

Marcin Zajder*

**OPERACJE OTWARTEGO RYNKU I NADPŁYNNOŚĆ POLSKIEGO SEKTORA
BANKOWEGO W ŚWIETLE REALIZACJI ZAŁOŻEŃ POLITYKI PIENIĘŻNEJ
NBP PO 2003 R. – LATA 2004–2006**

Wstęp

Polska polityka pieniężna formalnie od wejścia w życie Ustawy z dnia 29 sierpnia 1997 r. o Narodowym Banku Polskim ukierunkowana jest na utrzymywanie stabilnego poziomu cen. Abstrahując od bardziej szczegółowych kwestii legislacyjnych, stanowi to trzon polityki monetarnej prowadzonej przez polski bank centralny. Zgodnie jednak z założeniami prowadzonej od 1999 r. strategii bezpośredniego celu inflacyjnego, oprócz walki z inflacją, do czego powszechnie sprowadza się problematykę zachowania stabilnego poziomu cen, kwestią problemową pozostającą w tle celu głównego jest od wielu lat nadpłynność polskiego sektora bankowego i związana z nią polityka otwartego rynku. Operacje otwartego rynku stanowią najefektywniejszy i przez to najpowszechniejszy z rynkowych instrumentów prowadzenia polityki pieniężnej, uzupełniając narzędzie główne, jakim są centralne stopy procentowe. Dzięki nim możliwe jest wpływanie na krótkoterminowe rynkowe stopy procentowe oraz regulowanie (zależnie od warunków mniej lub bardziej skuteczne) płynności banków.

Problem nadpłynności jest niezwykle istotny z punktu widzenia prowadzenia skutecznej polityki pieniężnej. Nadpłynność bowiem, tłumi i przesuwa w czasie efekty polityki monetarnej banku centralnego i czyni ją przez to nieskuteczną, z uwagi albo na opóźnienia wywołanych skutków działań pieniężnych, albo też ich „rozmywanie się” w rynku międzybankowym ze względu na możliwość pozyskiwania środków na bieżącą działalność banków na rynku międzybankowym bez bezpośredniego udziału banku centralnego. W związku z tym, NBP ma ograniczone możliwości wpływania na działalność banków, co ma

* Autor przygotowuje rozprawę doktorską w Katedrze Teorii Pieniądza i Polityki Pieniężnej pod kierunkiem prof. dr hab. Wiesławy Przybylskiej-Kapuścińskiej.

wymierny negatywny wpływ na skuteczność realizacji głównego celu polityki pieniężnej, jakim jest wspomniana stabilność cen.

Z tych względów operacje otwartego rynku nabierają szczególnego znaczenia, jako dające możliwość stworzenia warunków dla skutecznego, choć kosztownego prowadzenia polityki monetarnej. Co więcej, w ostatnich latach nastąpiły liczne zmiany dotyczące nie tylko samych operacji otwartego rynku, ich rodzajów i struktury, ale także zmiany w zakresie czynników wpływających na pozycję płynności polskich banków. Niniejsze opracowanie ma za zadanie przedstawić zaistniałe zmiany, wskazać przebieg procesów związanych z prowadzeniem polityki otwartego rynku w latach 2004–2006, a więc w kontekście realizacji założeń strategii bezpośredniego celu inflacyjnego po 2003 r. oraz scharakteryzować skutki, jakie miało to dla płynności polskiego sektora bankowego. Stanowić ma jednocześnie próbę wyciągnięcia wniosków na kolejne lata realizowania strategii BCI w Polsce, również ze względu na wdrożenie rozwiązań stosowanych przez Europejski Bank Centralny. Ramy czasowe analiz wynikają nie tylko z samego faktu istnienia sformalizowanego planu działania w sferze polityki pieniężnej po 2003 r., lecz także stąd, iż jest to już druga „odsłona” strategii BCI, po sukcesie wypracowanym przez NBP w oparciu o nią w latach wcześniejszych, tj. 1999–2003.

W związku z powyższym rozważania rozpoczynają się krótką charakterystyką istoty nadpłynności, przedstawieniem warunków rynkowych prowadzenia polityki pieniężnej w Polsce w badanym okresie oraz wynikających stąd założeń strategii polityki pieniężnej po 2003 r. Przedstawiono tutaj rolę operacji otwartego rynku jako głównego narzędzia służącego do walki z nadpłynnością sektora bankowego. W dalszym ciągu scharakteryzowano przebieg polityki otwartego rynku w latach 2004–2006 i ich skutki dla pozycji płynności banków. Zakończenie stanowi próbę wyciągnięcia wniosków.

1. Istota nadpłynności sektora bankowego

Płynność banku i całego sektora bankowego można zdefiniować na różne sposoby, tak jak to czyni wielu autorów. W odniesieniu do podmiotu gospodarczego, płynność można określić jako zdolność do bezzwłocznego wywiązywania się z bieżących zobowiązań płatniczych, czyli do natychmiastowego zaspokojenia bieżących wierzycieli. Oprócz tego możemy wyróżnić płynność aktywów podmiotu, która odwołuje się

już konkretnie do jego bilansu i oznacza zdolność do zamiany tychże aktywów na gotówkę¹. Płynność banku natomiast obejmuje wszystkie zasoby rzeczywiste i potencjalne pieniądza rezerwowego posiadanego przez bank (pieniądz rzeczywisty to środki banku na rachunku w banku centralnym, potencjalny natomiast stanowi całość aktywów, które bank może natychmiast zamienić w banku centralnym na rzeczywisty pieniądz rezerwowo)². Jest więc pojęciem bardziej skonkretyzowanym, gdyż oznacza nie tylko zdolność do wywiązywania się z bieżących zobowiązań, ale także możliwość udzielania kredytów oraz stan posiadanych rezerw³.

Od płynności jednego banku można w dość prosty sposób przejść do płynności całego sektora bankowego, którą określa się jako ogół różnych pozycji pieniądza wraz z jego substytutami, które dają wszystkim bankom zdolność do natychmiastowego regulowania zobowiązań płatniczych, niezależnie od tytułu majątkowego, a więc regulacji nakazujących takie działanie. Sytuacją typową dla rozwiniętych gospodarek na świecie jest trwały niedobór płynności w sektorze bankowym. W Polsce natomiast, mamy do czynienia z sytuacją odwrotną, od wielu lat bowiem utrzymuje się nieprzerwanie nadpłynność, a więc stan, w którym całkowity wolumen lokat i innych depozytów przekracza sumę udzielonych kredytów⁴. W takiej sytuacji rezerwa obowiązkowa traci znaczenie jako instrument ograniczający ekspansję kredytową.

Wyznaczenie stanu płynności sektora bankowego jest zatem możliwe poprzez określenie wszystkich środków zgromadzonych

¹ M. Jaremko, M. Wiśniewski, *Wpływ polityki stóp procentowych na nadpłynność sektora bankowego*, Zeszyty Naukowe nr 26, red. W. Przybylska-Kapuścińska, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Poznaniu, Poznań 2003, s. 50.

² D. Duwendag, K. Ketterer, W. Kösters, R. Pohl, D.B. Simmert, *Teoria pieniądza i polityka pieniężna*, Poltext, Warszawa 1995, s. 91.

