary Policy in Industrial Countries: a Survey*, BIS Economic Papers, no. 47.
2. Duwendag, D., Ketterer, K.H., Kusters, W., Pohl, R., Simmert, D.B., 1995, *Teoria pieniądza i polityka pieniężna*, Poltext, Warszawa.
3. Europejski Bank Centralny, 2014, Raport roczny 2013, EBC, Frankfurt nad Menem (i wcześniejsze).
4. Jaworski, W.L., Krzyżkiewicz, Z., Kosiński, B., 1998, *Banki. Rynek, operacje, polityka*, Poltext, Warszawa.
5. Kaźmierczak, A., 1998, *Podstawy polityki pieniężnej*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
6. Narodowy Bank Polski, 2012, Raport roczny 2011, Warszawa (i wcześniejsze).
7. Pietrzak, B, Polański, Z. (red.), 1998, *System finansowy w Polsce. Lata dziewięćdziesiąte*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
8. Pietrzak, B, Polański, Z., Woźniak, B. (red.), 2003, *System finansowy w Polsce*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
9. Przybylska-Kapuścińska, W., 2007, *Eurosystem a instrumenty polskiej i czeskiej polityki pieniężnej*, Wydawnictwo CeDeWu, Warszawa.
10. Schaal, P., 1996, *Pieniądz i polityka pieniężna*, PWE, Warszawa.
11. Szpunar P., 2000, *Polityka pieniężna. Cele i warunki skuteczności*, PWE, Warszawa.
12. Tymoczko, D., 2000, *Instrumenty interwencji banku centralnego na rynku pieniężnym*, Materiały i Studia, nr 102.

Rozdział 3

OPERACJE KREDYTOWO-DEPOZYTOWE

Operacje kredytowo-depozytowe, zwane również *standing facilities*, są bardzo szczególnym rodzajem instrumentów polityki pieniężnej. Tym, co wyróżnia je w całym zbiorze narzędzi banku centralnego, jest fakt, że **wykorzystywane są zawsze z inicjatywy banków komercyjnych** [Tymoczko 2000, s. 48]. Bank centralny ze swej strony określa jedynie warunki, na jakich banki komercyjne z tych instrumentów mogą korzystać.

Operacje kredytowo-depozytowe powstały z połączenia dwóch innych rodzajów operacji, mianowicie kredytu refinansowego oraz mechanizmu składania przez banki komercyjne oprocentowanego depozytu terminowego w banku centralnym. Rozpatrując jednak połączenie tych dwóch instrumentów, należy podkreślić, że **kredyty refinansowe są znacznie starsze od operacji depozytowych**, które ponadto zostały wprowadzone tylko w nielicznych krajach.

Pomimo swej prostoty **kredyt refinansowy** pełni, bezpośrednio albo pośrednio, wiele funkcji w systemie finansowym państwa. Część z nich wynika z faktu, że jest to po prostu kolejny sposób pozyskiwania środków przez bank komercyjny, jednak wiele jest skutkiem faktu, że to bank centralny określa warunki, na jakich to refinansowanie jest możliwe. Najważniejsze spośród funkcji kredytu refinansowego to:

- refinansowanie operacji aktywnych banków komercyjnych;
- pomoc w odzyskaniu płynności banku komercyjnego w sytuacjach nagłego jej zachwiania;
- wpływ na rynkową stopę procentową, a także sygnalizowanie zmian w restrykcyjności polityki pieniężnej;
- stabilizowanie od góry zmienności rynkowych stóp procentowych;
- wpływ na rozwój rynków poszczególnych papierów wartościowych;
- usprawnianie systemu rozliczeń pieniężnych (RTGS).

