https://doi.org/10.18778/7525-697-0.03

ROZDZIAŁ 2

Agata Szymańska*

POLITYKA PIENIĘŻNA WOBEC GLOBALNEGO KRYZYSU – DZIAŁANIA NARODOWEGO BANKU POLSKIEGO NA TLE WYBRANYCH BANKÓW CENTRALNYCH W LATACH 2007–2010

Wprowadzenie

Światowy kryzys finansowy, zapoczątkowany w 2007 roku na amerykańskim rynku kredytów hipotecznych *subprime*, w szybkim tempie rozprzestrzenił się na sferę realną. W obliczu globalnego kryzysu zarówno banki centralne jak i rządy państw podejmowały zintegrowane działania na rzecz stabilizowania gospodarki. Skala i konsekwencje zaburzeń wymusiły na tych instytucjach podjęcie określonych działań, które wykraczały poza pakiet standardowych rozwiązań. W szczególności nietypowe rozwiązania dotyczyły sposobów prowadzenia antykryzysowej polityki pieniężnej.

Kryzys finansowy zdefiniować można jako „pojawienie się silnych zakłóceń w systemie pośrednictwa finansowego, powodujących zaburzenia w realnej sferze gospodarki, przynoszących spadek, albo pogłębienie się występującego już spadku produkcji”[1]. Wspomniana definicja pozwala stwierdzić, że kryzysy gospodarcze są następstwem zaburzeń na rynkach finansowych. W związku z powyższym następstwem, niestandardowe rozwiązania dotyczyły prowadzenia polityki pieniężnej niestandardowych ujemnych stóp procentowych. Stabilizowanie sektora finansowego ma istotne znaczenie dla utrzymania stabilnego wzrostu sfery realnej. Analizując przyczyny wystąpienia kryzysu gospodarczego w krajach europejskich można dojść do wniosku, że został on wywołany m.in. nadmiernym zadłużeniem, szeroką skalą liberalizacji rynków finansowych oraz ich globalizacją. Pojawiające się w IV kwartale 2008 roku pierwsze ogłoszenia o niewypłacalności i upadłości

* Mgr, asystent, Uniwersytet Łódzki, Instytut Ekonomii.

[1] A. Sławiński, *Rynki Finansowe*, PWN, Warszawa 2006, s. 175.

banków amerykańskich a następnie i europejskich, spowodowały wystąpienie zjawiska braku zaufania na rynku międzybankowym. W efekcie banki komercyjne przystąpiły do wypracowania strategii, na bazie której ograniczały transakcje między sobą, minimalizując jednocześnie akcję kredytową oraz skupiając się na przyjmowaniu depozytów od ludności, służących zabezpieczeniu ich płynności. Silna awersja do ryzyka oraz niekorzystne doświadczenia płynące zza oceanu spowodowały narastające trudności w funkcjonowaniu banków europejskich. W konsekwencji wyłoniło się zagrożenie powstania kryzysu, będącego efektem „załamania się zaufania do stabilności całej gospodarki, systemu finansowego lub jego poszczególnych elementów”[2.]

Celem artykułu jest przybliżenie niektórych rozwiązań jakie stosowały wybrane europejskie banki centralne w obliczu globalnego kryzysu finansowego. Opracowanie koncentruje się głównie na niestandardowych instrumentach polityki pieniężnej, gdyż zaskoczone wybuchem kryzysu banki centralne zmuszone zostały do poszukiwania instrumentów, które w dotychczasowych warunkach niskich stóp procentowych oraz niskiej inflacji pozwalałyby na zabezpieczenie płynności sektora bankowego, a także podtrzymania akcji kredytowej banków i ograniczanie recesji. Szczególnie wskazano na działania Europejskiego Banku Centralnego, Banku Anglii oraz Narodowego Banku Polskiego. Wspomniano również o działaniach podejmowanych przez pozostałe europejskie banki centralne. W ostatnim etapie dokonano krótkiego podsumowania, uwzględniającego ogólny charakter działań NBP na tle wspomnianych banków centralnych.

1. Niestandardowe instrumenty polityki pieniężnej

W końcu IV kwartału 2008 roku europejskie banki centralne stanęły przed koniecznością stabilizowania systemu bankowego oraz wyhamowania pojawiających się tendencji recesyjnych w gospodarce. Rozprzestrzeniający się na skutek umiędzynarodowienia przepływów kapitałowych efekt zarażania systemu finansowego w dość szybkim czasie wywołał zakłócenia funkcjonowania krajowych rynków finansowych. Banki centralne jako odpowiedzialne za prowadzenie polityki pieniężnej przystąpiły do podejmowania działań, mających na celu uruchomienie mechanizmów antykryzysowych w sektorze bankowym a pośrednio i w sferze realnej.