³ Z. Knakiewicz, P. Marszałek, *Ograniczenia skuteczności polityki pieniężnej w Polsce w drugiej połowie lat 90.*, Prace Naukowe Akademii Ekonomicznej we Wrocławiu nr 899, Wrocław 2001, s. 150. Inną definicję płynności banku zaproponował J.R. Hicks (*A market theory market*, Oxford University Press, Oksford 1989), który mierzył ją relacją rezerw banku do depozytów – czyli jego zdaniem, określając płynność banku należy odnosić się jedynie do jego rezerw. Płynność wg Hicksa odnosi się do aspektu ilościowego (stosunek rezerw do depozytów) i jakościowego (struktura rezerw banku).

⁴ W. Przybylska-Kapuścińska, *Operacje otwartego rynku w absorpcji nadpłynności*, w: *Studia z bankowości centralnej*, red. W. Przybylska-Kapuścińska, Zeszyt Naukowy 52, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Poznaniu, Poznań 2005, s. 106-108.

w banku centralnym na rachunkach banków wraz z wartością operacji absorbujących, skorygowanych o zadłużenie banków w banku centralnym.

Nadpłynność oznacza więc inaczej sytuację, w której bank centralny jest dłużnikiem banków. Gdy zadłużenie to ma charakter krótkoterminowy (wynika z operacji krótkoterminowych), mówimy o nadpłynności operacyjnej. Gdy zaś wynika z operacji o charakterze zarówno krótko- jak i długoterminowym, mamy do czynienia z nadpłynnością strukturalną⁵.

2. Warunki prowadzenia polityki pieniężnej w Polsce przed 1999 r.

Historia polskiej polityki pieniężnej nie sięga daleko w przeszłość. Podobnie jak gospodarka rynkowa (siłą rzeczy bardzo niedojrzała w początkowej fazie rozwoju), rozpoczęła się w Polsce dopiero po przemianach społeczno-gospodarczych zainicjowanych w 1989 r. Jakkolwiek od samego początku władze monetarne musiały podjąć niezwykle intensywne działania, zmierzające do ograniczenia naturalnych negatywnych skutków transformacji. Głównym celem od samego początku była walka z inflacją, jednak różne były drogi jej realizowania. Ze względu na kształtujący się dopiero rynek pieniężny Narodowy Bank Polski stosował początkowo wyłącznie instrumenty typu administracyjnego. Wiązało się to m.in. także z przyjęciem za cel pośredni kontroli agregatów pieniężnych⁶. Niezależnie od takiego rozwiązania, jednocześnie prowadzona była aktywna polityka kursowa⁷, co powodowało dodatkowe zakłócenia w transmisji impulsów polityki pieniężnej (realizowane były bowiem dwa, wykluczające się w teorii cele

⁵ Ibidem.

⁶ Zob.: artykuł 2, pkt 3 ustawy z dnia 28 grudnia 1989 r. o zmianie ustaw Prawo bankowe i o Narodowym Banku Polski (DzU z 1989 r., nr 74, poz. 439). Warto dodać, że w 1992 r. zapis ten został skreślony, jednak podaż pieniądza pozostała podstawowym wyznacznikiem działań NBP. Por.: P. Szpunar, *Polityka pieniężna. Cele i warunki skuteczności*, PWE, Warszawa 2000, s. 211-212.

⁷ *System finansowy w Polsce*, red. B. Pietrzak, Z. Polański, B. Woźniak, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2004, s. 153. Podobne stwierdzenie zawiera *Średniookresowa strategia polityki pieniężnej na lata 1999–2003*: „do 1998 r. Narodowy Bank Polski starał się prowadzić politykę pieniężną, łącząc elementy dwóch strategii – celem pośrednim był przyrost podaży pieniądza, jednakże realizowany w ramach dewaluacji kroczącej złotego”.

pośrednie⁸). O ile założenia inflacyjne udawało się realizować z mniejszą lub większą precyzją, to cele pośrednie odbiegały od założeń. Działo się tak głównie wskutek postępującej liberalizacji dewizowej i stale rosnących przepływów kapitałowych z zagranicy⁹.

Równoczesnym zjawiskiem obok wyżej wskazanych, stało się pojawienie się w polskim sektorze bankowym nadpłynności¹⁰. Początkowo, w 1993 r. była to nadpłynność o charakterze krótkookresowym. Rok później jednak przerodziła się w nadpłynność strukturalną. W ciągu kolejnych lat stan ten pogłębiał się. Jednocześnie zmieniały się przyczyny kreacji nadpłynności. Początkową przyczyną był tzw. kryzys złych długów, który doprowadził do znacznego ograniczenia udzielania kredytów przez banki przy jednoczesnym ich racjonalizowaniu, polegającym na lokowaniu środków w obciążone niskim ryzykiem skarbowe papiery wartościowe. Doprowadziło to do „wzmocnienia” nadpłynności poprzez zadłużenie budżetu państwa w sektorze bankowym¹¹.

Kolejne lata niosły ze sobą kolejne przyczyny prowadzące do pogłębiania skali nadpłynności banków w Polsce. Jedną z najważniejszych związana była z prowadzoną przez NBP polityką kursową. Jednym z jej przejawów był prowadzony w połowie lat 90. na szeroką skalę skup walut, prowadzony m.in. w celu ochrony konkurencyjności polskiego eksportu. Prowadziło to do wzrostu aktywów rezerwowych netto i stało się w efekcie najbardziej dotkliwą przyczyną kreacji nadpłynności do 1998 r. włącznie¹². Stan ten potęgował fakt słabego jeszcze rozwoju polskiej gospodarki i jej bardzo niskiej wówczas monetyzacji¹³.

Wskazane powyżej przyczyny stanowiły niejako fundament pojawienia się nadpłynności polskiego systemu bankowego w latach 90. Sytuację tę utrwaliły dodatkowo transakcje, które NBP dokonywał z rządem przede wszystkim w ramach finansowania deficytu

⁸ A. Kaźmierczak, *Polityka pieniężna w gospodarce rynkowej*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2003, s. 194.

⁹ Por.: System, s. 154 oraz P. Szpunar, *Polityka*, s. 221.

¹⁰ *Sprawozdanie z wykonania założeń polityki pieniężnej w 1993 r.*, NBP, Warszawa 1994, s. 28.

¹¹ W. Przybylska-Kapuścińska, *Operacje*, 2005, s. 113-114.

¹² Ibidem, s. 114-115.

¹³ B. Grabowski, *Fundamentalne problemy polityki pieniężnej NBP*, „Bank i Kredyt” 1999, nr 7, s. 20.

budżetowego¹⁴, wypłaty odsetek od bonów pieniężnych oraz dyskonta od obligacji NBP, a także wypłaty zysku do budżetu państwa. Wszystkie te działania stanowiły w oczywisty sposób mechanizm samopogłębiający nadpłynność banków, gdyż nie sposób prowadzić operacji otwartego rynku polegających na dokonywaniu przez NBP transakcji papierami wartościowymi bez wypłaty należnych odsetek lub realizacji dyskonta.

Na zakończenie tej części opracowania, mającej na celu wskazanie warunków, w jakich prowadzona była polityka pieniężna w Polsce przed 1999 r., podkreślić należy, że przez cały ten czas prowadzone były przez NBP działania mające na celu ograniczanie nadpłynności. Służyły temu głównie narzędzia typu administracyjnego, takie jak regulowanie agregatów pieniężnych, limity kredytowe czy rezerwa obowiązkowa. Polityka otwartego rynku była prowadzona z roku na rok coraz aktywniej, jednak z uwagi na skalę nadpłynności i niedostateczny jeszcze rozwój krajowych rynków pieniężnego i kapitałowego, nie odnosiła ona zamierzonych skutków.