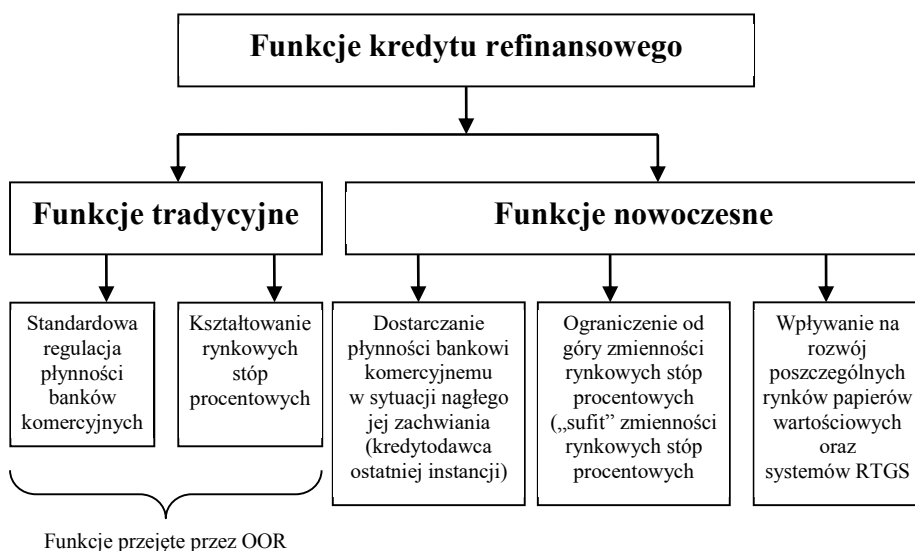
Pierwsza ze wskazanych funkcji jest jednocześnie najstarszą. Kredyty refinansowe, jako jedne z pierwszych instrumentów polityki pieniężnej [Pietrzak, Polański i Woźniak 2003, s. 131], **pozwalają bankom komercyjnym na finansowanie ich działalności w drodze refinansowania się w banku centralnym**. Mechanizm tej operacji był bardzo prosty, mianowicie bank, któremu zabrakło depozytów do prowadzenia swych operacji aktywnych, zwracał się do banku centralnego z wnioskiem o refinansowanie. Dzięki temu uzyskiwał płynne środki po cenie równej stopie kredytu refinansowego na warunkach określonych przez bank centralny. Co ciekawe, pomimo że ta funkcja

była chronologicznie pierwsza i z czasem traciła na znaczeniu, gdy do regulowania podaży pieniądza banki centralne zaczęły wykorzystywać operacje otwartego rynku (przykładowo Bank Austrii dopiero w 1995 roku) [Tymoczko 2000, s. 48], to w początkach okresu transformacji w krajach Europy Środkowo-Wschodniej, ze względu na niedorozwój rynków papierów wartościowych oraz nieefektywną politykę depozytową banków komercyjnych, instrument ten ponownie zyskał na znaczeniu.

Obecnie zwykło się uważać, że celem banku centralnego jest regulowanie płynności w całym sektorze bankowym, do czego wykorzystuje się operacje otwartego rynku. Uzyskane w ten sposób środki banki mają alokować między sobą poprzez sprawnie funkcjonujący rynek międzybankowy. Z tego względu w nowoczesnych gospodarkach, w których funkcjonuje kredyt refinansowy, **służy on regulacji płynności banków tylko w sytuacji nagłego jej zachwiania**, w szczególności po godzinach działania rynku międzybankowego. Ponieważ jednak w tych krajach funkcjonuje system rezerwy obowiązkowej opóźnionej i uśrednionej, konieczność wykorzystywania tego instrumentu objawia się zazwyczaj w ostatnim dniu utrzymywania rezerwy. Ta funkcja zwana jest również funkcją **kredytodawcy ostatniej instancji (*lender of last resort*)**, gdyż korzysta się z niej w zasadzie tylko wówczas, gdy inne źródła płynności są niedostępne.

W zależności od tego, czy kredyt refinansowy jest zwykłym źródłem finansowania działalności aktywnej banków, czy wykorzystuje się go wyłącznie w sytuacji nagłego zachwiania płynności, stopa procentowa, po której jest przyznawany, pełni różne funkcje. Pierwotnie stopa procentowa kredytów refinansowych była jedną z najistotniejszych stóp na rynku i była zbliżona do rynkowych, gdyż to źródło płynności było konkurencyjne w stosunku do pozostałych. Obecnie, gdy kredyt ten traktowany jest jako kredyt ostatniej instancji, jego oprocentowanie jest znacznie wyższe niż oprocentowanie pożyczek na rynku międzybankowym i ma skłonić banki komercyjne do poszukiwania źródeł płynności poza bankiem centralnym. Dopiero gdy okaże się, że takiego źródła nie ma lub związane jest z bardzo wysoką stopą procentową, pojawiają się przesłanki skorzystania z kredytu ostatniej instancji. W tym kontekście **stopę procentową kredytu refinansowego określa się mianem „sufitu” zmienności rynkowych stóp procentowych**, gdyż stopy rynkowe nie powinny jej przekroczyć. Jeśli to by nastąpiło, bankowi komercyjnemu bardziej opłacałoby się wziąć kredyt refinansowy w banku centralnym niż na rynku międzybankowym. Przejściowo jednak stopa rynkowa może przekroczyć stopę kredytu refinansowego. W szczególności gdy bank komercyjny nie ma w swym portfelu walorów mogących być zabezpieczeniem kredytu refinansowego lub przekroczył limit tego kredytu, jaki mógł uzyskać w banku centralnym. W takim przypadku inny bank może pożyczyć środki od banku centralnego w drodze

kredytu refinansowego i przekazać je potrzebującemu bankowi, oczywiście uwzględniając swą marżę, o którą właśnie stopa rynkowa przekroczy stopę kredytu refinansowego.