Bank centralny, prowadząc politykę pieniężną operuje zestawem instrumentów, określanych jako wszelkiego rodzaju narzędzia, za pomocą

[2] F. Mishkin, *Ekonomika pieniądza, bankowości i rynków finansowych*, PWE, Warszawa 2002, s. 275.

których realizuje on wyznaczone cele, oddziałując na zmiany w popycie oraz podaży pieniądza[3]. W doborze instrumentów polityki pieniężnej bank centralny poza celami strategicznymi, kieruje się również rozwojem ogólnej sytuacji gospodarczej kraju (determinującej stopień restrykcyjności polityki pieniężnej) oraz stadium rozwoju rynku pieniężnego[4]. Istnieje wiele klasyfikacji instrumentów oddziaływania banku centralnego na gospodarkę. Na potrzeby artykułu wyodrębniono instrumenty rozpatrywane z punktu widzenia ich stosowalności we współczesnej polityce pieniężnej, akcentując rozróżnienie między ich standardowym oraz niestandardowym charakterem.

Standardowe instrumenty polityki pieniężnej służą kontroli płynności rynku pieniężnego oraz kształtowaniu krótkoterminowych stóp procentowych. Do tej grupy instrumentów zaliczyć należy przede wszystkim tzw. triadę instrumentów: rezerwę obowiązkową, operacje depozytowo-kredytowe i operacje otwartego rynku. Z kolei niestandardowe narzędzia wykorzystywane są na okoliczność istotnych zaburzeń, wynikających np. z sytuacji kryzysowej. Mają one charakter administracyjny a decyzja o ich wprowadzeniu uzależniona jest od rozwoju sytuacji w sferze realnej i finansowej[5].

2. Działania wybranych europejskich banków centralnych

Amerykański kryzys na rynku kredytów hipotecznych rozprzestrzenił się w szybkim czasie na pozostałe kraje, stając się istotnym źródłem kryzysu na całym świecie. W obliczu globalnego kryzysu finansowego oraz jego konsekwencji dla sfery realnej większość banków centralnych początkowo przystąpiła do wykorzystania standardowych instrumentów prowadzenia polityki pieniężnej, stopniowo dokonując ich modyfikacji. Równolegle występujące z destabilizacją systemu finansowego załamanie koniunktury spowodowało konieczność realizacji działań wykraczających poza dotychczasowe rozwiązania, których charakter kształtował się w zależności od uwarunkowań polityki pieniężnej. Zdecydowana większość banków centralnych w swojej polityce podejmowała działania na rzecz zapewnienia płynności sytemu bankowego poprzez działania w zakresie wydłużania okresów operacji refinansujących, rozszerzania listy kontrahentów, zwiększania zakresu zabezpieczeń czy wprowadzenia operacji swapowych. Pierwszą reakcją na kryzys było poluźnienie polityki pieniężnej związane z agresywną redukcją stóp

[3] M. Wiśniewski, *Instrumenty polityki pieniężnej – istota i klasyfikacje* [w:] *Współczesna polityka pieniężna-instrumenty,* M. Skopowski, M. Wiśniewski (red.), Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Poznaniu, Poznań 2007, s. 5.

[4] H. Gronkiewicz-Waltz, *Bank centralny – od gospodarki planowej do rynkowej,* Olympus, Warszawa 1994, s. 96.

[5] M. Wiśniewski, *Instrumenty....*, *op. cit.*, ss. 9–10.

procentowych[6]. W przypadku Szwajcarii wyróżniającym instrumentem było zastosowanie niestandardowej polityki kursowej opartej na zakupie zagranicznych papierów wartościowych[7]. Narodowy Bank Szwajcarii podejmował główne działania na rynku walutowym, dążąc do wywarcia presji na walutę krajową w celu zmniejszenia ryzyka wystąpienia deflacji[8].

Poniżej scharakteryzowano przykładowe działania EBC, Banku Anglii oraz NBP stosowane w latach 2007–2010.