3. Zmiany w polityce pieniężnej NBP – strategia na lata 1999–2003

Coraz większe odbieganie od realizacji przyjętych przez władze monetarne założeń pieniężnych stało się powodem wdrożenia w Polsce funkcjonującej już na świecie w wielu krajach strategii bezpośredniego celu inflacyjnego (BCI). Ramy instytucjonalne dla niej stworzyła nowa ustawa o NBP. Zgodnie z jej postanowieniami bank centralny stał się zobligowany przede wszystkim do utrzymywania stabilnego poziomu cen¹⁵. Nie określono tym razem żadnych celów pośrednich.

Strategia BCI w Polsce w latach 1999–2003 realizowana była w oparciu o kilka istotnych założeń, odróżniających ją zdecydowanie od dotychczasowych sposobów kierowania polityką pieniężną. Przede wszystkim wykorzystanie określonych narzędzi polityki monetarnej uwarunkowano wszelkimi istotnymi informacjami o stanie gospodarki, a nie tylko kursem walutowym i wahaniami stóp procentowych. Stanowiło to znaczne uelastycznienie w stosunku do poprzednich

¹⁴ Możliwość taką zniósła uchwalona w 1997 r. Konstytucja RP, zgodnie z którą bank centralny nie może aktualnie finansować deficytu budżetu państwa (art. 220 Konstytucji Rzeczypospolitej Polski z dn. 2 kwietnia 1997 r. (DzU z 1997 r., nr 78, poz. 483).

¹⁵ Może także wspierać politykę gospodarczą rządu, o ile nie zakłóca to realizacji celu głównego. Por.: art. 3, ust. 1 Ustawy z dnia 29 sierpnia 1997 r. o Narodowym banku Polskim (DzU z 1997 r., nr 140, poz. 938).

rozwiązań i umożliwiło kompleksowe uwzględnienie sytuacji gospodarczej. Założenia strategii zostały sformułowane w sposób ramowy, z określeniem jedynie stanów pożądaných z punktu widzenia efektywności prowadzonej polityki pieniężnej. Z drugiej jednak strony określono główne sposoby, jakimi bank centralny zamierzał je osiągnąć. Poza tym zlikwidowano krótkookresowe cele pośrednie, mające prowadzić do realizacji celu głównego – stabilności cen¹⁶.

Dotychczasową politykę podaźową, polegającą na kontroli podaży pieniądza, zastąpiła polityka popytowa w której głównym instrumentem zostały centralne stopy procentowe, regulujące cenę pieniądza i wskazujące kierunki polityki pieniężnej banku centralnego. Operacje otwartego rynku stały się z kolei podstawowym narzędziem umożliwiającym bankowi centralnemu wpływanie na banki poprzez utrzymywanie krótkoterminowych stóp procentowych rynku pieniężnego na pożądanym poziomie oraz regulowanie płynności sektora bankowego. Stwierdzono wprost, że stanem pożądanym z punktu widzenia skuteczności prowadzenia racjonalnej i efektywnej polityki pieniężnej jest strukturalny niedobór płynności, który sprawia, że impulsy monetarne nie „rozmywają się” w nadpłynnym rynku¹⁷.

Przyjęte w 1998 r. rozwiązania systemowe przyniosły oczekiwane na koniec 2003 r. efekty, kiedy to osiągnięto przyjęty cel inflacyjny na poziomie 1,7% (Y/Y), a więc zgodnie z założeniami, według których inflacja miała być niższa niż 4%¹⁸. Nie osiągnięto natomiast stanu niedoboru płynności sektora bankowego, pomimo wdrożenia rozwiązań mających na celu ułatwienie jego osiągnięcia. Chodziło tu przede wszystkim o prowadzenie przez NBP w okresie od września 2000 r. do maja 2003 r. bezwarunkowej sprzedaży papierów wartościowych¹⁹ (*outright sale*) w ramach operacji strukturalnych oraz

¹⁶ J. Drop, A. Wojtyna, *Strategia bezpośredniego celu inflacyjnego: przesłanki teoretyczne i doświadczenia wybranych krajów*, NBP, „Materiały i Studia” 2001, nr 118, s. 6.

¹⁷ *Średniookresowa strategia polityki pieniężnej na lata 1999–2003*, NBP, Warszawa 1998, s. 13-14.

¹⁸ *Sprawozdanie z wykonania założeń polityki pieniężnej w 2003 r.*, NBP, Warszawa 2004, s. 6-11.

¹⁹ Czyli tzw. skonwertowanych obligacji skarbu państwa, pochodzących z zamiany niezbywalnych zobowiązań budżetu wobec NBP. Por.: W. Przybylska-Kapuścińska, *Operacje otwartego rynku w Polsce w latach 1993–2002*, „Ruch Prawniczy, Ekonomiczny i Socjologiczny” 2003, nr 4, s. 110-111.

przejście na sprzedaż bonów pieniężnych z 14-dniowym terminem zapadalności w ramach podstawowych operacji otwartego rynku²⁰.

Założenia strategii BCI przyjętej na lata 1999–2003 w odniesieniu do nadpłynności sektora bankowego nie zostały zrealizowane pomimo wdrożenia działań zorientowanych na jej redukcję. Za główną przyczynę tego stanu rzeczy przyjęto prowadzoną na szeroką skalę sprzedaż walut pochodzących przede wszystkim w wpływów prywatyzacyjnych bezpośrednio w NBP²¹. Ponadto w roku 2001 NBP zakupił środki pochodzące z wykupu środków stanowiących zabezpieczenie zadłużenia zagranicznego Polski z tytułu spłaty posiadanych obligacji Brady`ego i emisji przez Ministerstwo Finansów euroobligacji. Stanowiło to dodatkowe źródło nadpłynności. Podobnie jak skup walut dokonywany przez Ministerstwo Finansów oraz równoczesne zwiększenie środków budżetowych na rachunkach w NBP rozdysponowanych na rachunki banków komercyjnych²².

4. Założenia polityki monetarnej po 2003 r. – rola operacji otwartego rynku

Niepowodzenie NBP w redukcji skali nadpłynności w latach 1999-2003 wynikało z szeregu nieprzewidzianych podczas określania założeń polityki pieniężnej zjawisk, które wystąpiły w tym okresie. Wspomniane zmiany w ramach struktury bonów pieniężnych oraz emisja obligacji skonwertowanych okazały się niewystarczające wobec skali utrzymującego się nadmiaru wolnych rezerw banków. Jednocześnie należy podkreślić, że występowanie nadpłynności w systemie bankowym w poważnym stopniu utrudnia prowadzenie efektywnej polityki banku centralnego, w związku z czym założenia strategii polityki pieniężnej po 2003 r. musiały zostać zweryfikowane o to zjawisko. Stan taki bowiem powoduje nie tylko nieskuteczność impulsów pieniężnych.

²⁰ Zostały one wprowadzone ponownie w grudniu 2001 r., co umożliwiło lepsze dostosowanie banków do ich potrzeb emisyjnych i korzystniejsze ich rozłożenie w czasie. Zob.: *Sprawozdanie z wykonania założeń polityki pieniężnej w 2001 r.*, NBP, Warszawa 2002, s. 24.

²¹ *Strategia polityki pieniężnej po 2003 roku*, NBP, Warszawa 2002, s. 10.

²² P. Szpunar, D. Tymoczko, *Czy możliwe jest przejście do fazy niedoboru płynności w polskim sektorze bankowym*, w: *Projekcja rozwoju rynków: kapitałowego, walutowego, pochodnych instrumentów finansowych i pieniężnego do roku 2005*, red. E. Pietrzak, A. Sławiński, CeDeWu, Warszawa 2002, s. 164.