Schemat 3.1. Funkcje kredytu refinansowego

Kredyt refinansowy wspomaga także funkcjonowanie rozliczeń bezgotówkowych brutto w czasie rzeczywistym (RTGS), które odbywają się pomiędzy rachunkami bieżącymi banków w banku centralnym. Gdyby nie istniał, to w sytuacji, gdyby któremuś z banków zabrakło środków niezbędnych do pełnego rozliczenia, mogłyby wystąpić trudności i zatory płatnicze. Oczywiście, jeśli istnieje rezerwa obowiązkowa i jej utrzymywanie jest uśrednione, to w pierwszej kolejności bank wykorzystałby zapewne środki z tego źródła, jednakże gdyby ich zabrakło lub nie istniała możliwość ich wykorzystania, ta funkcja kredytu refinansowego zyskałaby na znaczeniu. Dotyczy to jednak problemów bardzo krótkiego okresu, które mogą się pojawić i zniknąć w ciągu dnia, w związku z czym obecnie dla sprawnego funkcjonowania systemów RTGS wprowadza się możliwość otrzymywania przez banki komercyjne kredytu technicznego (zwanego inaczej śróddziennym,

Należy jednakże pamiętać, że w przypadku swapu walutowego, w okresie pomiędzy operacją natychmiastową a terminową, efekt płynnościowy i efekt stopy procentowej występują. Można ich wpływ zneutralizować poprzez zastosowanie odpowiedniej operacji warunkowej na papierach wartościowych – operacji *repo* dla swapu sprzedażowego i operacji *reverse repo* dla swapu zakupowego⁵.

Stosowanie przez bank centralny interwencji na rynku walutowym oraz mechanizm ich działania przedstawiono na przykładach.

Przykład 5.1. Prosta interwencja walutowa

Bank centralny chce obniżyć kurs waluty krajowej (polskiego złotego). Wykorzystując proste interwencje walutowe, dokonuje operacji kupna dolarów amerykańskich. Bieżąca cena tej waluty wynosi 3,3950 USD/PLN. Z uwagi na to, że operacja ta ma charakter rynkowy, aby mogła dojść do skutku, bank centralny musi zaoferować bankom cenę wyższą od rynkowej.

W wyniku tej transakcji bank centralny w sposób bezpośredni zwiększy kurs dolara amerykańskiego poprzez wzrost popytu na tę walutę (bezpośredni efekt kursowy). Dodatkowo operacja ta zwiększy ilość pieniądza krajowego w obiegu (efekt płynnościowy), co przyczyni się do spadku krótkoterminowych stóp procentowych (efekt stopy procentowej). Skutkiem tego zmniejszy się zainteresowanie inwestorów zagranicznych lokowaniem swoich kapitałów pieniężnych w Polsce. Odpływ kapitałów spowoduje spadek popytu na walutę krajową, a zatem spadek jej kursu (wtórny efekt walutowy).

Aby efektem tej operacji była wyłącznie zmiana kursu waluty krajowej, bank centralny może dokonać bezwarunkowej operacji sprzedaży papierów wartościowych (w kwocie odpowiedniej do ilości zakupionej waluty obcej), czego skutkiem będzie zachowanie niezmięionej płynności na rynku pieniężnym.

Przykład 5.2. Operacja swapowa (swap sprzedażowy)

Celem banku centralnego w Polsce jest podwyższenie kursu waluty krajowej. Zmiana ta nie ma pociągać za sobą trwałej zmiany w płynności sektora bankowego. Dlatego bank centralny dokonuje operacji swapowej sprzedaży – na rynku natychmiastowym sprzedaje walutę obcą bankom pod

⁵ Możliwość ta wynika z faktu, że efekt płynnościowy i efekt stopy procentowej są praktycznie takie same w przypadku warunkowych operacji otwartego rynku na papierach wartościowych, jak i swapów walutowych. Operacje te różni wyłącznie przedmiot transakcji (papiery wartościowe lub waluta), który determinuje dodatkowe występowanie (bądź nie) efektu kursowego. Innymi słowy, pomijając efekt kursowy, można stwierdzić, że z punktu widzenia płynności systemu bankowego i stopy procentowej swap zakupowy stanowi odpowiednik operacji *repo*, zaś swap sprzedażowy – *reverse repo*.

warunkiem jej odkupu w określonym momencie w przyszłości i po ustalonym kursie. Przedmiotem transakcji będzie 100 mln EUR.

Aby operacja doszła do skutku (aby banki były skłonne ją zawrzeć), bank centralny, oprócz rentowności samej operacji na walutach, musi wziąć również pod uwagę dochodowość depozytów w walucie krajowej i w walucie obcej. Wynika to z faktu, że w okresie trwania operacji swapu sprzedażowego banki komercyjne otrzymają za walutę krajową walutę obcą. Oprocentowanie depozytów w walucie krajowej i w walucie obcej jest zazwyczaj odmienne. Ta różnica może dla banków oznaczać koszty bądź zyski alternatywne.

Bank centralny postanawia, że operacja swapowa będzie trwała 7 dni.

W momencie zawierania transakcji swapowej:

- rynkowe oprocentowanie tygodniowych depozytów na rynku międzybankowym wynosi:
 - w złotych: 4,8500%,
 - w euro: 0,1180%,
- rynkowy kurs natychmiastowy wynosi: 4,1705 EUR/PLN,
- rynkowy kurs terminowy (tygodniowy) wynosi: 4,1739 EUR/PLN.

Zysk banków bez dokonywania tej transakcji będzie równy 4,85% (banki zachowują złote i lokują je w depozytach). Aby transakcja doszła do skutku, bank centralny musi powiększyć dochodowość depozytów w euro (bo tę walutę w okresie 7 dni banki posiadają i tę będą lokowały), aby była wyższa niż rentowność depozytów złotych.

Przyjmując, że bank centralny sprzedaje bankom euro po kursie równym natychmiastowemu kursowi rynkowemu (4,1705 EUR/PLN), cenę odkupu tej waluty po 7 dniach (W_{t+7}) należy wyznaczyć w sposób następujący:

$$\frac{W_{t+7} - 4,1705}{4,1705} \times \frac{365}{7} \times 100\% + 0,118\% > 4,85\% \quad \Rightarrow \quad W_{t+7} > 4,17428$$

Bank centralny powinien wziąć również pod uwagę przy ustalaniu kursu terminowego kształtowanie się tej wielkości na rynku, gdyż banki mogły równie dobrze dokonać takiej transakcji na rynku międzybankowym.

W tym przypadku kurs terminowy zaoferowany przez bank centralny przewyższa kurs rynkowy, stąd, jeżeli bank centralny zaoferowałby bankom kurs odkupu wyższy od 4,17428 EUR/PLN, operacja taka doszłaby do skutku.

Przeprowadzenie takiej operacji spowodowałoby trwały wzrost cen waluty krajowej oraz okresowe (7-dniowe) zmniejszenie płynności systemu bankowego, które bank centralny mógłby skompensować, stosując np. 7-dniową operację *repo* na papierach wartościowych.

W kontekście polityki kursowej należy również wspomnieć o istocie **rezerwy walutowej**. Rezerwa ta (zwana w Polsce do 2000 roku oficjalnymi rezerwami brutto, a później – oficjalnymi aktywami rezerwowymi) składa się

z płynnych aktywów dewizowych pozostających w dyspozycji władzy monetarnej. Celem gromadzenia takiej rezerwy jest zapewnienie niezakłóconego funkcjonowania wymienialności waluty krajowej i stabilności jej kursu. Dzięki niej może zostać bezpośrednio sfinansowana nierównowaga bilansu płatniczego lub interwencje władz monetarnych [Szpringer 2006, s. 2–3]. Dokonywanie opisywanych powyżej interwencji na rynku walutowym odbywa się z wykorzystaniem zgromadzonych rezerw walutowych – oddziaływanie na aprecjację waluty krajowej zmniejsza sumę rezerw, a interwencje w celu deprecjacji waluty krajowej powiększają tę sumę.

Wśród **administracyjnych instrumentów polityki kursowej** wyróżniono:

- modyfikacje parytetu,
- ograniczenia walutowe.

Słowo **parytet** w odniesieniu do kursu walutowego oznacza generalnie stosunek wymienny dwóch walut, który stanowi powiązanie dwóch walut ze sobą lub „przywiązanie” jednej waluty do drugiej. Jest on utożsamiany z kursem centralnym w systemach kursów sztywnych i pośrednich. W tych systemach zmiana kursu centralnego (**modyfikacja parytetu**) stanowi najczęściej wykorzystywane narzędzie.