Z przesunięcia ich efektów w czasie wynika także znaczne ograniczenie możliwości przewidywania sytuacji gospodarczej przy jednoczesnym zawężeniu możliwych do zastosowania narzędzi realizowania polityki pieniężnej jedynie do instrumentów oddziałujących w jednym tylko kierunku – zmniejszającym²³.

Stan nadpłynności stanowi także bardzo istotne osłabienie znaczenia centralnych stóp procentowych. Przede wszystkim nadmiar wolnych rezerw banków oznacza, że nie muszą się one refinansować w banku centralnym, gdyż dysponują niezbędnymi środkami, które mogą przeznaczyć na bieżącą działalność kredytową. Dodatkowo dochodzi specyfika polskiego sektora bankowego zdominowanego przez banki, których właścicielami są silne zagraniczne grupy finansowe, dzięki czemu niedobory wolnych środków mogą zostać pozyskane od podmiotów właścicielskich właśnie.

NBP, formułując strategię działania na kolejne lata, musiał uwzględnić m.in. powyższe uwarunkowania. Dlatego też po raz kolejny podkreślono znaczenie operacji otwartego rynku jako głównego instrumentu oddziaływania na sektor bankowy (oczywiście stopy procentowe pozostały i nadal są głównym instrumentem całej polityki pieniężnej). Szczegółowy udział operacji otwartego rynku w polityce pieniężnej realizowanej przez NBP po 2003 r. przedstawiono w dalszej części niniejszego opracowania.

5. Operacje otwartego rynku i płynność sektora bankowego w latach 2004–2006

5.1. Stosowane operacje otwartego rynku i ich przebieg

Narodowy Bank Polski wykorzystywał operacje otwartego rynku od samego niemal początku lat 90. XX w. Zmiany, jakie zaszły w tym okresie oraz konieczność stopniowego dostosowania do rozwiązań stosowanych w Eurosystemie, spowodowały, że w ostatnich zwłaszcza latach, kwestie związane z prowadzeniem polityki otwartego rynku w Polsce zostały uporządkowane w ten sposób, że w 2002 r. wyróżniono trzy rodzaje operacji otwartego rynku: podstawowe, dostrajające

²³ W. Przybylska-Kapuścińska, *Operacje*, s. 121-123.

i strukturalne²⁴. Początkowo w ramach tych pierwszych wykorzystywano bony pieniężne o 28-dniowym terminie zapadalności, jednak z uwagi na konieczność uelastycznienia prowadzonej polityki otwartego rynku, od 2003 r. rolę głównych operacji podstawowych przejęły bony 14-dniowe. Przetargi na operacje podstawowe organizowane są regularnie, w każdy piątek.

Przebieg operacji otwartego rynku w roku 2004 przedstawia tabela 1. Na uwagę zasługuje fakt, iż na przetargach NBP oferował wówczas jedynie operacje podstawowe – bony pieniężne z 14-dniowym terminem zapadalności.

Tabela 1. Przetargi na bony pieniężne NBP w roku 2004 – podaż zaoferowana przez NBP, popyt zgłoszony przez banki, zrealizowana sprzedaż (mln zł)

M-c	Podaż		Popyt		Sprzedaż	
	Suma	14-dniowe	Suma	14-dniowe	Suma	14-dniowe
I	20 500,00	20 500,00	32 409,00	32 409,00	18 395,00	18 395,00
II	12 000,00	12 000,00	25 980,62	25 980,62	12 000,00	12 000,00
III	11 000,00	11 000,00	32 062,09	32 062,09	11 000,00	11 000,00
IV	1 400,00	1 400,00	8 858,50	8 858,50	1 400,00	1 400,00
V	1 100,00	1 100,00	1 880,00	1 880,00	999,00	999,00
VI	14 300,00	14 300,00	62 494,00	62 494,00	14 300,00	14 300,00
VII	16 000,00	16 000,00	39 225,00	39 225,00	16 000,00	16 000,00
VIII	13 600,00	13 600,00	21 564,50	21 564,50	13 600,00	13 600,00
IX	21 000,00	21 000,00	38 005,30	38 005,30	21 000,00	21 000,00
X	17 000,00	17 000,00	124 761,66	124 761,66	17 000,00	17 000,00
XI	4 400,00	4 400,00	67 460,00	67 460,00	4 400,00	4 400,00
XII	11 500,00	11 500,00	34 005,00	34 005,00	10 240,00	10 240,00

Źródło: opracowanie własne na podstawie: *Instrumenty polityki pieniężnej na tle płynności sektora bankowego w 2004 roku*, NBP, Warszawa 2005.

Analiza tabeli wykazuje zdecydowaną nadwyżkę zgłoszonego przez banki popytu nad zaoferowaną podażą bonów pieniężnych. W sumie popyt przewyższał podaż ponad trzykrotnie (dla porównania

²⁴ Por. Uchwała 1/2002 Rady Polityki Pieniężnej z dnia 29 stycznia 2002 r. w sprawie zasad prowadzenia operacji otwartego rynku oraz *Sprawozdanie z wykonania polityki pieniężnej w 2002 r.*, NBP, Warszawa 2003, s. 26.

w 2003 r. ponad dwukrotnie). Jest to sytuacja typowa dla przetargów na bony pieniężne, gdyż banki starają się zawsze zapewnić sobie zaspokojenie całości zapotrzebowania właśnie poprzez tzw. *overbidding*²⁵. W 2004 r. tylko na trzech przetargach popyt był niższy od podaży. Stało się to w maju i na przełomie listopada i grudnia, co miało związek z krótkookresowymi zaburzeniami płynności w tych miesiącach²⁶.

W sumie NBP zaoferował w całym roku bony o wartości ponad 140 mld zł, podczas gdy banki zgłosiły popyt w wysokości 488 mld zł. W wyniku przeprowadzonych przetargów na bony pieniężne saldo operacji otwartego rynku na koniec 2004 r. wniosło ponad 5 mld zł²⁷. Taka była zatem ilość netto zaabsorbowanych wówczas rezerw banków. Należy bowiem pamiętać, że większość operacji otwartego rynku jest *rollowana*, co jest oczywiste z punktu widzenia ich krótkich terminów zapadalności²⁸.

W badanym okresie nastąpił szereg istotnych zmian mających na celu dalsze dostosowania do rozwiązań stosowanych przez Europejski Bank Centralny oraz mających na celu jeszcze łatwiejsze zarządzanie płynnością przez banki. Od 2005 r. głównym instrumentem w ramach operacji podstawowych stały się bony pieniężne o 7-dniowym terminie zapadalności. Jak wskazują doświadczenia lat wcześniejszych, takie rozwiązanie umożliwia znacznie lepsze możliwości kontrolowania przez banki ich pozycji płynnościowej, co ma szczególne znaczenie zwłaszcza w kontekście zdarzających się m.in. w latach 1999–2001 zaburzeń płynności²⁹. Może także okazać się korzystne z punktu widzenia

²⁵ *Instrumenty polityki pieniężnej na tle płynności sektora bankowego w 2004 roku*, NBP, Warszawa 2005, s. 18.

²⁶ *Ibidem*, s. 7. Listopadowe zaburzenia płynności miały ścisły związek z prywatyzacją banku PKO BP.

²⁷ *Ibidem*, s. 17.

²⁸ *Rollowanie* polega na zamianie wcześniejszej emisji bonów nową emisją. Por.: W. Dębski, *Rynek finansowy i jego mechanizmy. Podstawy teorii i praktyki*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2002, s. 37.