Zmiana kursu walutowego dokonana w sposób administracyjny przez władzę monetarną, polegająca na zwiększeniu wartości waluty krajowej, nazywana jest **rewaluacją**. Skutkiem tego posunięcia jest wzrost cen towarów krajowych względem zagranicznych, który przyczyniać się może (przy braku barier w handlu zagranicznym) do spadku eksportu i wzrostu importu. Skutkiem tego będzie pogorszenie się salda bilansu handlowego i spowolnienie wzrostu gospodarczego (lub recesja) poprzez zahamowanie eksportu. Jednakże takie działanie poprzez wzrost konkurencyjności importu może spowodować obniżkę cen towarów krajowych, a przez to zahamować presję inflacyjną.

Z kolei administracyjne obniżenie kursu waluty krajowej nazywa się **dewaluacją**. Skutkuje ona spadkiem cen towarów krajowych w stosunku do towarów zagranicznych, co powoduje wzrost konkurencyjności eksportu. Stymuluje to wzrost gospodarczy, poprawia saldo bilansu handlowego, ale równocześnie może przyczyniać się do wzrostu presji inflacyjnej poprzez wzrost dochodów eksporterów oraz wzrost popytu na walutę krajową.

Uzupełnieniem modyfikacji parytetu jako instrumentu polityki kursowej w warunkach bardziej płynnych, pośrednich systemów kursowych (np. pełzającego pasma) jest **modyfikacja rozpiętości przedziału wahań kursu waluty wokół parytetu** (czyli szerokości pasma). Zwiększanie (zmniejszanie)

przedziału dopuszczalnych wahań kursu walutowego świadczy o uelastycznianiu (usztynianiu) systemu kursowego w danym kraju.

Ostatnią wyróżnioną na schemacie 5.3 grupę instrumentów polityki kursowej stanowią **ograniczenia walutowe**. Regulacje te oddziałują administracyjnie na wysokość kursu walutowego w sposób pośredni, poprzez kształtowanie popytu na walutę krajową lub jej podaży. Dodatkowo kształtują one tzw. wymienialność waluty. Do najważniejszych ograniczeń walutowych można zaliczyć [Chrabonszewska i Kalicki 1996, s. 111]:

- regulacje wpływów z eksportu (np. otrzymywanie przez eksporterów wpływów z zagranicy wyłącznie poprzez uprawnione banki, obowiązek wymiany wpływów z eksportu na walutę krajową w określonych bankach z uprawnieniami dewizowymi),
- regulacje wydatków na import (np. limity zakupów w imporcie, zakaz zakupów towarów importowanych na kredyt kupiecki od kontrahentów zagranicznych, konieczność dokonywania rozliczeń przez uprawnionego pośrednika),
- limitowanie wielkości inwestycji zagranicznych w kraju i inwestycji krajowych za granicą (w szczególności inwestycji w papiery wartościowe),
- ograniczanie wolumenu dewiz w obrocie turystycznym,
- ograniczanie działalności nierezydentów,
- ustanawianie pułapów na przepływy kapitałowe.

Jak już wspomniano, stosowanie opisanych narzędzi polityki kursowej zależy od reżimu kursowego stosowanego w danym kraju. Możliwość stosowania poszczególnych instrumentów w określonych systemach kursowych przedstawiono w tabeli 5.2.

Tabela 5.2. Instrumenty polityki kursowej a reżim kursowy

Systemy kursowe	Instrumenty			
	interwencje walutowe	modyfikacje parametrów systemu kursowego		ograniczenia walutowe
		modyfikacje parytetu	modyfikacje szerokości pasma	
Dolaryzacja	–	–	–	–
Zarząd walutą	–	–	–	–
Tradycyjny kurs sztywny	+	–	–	+
Sztywne pasmo	+	–	–	+
Pełzająca dewaluacja	+	+	–	+
Pełzające pasmo	+	+	+	+
Kurs płynny	+	–	–	–
„Czysty” kurs płynny	–	–	–	–

+	– możliwe do stosowania
–	– niemożliwe do stosowania

Prezentując politykę kursową, warto przyrzeć się jej stosowaniu w polskich warunkach. Przegląd reżimów kursowych stosowanych w Polsce od początku lat 90. XX wieku i ich charakterystyki przedstawiono w tabeli 5.3.