²⁹ Np. w grudniu 1999 r. wskutek tzw. problemu Y2K (zob.: *Raport roczny NBP za 1999 rok*, NBP, Warszawa 2000, s. 22), czy też w listopadzie 2001 w wyniku spekulacji banków w oczekiwaniu na obniżkę stóp procentowych (por. *Sprawozdanie...*(2001), op.cit., s. 24).

wspomnianej większej elastyczności w sytuacji, kiedy udałoby się przejść do stanu niedoboru płynności³⁰.

Przebieg operacji otwartego rynku w 2005 r. przedstawia tabela 2. Zauważyć można, że zgodnie ze wspomnianymi powyżej zmianami prowadzono wówczas niemal wyłącznie sprzedaż bonów pieniężnych o terminach zapadalności 7-dniowych. Jedynie w listopadzie zaoferowano bony 14-dniowe, co było związane przede wszystkim z tym, że standardowy przetarg w piątek nie mógł się odbyć z uwagi na dzień wolny, a wystąpiła potrzeba zaabsorbowania odpowiedniej ilości środków z rynku³¹.

Tabela 2. Przetargi na bony pieniężne NBP w roku 2005 – podaż zaoferowana przez NBP, popyt zgłoszony przez banki, zrealizowana sprzedaż (mln zł)

M-c	Podaż			Popyt			Sprzedaż		
	Suma	7-dniowe	14-dniowe	Suma	7-dniowe	14-dniowe	Suma	7-dniowe	14-dniowe
I	33 500,00	33 500,00	0,00	93 100,60	93 100,60	0,00	33 500,00	33 500,00	0,00
II	47 500,00	47 500,00	0,00	247 630,00	247 630,00	0,00	47 500,00	47 500,00	0,00
III	55 000,00	55 000,00	0,00	120 704,80	120 704,80	0,00	55 000,00	55 000,00	0,00
IV	70 100,00	70 100,00	0,00	112 630,00	112 630,00	0,00	70 100,00	70 100,00	0,00
V	52 200,00	52 200,00	0,00	76 999,80	76 999,80	0,00	52 200,00	52 200,00	0,00
VI	69 400,00	69 400,00	0,00	132 128,10	132 128,10	0,00	69 400,00	69 400,00	0,00
VII	91 000,00	91 000,00	0,00	161 469,20	161 469,20	0,00	91 000,00	91 000,00	0,00
VIII	73 800,00	73 800,00	0,00	120 687,30	120 687,30	0,00	73 800,00	73 800,00	0,00
IX	105 400,00	105 400,00	0,00	163 633,70	163 633,70	0,00	105 400,00	105 400,00	0,00
X	85 600,00	85 600,00	0,00	117 023,30	117 023,30	0,00	85 600,00	85 600,00	0,00
XI	68 100,00	47 100,00	21 000,00	68 882,50	48 063,00	20 819,50	66 232,50	45 413,00	20 819,50
XII	113 500,00	113 500,00	0,00	115 291,00	115 291,00	0,00	107 343,50	107 343,50	0,00

Źródło: Opracowanie własne na podstawie *Instrumenty polityki pieniężnej na tle płynności sektora bankowego w 2005 roku*, NBP, Warszawa 2006.

³⁰ W. Przybylska-Kapuścińska, *Eurosystem a instrumenty polskiej i czeskiej polityki pieniężnej*, Wydawnictwo CeDeWu, Warszawa 2007, s. 62-63.

³¹ *Instrumenty...* (2005), op.cit., s. 16.

W sumie w 2005 r. NBP zaoferował w przetargach bony o wartości ponad 860 mld zł, natomiast popyt zgłoszony przez banki wyniósł 1.530 mld zł. Widać zatem, iż zjawisko *overbiddingu* miało już mniejszą skalę niż przed rokiem. Nierównowaga popytowa wyniosła bowiem 77% wobec 230% w roku poprzedzającym. Pomimo tego saldo operacji netto wyniosło na koniec 2005 r. 23 mld zł, a więc o ok. 15 mld więcej niż rok wcześniej³². Było to związane m.in. z wykorzystywaniem środków Unii Europejskiej.

Poważne zmiany w ramach prowadzenia polityki otwartego rynku nastąpiły w 2006 r. Były one szczególnie istotne z punktu widzenia dostępu poszczególnych banków do operacji otwartego rynku określonych typów. Wcześniej, wszystkie operacje były dostępne jedynie dla wybranej grupy 15 najaktywniejszych na rynku pieniężnym banków, zwanych dealerami rynku pieniężnego oraz Bankowego Funduszu Gwarancyjnego. Ograniczało to dostęp bankom mniejszym lub też rzadziej udzielającym się na przetargach na bony, choć z drugiej strony miało przyczynić się do rozwoju rynku pieniężnego poprzez konieczność dalszego obrotu na rynku wtórnym³³.

W związku z powyższym oraz w świetle coraz lepiej i szybciej rozwijającego się rynku pieniężnego w Polsce, NBP podjął decyzję o dopuszczeniu do operacji podstawowych wszystkich banków, o ile uczestniczą one w systemie obsługi rachunków SORBNET i w Rejestrze Papierów Wartościowych oraz posiadają oprogramowanie NBP przeznaczone do składania zleceń i obsługi komunikatów Departamentu Operacji Krajowych NBP (moduł ELBON)³⁴. W zakresie operacji dostrajających pozostawiono wcześniejsze rozwiązanie³⁵, natomiast w odniesieniu do operacji strukturalnych, decyzję podejmuje w każdym przypadku bezpośrednio Zarząd NBP³⁶.

Tabela 3 przedstawia przebieg transakcji bonami pieniężnymi w trakcie przetargów organizowanych przez NBP w 2006 r. Podobnie jak

³² Ibidem.

³³ Por. P. Szpunar, *Polityka...*, op.cit., s. 99-100.

³⁴ W. Przybylska-Kapuścińska, *Eurosystem...*, s. 69.

³⁵ *Sprawozdanie...* (2006), op.cit., s. 20-21.

³⁶ Por. Uchwała nr 66/2005 Zarządu NBP z dnia 9 grudnia 2005 r. zmieniająca uchwałę w sprawie wprowadzenia *Regulaminu prowadzenia przez Narodowy Bank Polski rachunków i kont depozytowych papierów wartościowych oraz obsługi operacji na papierach wartościowych i ich rejestracji na rachunkach i kontach depozytowych tych papierów*.

w 2004 r., tym razem prowadzono sprzedaż jedynie bonów o 7-dniowym terminie zapadalności. Zwraca uwagę jednak skala emisji w porównaniu z latami ubiegłymi. Należy wnioskować zatem, że zmiany w dostępności przetargów na bony pieniężne odniosły zamierzony skutek w postaci zwiększenia aktywności banków na rynku pierwotnym papierów pieniężnych i zwiększenia skali absorpcji wolnych rezerw sektora bankowego, co z należy oceniać bardzo pozytywnie z punktu widzenia założeń polityki pieniężnej i skuteczności ich realizacji w odniesieniu do płynności banków. Podobnie, jak w minionych latach, tym razem NBP również wykorzystywał jedynie operacje podstawowe, a więc wpływające na krótkoterminową płynność sektora bankowego.