Tabela 5.3. Kalendarium polityki kursowej w Polsce od 1990 roku

Data	Wydarzenie
<i>System administracyjnie sztywnego kursu walutowego</i>	
1.01.1990	uszywnienie złotego w stosunku do dolara amerykańskiego (1 USD = 9500 PLZ)
17.05.1991	uszywnienie złotego w stosunku do koszyka 5 walut (dolar amerykański – 45%, marka niemiecka – 35%, funt sterling – 10%, frank francuski i frank szwajcarski po 5%); dewaluacja złotego w stosunku do dolara o 14,4%
<i>System pelzającej dewaluacji</i>	
14.10.1991	wprowadzenie mechanizmu pelzającej dewaluacji (miesięczna stopa dewaluacji 1,8%) oraz pasm wahań kursowych ($\pm 2,0\%$) i kwotowań NBP ($\pm 0,5\%$)
26.02.1992	dewaluacja złotego w stosunku do koszyka walutowego o 12,0%
27.08.1993	miesięczna stopa dewaluacji 1,6%; dewaluacja złotego w stosunku do koszyka walutowego o 8,0%
13.09.1994	miesięczna stopa dewaluacji 1,5%
30.11.1994	miesięczna stopa dewaluacji 1,4%
16.02.1995	miesięczna stopa dewaluacji 1,2%
6.03.1995	rozszerzenie pasma kwotowania NBP do $\pm 2,0\%$
<i>System pelzającego pasma</i>	
16.05.1995	rozszerzenie pasma wahań kursowych do $\pm 7,0\%$; zmiana sposobu interweniowania prze NBP
22.12.1995	rewaluacja kursu centralnego o 6,0%
8.01.1996	miesięczna stopa dewaluacji 1,0%
26.02.1998	miesięczna stopa dewaluacji 0,8%; rozszerzenie pasma wahań kursowych do $\pm 10,0\%$ i ograniczenie skali bezpośrednich interwencji walutowych
17.07.1998	miesięczna stopa dewaluacji 0,65%
31.07.1998	ostateczne zaprzestanie interwencji na rynku walutowym przez NBP
10.09.1998	miesięczna stopa dewaluacji 0,5%
13.10.1998	publiczne zobowiązanie się Rady Polityki Pieniężnej do doprowadzenia do upłynnienia kursu złotego
29.10.1998	rozszerzenie pasma wahań kursowych do $\pm 12,5\%$
1.01.1999	zmiana koszyka walutowego (euro – 55%, dolar – 45%)
25.03.1999	miesięczna stopa dewaluacji 0,3%; rozszerzenie pasma wahań kursowych do $\pm 15\%$
7.06.1999	likwidacja fixingu transakcyjnego
<i>System płynnego kursu walutowego</i>	
12.04.2000	formalne wprowadzenie systemu płynnego kursu walutowego
9.04.2010	pierwsza po 10 latach interwencja NBP działająca na deprecjację złotego
23.09.2011	początek serii interwencji NBP w celu aprecjacji złotego, wspólnie z BGK (sprzedaż euro) – interwencje trwają do grudnia 2011
2012	brak interwencji walutowych NBP, sprzedaż walut ze środków UE w maju przez BGK
7.06.2013	sprzedaż pewnej ilości walut obcych (euro) dla aprecjacji złotego

Źródło: [Pietrzak, Polański i Woźniak 2003, s. 144] zaktualizowane.

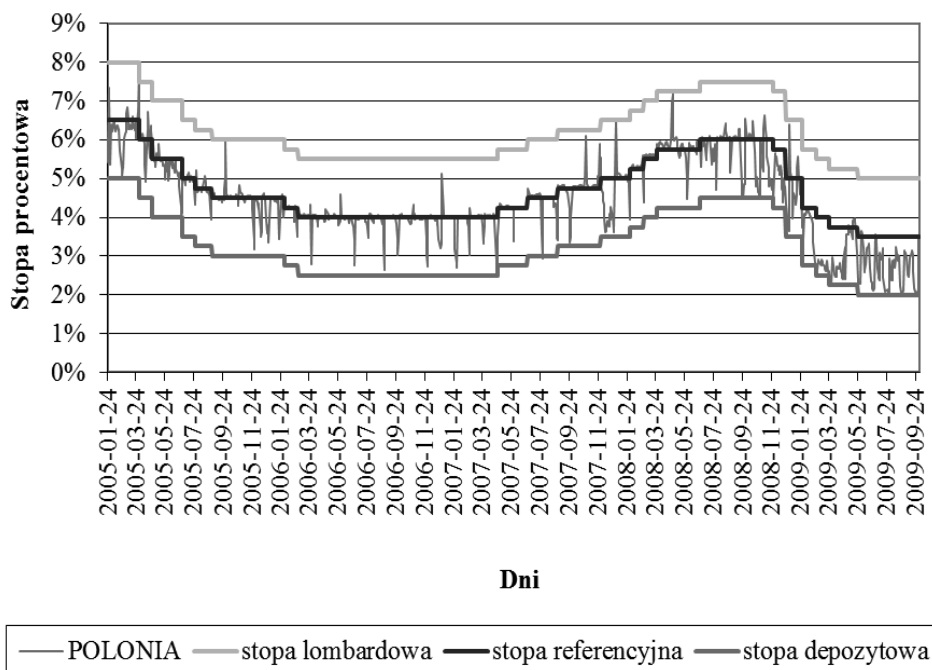
W kontekście oceny wykorzystywania instrumentów polityki pieniężnej, także tych nietypowych, nie można zapomnieć o podstawowej cesze sektora bankowego w Polsce, jakim jest jego nadpłynność. W warunkach nadpłynności efektywność prowadzenia polityki pieniężnej zasadniczo maleje i aby móc osiągać w tej dziedzinie zamierzone cele, należy najpierw ową nadpłynność ograniczyć. Narodowy Bank Polski nadpłynność sektora bankowego definiuje w bardzo prosty sposób, a mianowicie jest to zadłużenie netto NBP w bankach komercyjnych. Zjawisko to zatem można w bardzo prosty sposób zilustrować wysokością salda operacji otwartego rynku (wykres 7.1). Co ważne w tym kontekście, przyjmowanie depozytów od osób fizycznych, które miało miejsce w 1997 roku traktowane jest również jako operacja otwartego rynku.

NBP stara się absorbować nadpłynność sektora bankowego głównie poprzez emisję bonów pieniężnych, jednakże **wiele czynników, mających na tę wielkość wpływ, pozostaje poza jego gestią**. Te czynniki to w szczególności:

- **operacje walutowe przeprowadzane w ramach skupu i sprzedaży walut obcych przez NBP**; aby ograniczyć istotność tego czynnika zakłócającego, 12 stycznia 2004 roku NBP i Skarb Państwa podpisały „umowę w sprawie sprzedaży i zakupu walut obcych na obsługę zobowiązań i należności zagranicznych Skarbu Państwa oraz zasad realizacji tej obsługi”; w ten sposób ograniczono ilość walut, które NBP mógł skupować i sprzedawać w operacjach ze Skarbem Państwa, a także skumulowaną różnicę pomiędzy kwotami zakupu i sprzedaży w tych transakcjach;
- **depozyty sektora publicznego utrzymywane w banku centralnym**; prawo Ministerstwa Finansów do składania nadwyżek wolnych środków na oprocentowanym rachunku w NBP, szczególnie gdy kwoty te są wysokie, ma bardzo duże znaczenie dla płynności sektora bankowego; z tego względu, na podstawie umowy z Ministerstwem Finansów z 15 grudnia 2004 roku, określono maksymalne dzienne limity tych środków w NBP, skłaniając jednocześnie do umieszczania nadwyżek środków publicznych na rynku międzybankowym za pośrednictwem Banku Gospodarstwa Krajowego;
- **ilość pieniądza gotówkowego w obiegu**, która dzięki mnożnikowi kreacji pieniądza ma duże znaczenie dla podaży pieniądza, a zależy od wielu czynników autonomicznych, jak choćby zmian preferencji ludności;
- **kryzys finansowy**, w którego przypadku funkcjonowanie mechanizmu rynkowego, a w szczególności rynku międzybankowego, może być naruszone; w takich warunkach jednocześnie może występować niedobór płynności jednych banków i jej nadmiar w przypadku innych; dodatkowo problem ten może dotyczyć różnych terminów zapadalności; jeżeli jednocześnie zaufanie pomiędzy bankami zostanie ograniczone, to może to oznaczać, że bank centralny będzie musiał przeprowadzać w tym samym

czasie zarówno operacje zasilające i absorbujące, co nie jest standardową sytuacją; będzie on musiał bowiem tymczasowo zastąpić rynek międzybankowy.