Tabela 3. Przetargi na bony pieniężne NBP w roku 2006 – podaż zaoferowana przez NBP, popyt zgłoszony przez banki, zrealizowana sprzedaż (mln zł)

M-c	Podaż		Popyt		Sprzedaż	
	Suma	7-dniowe	Suma	7-dniowe	Suma	7-dniowe
I	74 000,00	74 000,00	120 733,80	120 733,80	74 000,00	74 000,00
II	77 200,00	77 200,00	123 419,70	123 419,70	77 200,00	77 200,00
III	105 800,00	105 800,00	151 947,40	151 947,40	105 800,00	105 800,00
IV	78 200,00	78 200,00	104 602,00	104 602,00	78 200,00	78 200,00
V	81 300,00	81 300,00	130 676,80	130 676,80	81 300,00	81 300,00
VI	105 100,00	105 100,00	175 577,50	175 577,50	105 100,00	105 100,00
VII	79 900,00	79 900,00	180 794,00	180 794,00	79 900,00	79 900,00
VIII	80 300,00	80 300,00	162 381,70	162 381,70	80 300,00	80 300,00
IX	104 500,00	104 500,00	249 990,80	249 990,80	104 500,00	104 500,00
X	77 300,00	77 300,00	234 459,80	234 459,80	77 300,00	77 300,00
XI	71 800,00	71 800,00	347 696,00	347 696,00	71 800,00	71 800,00
XII	89 600,00	89 600,00	718 155,42	718 155,42	89 600,00	89 600,00

Źródło: opracowanie własne na podstawie *Instrumenty polityki pieniężnej na tle płynności sektora bankowego w 2006 roku*, NBP, Warszawa 2007.

Łączna podaż bonów pieniężnych zaoferowanych w trakcie przetargów wyniosła w 2006 r. 1025 mld zł, co spotkało się z popytem zgłoszonym przez banki w wysokości 2700 mld zł. Co ciekawe, *overbidding* miał miejsce dopiero w IV kwartale roku. Był jednak tak duży, że w sumie w skali roku wyniósł niemal 270% wartości podaży bonów. Na koniec roku poziom operacji osiągnął netto ponad 18 mld zł,

a więc mniej niż w roku ubiegłym. Średnie saldo operacji, było jednak większe, gdyż wyniosło niemal 19,8 mld zł³⁷.

5.2. Pozycja płynności banków – przyczyny nadpłynności

Przedstawione powyżej fakty z przebiegu operacji otwartego rynku w latach 2004–2006 stanowią podstawę do oceny skuteczności Narodowego Banku Polskiego w realizacji zamierzeń polityki pieniężnej w sferze redukcji nadpłynności sektora bankowego. Jest to o tyle istotne, że w badanym okresie wystąpiło szereg czynników autonomicznych kreacji nadpłynności, a więc takich, które nie wynikają ze stosowania instrumentów polityki pieniężnej³⁸. M.in. to właśnie te przyczyny spowodowały, że malejąca stopniowo do 2003 nadpłynność, ponownie zaczęła zwiększać swoją skalę w analizowanym okresie.

Przypomnijmy, że skalę nadpłynności, zgodnie z metodologią stosowaną przez NBP, wyznacza się badając średnie miesięczne saldo bonów pieniężnych, a więc innymi słowy skalę ich emisji³⁹. Należy jednak zauważyć, że nie można ograniczać się do mierzenia poziomu płynności sektora bankowego wyłącznie saldem operacji otwartego rynku. Na możliwość określenia pozycji płynności banków bardzo istotne znaczenia ma także poziom lokat Ministerstwa Finansów utrzymywanych w NBP. Wynika to stąd, że środki „zamrażane” przez rząd w formie takich lokat pochodzą z rynku, a są blokowane w NBP, co uniemożliwia ich wykorzystanie przez banki w procesie kredytowym.

Wskazane powyżej depozyty budżetowe utrzymywane w NBP stanowią podstawowy czynnik autonomiczny wpływający na skalę płynności sektora bankowego. Przepływy środków rządowych pomiędzy bankami a budżetem wynikają z różnego typu procesów zachodzących pomiędzy tymi podmiotami. Wśród nich wyróżnić należy nie tylko typowe przepływy z tytułu dochodów i wydatków budżetowych, ale także rozliczenia z tytułu obsługi bonów skarbowych, wpływy z prywatyzacji oraz, co szczególnie istotne w analizowanym okresie, przepływów pomiędzy Polską a Unią Europejską i obsługi funduszy strukturalnych⁴⁰.

³⁷ *Instrumenty...* (2006), op.cit., s. 19.

³⁸ W. Przybylska-Kapuścińska, *Operacje*, 2005, s. 111.

³⁹ Por. *Sprawozdania...* (2004-2006).

⁴⁰ *Instrumenty...* (2004), op.cit., s. 8-9.

Wśród depozytów budżetowych największą zmienność wykazują jednak zawsze lokaty terminowe Ministerstwa Finansów. I tak w 2004 r. ich średni miesięczny poziom wahał się od 8 do 16 mld zł (średnio w roku stan lokat budżetowych wynosił niespełna 12,2 mld zł). Należy także podkreślić, że w kwietniu i w maju udział lokat w absorpcji nadpłynności wyniósł ponad 95% środków łącznie zebranych z rynku. W związku z powyższym, skala nadpłynności zaabsorbowana w 2004 r. wyniosła łącznie ze sprzedażą bonów pieniężnych 17,5 mld zł, z czego 5,3 stanowiły bony. Tak wysoki udział lokat budżetowych wynikał z przyjętej przez rząd polityki polegającej na utrzymywaniu środków na lokatach w NBP w celu zabezpieczenia przyszłych płatności z tytułu składki członkowskiej do budżetu UE i refinansowania inwestycji w ramach unijnych programów pomocowych⁴¹.

Z płatnościami wynikającymi z rozliczeń z UE z tytułu środków pomocowych związany był także kolejny czynnik autonomiczny, który stanowią operacje walutowe NBP. Wynikają one także z obsługi zobowiązań i należności zagranicznych skarbu państwa, głównie w związku z emisją obligacji na rynki zagraniczne i wykorzystaniem kredytów z międzynarodowych instytucji finansowych. W 2004 r. sprzedaż walut netto wyniosła prawie 0,9 mld zł. Taki zatem był wpływ na redukcję nadpłynności. Sprzedaż walut przez NBP wynikała głównie ze spłat zadłużenia zagranicznego wobec Klubu Paryskiego, Banku Światowego i przewalutowania składki członkowskiej wpłacanej do Komisji Europejskiej⁴².

Z lokatami budżetowymi w NBP związek miało jeszcze jedno zdarzenie, które w 2004 r. spowodowało zaburzenia płynnościowe na rynku oraz duże wahania skali operacji bonami pieniężnymi. Była to prywatyzacja największego wówczas banku działającego w Polsce – PKO BP. Niniejsza sytuacja była spowodowana tym, że wpływy z tytułu prywatyzacji banku były tak duże, że problematyczne było ich szybkie rozdysponowanie. W związku z tym środki te trafiły początkowo na lokaty O/N w NBP, a dopiero potem zostały przelane na rachunki budżetowe w banku centralnym i zamrożone w postaci omówionych już wcześniej lokat⁴³. Obydwie te przyczyny spowodowały znaczną redukcję

⁴¹ Ibidem.

⁴² Ibidem, s. 11-13.

⁴³ Ibidem, s. 28.

krótkoterminowej płynności banków i przyczyniły się do zmniejszenia jesienią 2004 r. skali sprzedaży bonów pieniężnych.

Trzecim czynnikiem autonomicznym oddziałującym na płynność banków w 2004 r. było znaczne zmniejszenie się tempa przyrostu poziomu pieniądza gotówkowego w obiegu. Powodem zmniejszenia tej dynamiki był przede wszystkim znaczny wzrost oprocentowania wkładów terminowych oferowanych przez banki, co spowodowało częściowe odejście od gotówki na rzecz tychże lokat (na skutek wzrostu kosztu alternatywnego utrzymywania gotówki). Osłabiło to wpływ tego czynnika na absorpcję nadpłynności banków, jakkolwiek obieg gotówkowy, chociaż coraz wolniej, wzrastał w 2004 r., co mimo wszystko przyczyniło się do zaabsorbowania rezerw płynności banków o ponad 1,7 mld zł⁴⁴.

Wzrost lokat terminowych pociągnął za sobą wzrost wymaganego od banków poziomu rezerwy obowiązkowej. W porównaniu z poprzednim rokiem, w 2004 r. wzrosła ona o blisko 12%, do poziomu prawie 11 mld zł. Przełożyło się to na zmniejszenie skali nadpłynności banków o 1,1 mld zł⁴⁵. Widać więc powiązanie pomiędzy malejącą wielkością obiegu gotówkowego związanego ze wzrostem lokat a rezerwą obowiązkową, co powoduje wzmocnienie efektu współwystępowania tych dwóch czynników.

Z drugiej jednak strony, funkcjonują mechanizmy, które niezależnie od czynników zmniejszających, powodują wzrastanie poziomu płynności banków w gospodarce. Są one dość przewidywalne, gdyż zaliczamy tu wpłaty z zysku NBP do budżetu państwa, wypłatę odsetek od obligacji NBP oraz dyskonta od bonów pieniężnych⁴⁶ i odsetek od rezerwy obowiązkowej⁴⁷. Trzeba jednak zaznaczyć, że czynniki te cechuje wysoka przewidywalność, co nie oznacza jednak możliwości ich pominięcia w analizach determinant płynności sektora bankowego. Wszystkie te czynniki miały silny wpływ na zasilenie w środki polskich banków w 2004 r. w sumie, wraz z dodatkowymi pozycjami netto, o kwotę 6 mld zł⁴⁸. Prawie 8 mld zł wyniósł z kolei

⁴⁴ Ibidem, s. 8-9.

⁴⁵ Ibidem, s. 19-20.

⁴⁶ Znaczenie tego czynnika jest znacznie ograniczone poprzez mechanizm *rollowania* emisji bonów pieniężnych.

⁴⁷ Środki zgromadzone na rachunkach rezerwy obowiązkowej od 1 maja 2004 r. są oprocentowane w wysokości równej 0,9 stopy redyskontowej NBP.

⁴⁸ *Instrumenty...* (2004), op.cit., s. 6-7.

efekt absorpcyjny wymienionych wcześniej czynników autonomicznych, co daje ok. 2 mld netto wspomaganie operacji otwartego rynku w redukcji nadpłynności.

Początek 2005 r. przyniósł bardzo duży wzrost nadpłynności sektora bankowego w Polsce. Stało się tak przede wszystkim za sprawą znacznego (o 6,6 mld zł w całym roku) spadku depozytów złotych sektora publicznego. Jednak w roku tym, najsilniejszym czynnikiem zwiększenia nadpłynności był skup walut netto prowadzony przez NBP. Było to ściśle związane z wykorzystywaniem środków unijnych (przyznanych w roku ubiegłym). Środki przyznane przez Komisję Europejską trafiły bowiem na rachunek pomocniczy prowadzony w euro. Dalsze ich wykorzystanie następowało w złotych – w tym celu waluta była przelewana na rachunki funduszowe⁴⁹. O ile w ubiegłym roku NBP zamknął rok na pozycji walutowej krótkiej, to w 2005 r. mieliśmy do czynienia ze skupem walut netto. W sumie skala zwiększenia płynności wskutek tego czynnika wyniosła niemal 7,5 mld zł. Przyczyną odwrotnego niż przed rokiem oddziaływania transakcji walutowych NBP był fakt, że Komisja Europejska przewalutowała większość polskiej składki członkowskiej poza bankiem centralnym. Jedynie niewielka część została zamieniona tak samo, jak rok wcześniej⁵⁰.

Dość duży udział w zwiększeniu nadpłynności banków miała także wpłata z zysku NBP do budżetu państwa, która nastąpiła około połowy roku. Wykorzystanie tych środków spowodowało dalszy wzrost salda bonów pieniężnych.

Na spadek poziomu nadpłynności w 2005 r. wpłynęła głównie zwiększająca się dynamika przyrostu pieniądza gotówkowego w obiegu (w sumie w całym roku obieg gotówkowy spowodował absorpcję blisko 4 mld zł). Rosnące tempo wzrostu wynikało przede wszystkim ze wzrostu dochodów ludności oraz transferów środków do kraju od osób pracujących za granicą. Oczywiście i tym razem wpływ miały środki napływające z UE. Pozostałe czynniki absorpcji nadpłynności to dalszy wzrost poziomu rezerw obowiązkowych (analogicznie jak przed rokiem, tym razem w sumie niecały 1 mld zł) i wykup obligacji Ministerstwa finansów denominowanych w dolarach amerykańskich⁵¹, jakkolwiek

⁴⁹ *Instrumenty...* (2005), op.cit., s. 3.

⁵⁰ *Ibidem*, s. 6.

⁵¹ *Ibidem*, s. 6-7.

było to zjawisko bardzo małe z punktu widzenia redukcji nadpłynności (zaledwie ok. 100 mln zł).

W związku z powyższymi determinantami płynności sektora bankowego skala nadpłynności w 2005 r. mierzona średnim miesięcznym saldem bonów pieniężnych wzrosła bardzo znacznie w stosunku do roku poprzedniego – w sumie do 16,7 mld zł. Gdy dodamy do tego budżetowe lokaty terminowe w NBP, okazuje się, że łączna absorpcja nadpłynności osiągnęła 21,7 mld zł, co jest wielkością bardzo dużą w relacji do minionych lat.

Skala wzrostu nadpłynności w 2005 r. przeniosła się na rok następny, kiedy to łączna absorpcja środków wraz z lokatami terminowymi w NBP wyniosła blisko 25 mld zł, z czego 19,8 mld zostało zebrane z rynku za pośrednictwem samych tylko bonów pieniężnych. Narastanie nadpłynności wynikało głównie z kontynuacji skupu walut netto prowadzonego przez NBP. Tym razem zmiany w zakresie dynamiki pieniądza gotówkowego okazały się czynnikiem bardzo zmiennym, jednak w sumie za pośrednictwem tego czynnika zaabsorbowano ponad 9 mld zł wolnych rezerw banków⁵².

Podsumowanie

Pomimo stałego wskazywania przez NBP problemu nadpłynności i przedstawiania dogłębnych analiz przyczyn tego stanu rzeczy, nie udało się w sposób kontrolowany opanować tego zjawiska. Wszelkie działania w ramach prowadzonej strategii polityki pieniężnej, ukierunkowane na redukcję nadpłynności nie przyniosły zamierzonego efektu, bo wzrost nadpłynności w latach 2005–2006 przybrał na sile i był największy w historii.