Poszczególnych instrumentów polityki pieniężnej nie powinno się analizować w oderwaniu od pozostałych narzędzi pozostających w gestii banku centralnego czy ogólnych warunków panujących w sektorze bankowym. Instrumenty polityki pieniężnej łącznie tworzą bowiem ramy prowadzenia polityki pieniężnej z jednej strony, a ogólne warunki funkcjonowania banków komercyjnych – z drugiej. Przez ten właśnie pryzmat powinny być one opisywane, szczególnie że każdy instrument może pełnić wiele funkcji i różna może być gradacja ich ważności.



Wykres 7.2. Stopa POLONIA na tle podstawowych stóp procentowych NBP w latach 2005–2009

Źródło: Na podstawie danych NBP

Przykładowo w Polsce w sytuacji niekryzysowej najważniejszymi instrumentami polityki pieniężnej są stopy procentowe. **Stopa referencyjna** określa minimalną rentowność podstawowych (siedmiodniowych) operacji otwartego rynku, wpływając jednocześnie na poziom oprocentowania depozytów na rynku międzybankowym o porównywalnych do operacji otwartego rynku terminach zapadalności. **Stopa lombardowa** określa górny poziom wzrostu stóp procentowych na rynku *overnight*, wyznaczając jednocześnie koszt pieniądza oferowanego przez NBP. Kredyt ten ma na celu dostarczenie płynności bankowi komercyjnemu w sytuacji nagłego jej niedoboru po godzinach funkcjonowania rynku międzybankowego. **Stopa depozytowa** natomiast określa dolny pułap rynkowych stóp *overnight*, wyznaczając przychód depozytu składanego na koniec dnia w NBP. Dwie ostatnie stopy tworzą zatem symetryczny względem stopy referencyjnej korytarz zmienności stóp *overnight* na rynku międzybankowym. **Operacje otwartego rynku** są instrumentem pozwalającym utrzymać krótkookresową stopę procentową rynku międzybankowego (obecnie stopa POLONIA) na poziomie określonym przez NBP. W tym celu wykorzystuje się głównie operacje podstawowe polegające na emisji 7-dniowych bonów pieniężnych. Możliwe jest także przeprowadzanie operacji dostrajających i strukturalnych, jednakże w okresie niekryzysowym są one wykorzystywane rzadko. **Rezerwa obowiązkowa** ma na celu stabilizację rynkowych stóp procentowych oraz generowanie popytu na pieniądź banku centralnego w warunkach nadpłynności sektora bankowego. Ten mechanizm, szczególnie korytarz zmienności stóp procentowych, potwierdził w Polsce swą skuteczność w okresie kryzysowych lat 2008–2009. Pomimo że efektywność operacji otwartego rynku, a zatem także stopy referencyjnej, była w tym czasie ograniczona i konieczne było przeprowadzanie operacji *repo*, to stopa POLONIA nie wykraczała poza górną granicę wzrostu w postaci stopy kredytu lombardowego i nie spadała poniżej dolnej granicy wynikającej z oprocentowania depozytu na koniec dnia (wykres 7.2).

Powyżej opisany ogólny sposób wykorzystywania poszczególnych instrumentów polityki pieniężnej w Polsce jest zaczerpnięty z rozwiązań wprowadzonych i sprawdzonych w Eurosystemie. Do tej pory nie udało się jednak zharmonizować wszystkich rozwiązań szczegółowych, co wynika po części choćby z faktu, że w Polsce występuje strukturalna nadpłynność sektora bankowego, podczas gdy banki komercyjne Eurosystemu cechuje operacyjny niedobór płynności. Pełna harmonizacja nastąpi *de facto* dopiero w momencie przyjęcia Polski do strefy euro, czego data nie jest jeszcze ustalona.

I. Uzupełnij zdania

1. Najważniejszymi instrumentami polityki pieniężnej w Polsce są (co?).....
.....,
a z nich najistotniejszą jest (co?).....
.....
2. Instrumentami polityki pieniężnej, które były wykorzystywane przez cały okres polskiej transformacji są:
–
–
–
3. Nadpłynność sektora bankowego można definiować jako.....
....., a
najważniejszą metodą jej ograniczania w Polsce jest
.....
4. Czynniki, niezależnymi od decyzji Narodowego Banku Polskiego, ograniczającymi jego zdolność do kontroli płynności sektora bankowego i podaży pieniądza są:
–
–
–
5. Bardzo duża skuteczność wykorzystywania w Polsce limitów kredytowych wynikała z:
–
–
–
6. Narodowy Bank Polski (ma/nie ma)* obecnie możliwości przyjmowania depozytów terminowych od osób fizycznych (* zakreśl właściwą odpowiedź), a wykorzystanie tego instrumentu w 1997 roku wynikało z:
–
–
–