Można zadawać sobie pytanie, czy oznacza to słabą kontrolę nad poziomem wolnych rezerw banków, czy też wpływ czynników autonomicznych, na które NBP nie ma żadnego wpływu, był tak silny, że nie można było podjąć żadnych działań w celu zapobieżenia rosnącej nadpłynności. Jak wynika z prowadzonych badań oraz ze sprawozdań publikowanych okresowo przez sam bank centralny, w okresie obowiązywania poprzedniej średniookresowej strategii polityki pieniężnej realizowanej w latach 1999–2003, problem nadpłynności malał. Realizacja założeń na okres po 2003 r., pomimo ich bardzo dużej

⁵² Por.: *Instrumenty...* (2006), op.cit., s. 3-14.

ogólności (wynikającej m.in. z istoty podejścia stosowanego w strategiach BCI), dalece rozminęła się z oczekiwaniami.

Niezależnie od ocen samego tylko przebiegu operacji otwartego rynku oraz braku efektów w postaci zmniejszenia się skali nadpłynności, pamiętać należy także o tym, że NBP nie mógł w żaden sposób wpłynąć na główną determinantę autonomiczną wzrostu nadpłynności banków, jaką był skup walut netto, wynikający z dysponowania środkami unijnymi.

Również rzeczona duża zmienność lokat terminowych MF stanowiła duże utrudnienie w prowadzeniu planowanej polityki pieniężnej. Co więcej, skala środków utrzymywanych na tych lokatach była zawsze większa od przewidywań rządu, w związku z czym także NBP nie był w stanie przewidzieć ich poziomu. Powodowało to zaburzenia płynnościowe w sektorze bankowym, a także, co niemniej ważne, stanowiło przyczynę dużych wahań krótkoterminowych stóp procentowych, których poziom jest na uwadze NBP. Aby ograniczyć wpływ nieprzewidywanych zmian lokat rządowych, wprowadzono limity na te środki. Większa stabilizacja stawek rynkowych, a co za tym idzie większa kontrola zamierzonych celów polityki pieniężnej, stała się także możliwa także dzięki skróceniu okresów zapadalności bonów pieniężnych sprzedawanych w ramach operacji podstawowych do 7 dni. W ramach podsumowania można uznać, że za problem nadpłynności polskiego sektora bankowego nie można obarczać winą banku centralnego. Jest to problem bardzo złożony i znajdujący swoje uwarunkowania w konstrukcji polskiego systemu finansowego oraz jego wrażliwości na zewnętrzne czynniki autonomiczne.

Open market operations and polish banking sector overliquidity in reference to implementation of polish monetary policy guidelines for the years 2004–2006

Summary

Polish monetary policy from its beginning in the early '90s was determined by the increasing overliquidity effect. The strategy of the central bank was at first focused not only on the low inflation rate but also on the currency exchange rate. Apart from this, another aim was also keeping monetary aggregates on the desired level. This was not the best solution from the theoretical point of view and the practical one as well.

Launching the direct inflation target strategy in 1999 was a huge change according to the previous situation. The success in reducing the banking sector

overliquidity between 1999 and 2003 was to be repeated and even strengthened in the next period – this was one of the assumptions in the new scene of the strategy launched in 2004.

Unfortunately, the determinants independent on the influence of the central bank, such as e.g. EU donations causing the net purchase of the foreign currencies by NBP and decreasing level of the government deposits have strengthened the overliquidity effect. This happened despite the wide use of the open market operations and numerous facilities which was applied in order to widen the access to the open market operations not only for the biggest and most active banks.

The paper presents the basic determinants of the overliquidity effect in the years 2004–2006 according to the realization of the guidelines of the midterm monetary policy after 2004.

Bibliografia

Drop J., Wojtyna A., *Strategia bezpośredniego celu inflacyjnego: przesłanki teoretyczne i doświadczenia wybranych krajów*, NBP, „Materiały i Studia” 2001, nr 118.

Duwendag D., Ketterer K., Kösters W., Pohl R., Simmert D.B., *Teoria pieniądza i polityka pieniężna*, Poltext, Warszawa 1995.

Grabowski D., *Fundamentalne problemy polityki pieniężnej NBP*, „Bank i Kredyt” 1999, nr 7.

Instrumenty polityki pieniężnej na tle płynności sektora bankowego w 2004 roku, NBP, Warszawa 2005.

Instrumenty polityki pieniężnej na tle płynności sektora bankowego w 2005 roku, NBP, Warszawa 2006.

Instrumenty polityki pieniężnej na tle płynności sektora bankowego w 2006 roku, NBP, Warszawa 2007.

Jaremko M., Wiśniewski M., *Wpływ polityki stóp procentowych na nadpłynność sektora bankowego*, Zeszyty Naukowe nr 26, red. W. Przybylska-Kapuścińska, Wydawnictwo AE w Poznaniu, Poznań 2003.

Kaźmierczak A., *Polityka pieniężna w gospodarce rynkowej*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2003.

Knakiewicz Z., Marszałek P., *Ograniczenia skuteczności polityki pieniężnej w Polsce w drugiej połowie lat 90.*, Prace Naukowe AE we Wrocławiu nr 899, Wrocław 2001.

Konstytucja Rzeczypospolitej Polski z dn. 2 kwietnia 1997 r. (DzU z 1997 r., nr 78, poz. 483).

Przybylska-Kapuścińska W., *Eurosystem a instrumenty polskiej i czeskiej polityki pieniężnej*, Wydawnictwo CeDeWu, Warszawa 2007.

Przybylska-Kapuścińska W., *Operacje otwartego rynku w absorpcji nadpłynności*, w: *Studia z bankowości centralnej*, red. W. Przybylska-Kapuścińska, Zeszyt Naukowy 52, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Poznaniu, Poznań 2005.

- Przybylska-Kapuścińska W., *Operacje otwartego rynku w Polsce w latach 1993–2002*, „Ruch Prawniczy, Ekonomiczny i Socjologiczny” 2003, nr 4.
- Raport roczny NBP za 1999 rok*, NBP, Warszawa 2000.
- Sprawozdanie z wykonania polityki pieniężnej w 2002 r.*, NBP, Warszawa 2003.
- Sprawozdanie z wykonania założeń polityki pieniężnej w 1993 r.*, NBP, Warszawa 1994.
- Sprawozdanie z wykonania założeń polityki pieniężnej w 2001 r.*, NBP, Warszawa 2002.
- Sprawozdanie z wykonania założeń polityki pieniężnej w 2003 r.*, NBP, Warszawa 2004.
- Strategia polityki pieniężnej po 2003 roku*, NBP, Warszawa 2002.
- System finansowy w Polsce*, red. Pietrzak B, Polański Z., Woźniak B., Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2004.
- Szpunar P., *Polityka pieniężna. Cele i warunki skuteczności*, PWE, Warszawa 2000.
- Szpunar P., Tymoczko T., *Czy możliwe jest przejście do fazy niedoboru płynności w polskim sektorze bankowym*, w: *Projekcja rozwoju rynków: kapitałowego, walutowego, pochodnych instrumentów finansowych i pieniężnego do roku 2005*, red. E. Pietrzak, A. Sławiński, Wydawnictwo CeDeWu, Warszawa 2002.
- Średniookresowa strategia polityki pieniężnej na lata 1999–2003*, NBP, Warszawa 1998.
- Uchwała 1/2002 Rady Polityki Pieniężnej z dnia 29 stycznia 2002 r.*
- Uchwała nr 66/2005 Zarządu NBP z dnia 9 grudnia 2005 r.*
- Ustawa z dnia 28 grudnia 1989 r. o zmianie ustawy Prawo bankowe i o Narodowym Banku Polski (DzU z 1989 r., nr 74, poz. 439).
- Ustawa z dnia 29 sierpnia 1997 r. o Narodowym banku Polskim (DzU z 1997 r., nr 140, poz. 938).