2.1. Działania Europejskiego Banku Centralnego

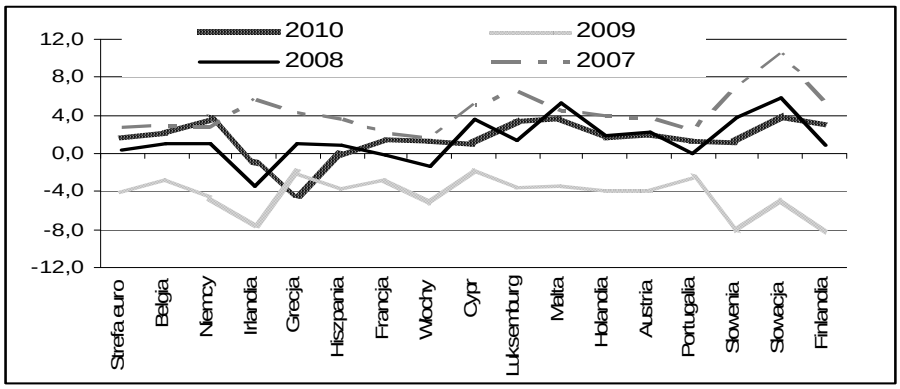
Zgodnie z art. 105 traktatu z Maastricht, głównym celem polityki pieniężnej EBC jest utrzymanie stabilnego poziomu cen. Cel ten zdefiniowany został jako bliski, lecz kształtujący się poniżej 2% HICP. Realizacja tego celu odbywa się za pomocą polityki pieniężnej, prowadzonej przy wykorzystaniu instrumentów standardowych, przy czym kluczowe znaczenie mają w niej operacje otartego rynku. W obliczu niesymetrycznego reagowania krajów strefy euro na kryzys (mający miejsce zarówno w sferze realnej jak i finansowej) EBC stanął przed koniecznością zastosowania instrumentów niestandardowych, zwiększających płynność na rynku pieniężnym. Kryzys finansowy, zapoczątkowany w 2007 roku, stanowił zatem dla Europejskiego Banku Centralnego istotne wyzwanie w zakresie prowadzenia polityki pieniężnej. Zawirowania na rynkach finansowych, przeniosły się w dość szybkim czasie na znaczne osłabienie aktywności gospodarczej we wszystkich krajach strefy euro. Zaznaczyć jednak należy, że poszczególne kraje w różnym stopniu odczuły negatywne konsekwencje wynikające z powiązań krajowego rynku finansowego z globalnym systemem finansowym. Spowolnienie gospodarcze, a w konsekwencji zjawiska recesyjne, w dość dużym zakresie warunkowały rozwój krajów posługujących się wspólną walutą. Już w 2008 roku w strefie euro pojawiły się pierwsze poważne sygnały recesji. Ujemne średnioroczne tempo wzrostu PKB zanotowano w Irlandii, Francji oraz we Włoszech (por. wykres 1). Rok 2009 charakteryzował z kolei spadek PKB we wszystkich krajach Unii Gospodarczej i Walutowej. Największe obniżenie aktywności gospodarczej miało miejsce w Irlandii oraz na Słowenii. Po dość niestabilnym dla rozwoju gospodarki oraz sytemu finansowego okresie, już pod koniec 2009 roku zaobserwować można było stopniowe wychodzenie z recesji, które jednak ze względu na zróżnicowane uwarunkowania wewnętrzne oraz zewnętrzne,

[6] Np. skoordynowana obniżka stóp procentowych FED, EBC, Banku Anglii, szwedzkiego Riksbanku, Narodowego Banku Szwajcarii oraz Kanady z października 2008 r.

[7] C. Borio, P. Disyatat, *Unconventional monetary policies: an appraisal*, "BIS Working Papers", no. 292, Bank for International Settlements, Basel 2009, s. 10.

[8] *Ibidem*, s. 11.

nie było jednakowe dla wszystkich krajów[9]. Zastosowane działania antykryzysowe przy niesymetrycznym poziomie reakcji przedłużyły zatem okres trwania kryzysu, oddalając proces realizacji strategii wyjścia.



Wykres 1. Średnioroczne zmiany PKB w odniesieniu do roku poprzedniego w latach 2007–2009

Źródło: Opracowanie na podstawie danych Eurostat.

Nierównomierna reakcja krajów strefy euro na zaistniały kryzys wynikała między innymi z ich wewnętrznych uwarunkowań, na które oddziaływały czynniki znajdujące się poza bezpośrednią kontrolą EBC. Zróżnicowane wskaźniki inflacji ograniczały efektywne i spójne oddziaływanie polityki stóp procentowych EBC na gospodarkę. W konsekwencji realne stopy procentowe poszczególnych krajów kształtowały w różnym stopniu warunki wzrostu. Co więcej w 2009 roku w niektórych krajach strefy euro (Irlandia, Hiszpania Portugalia) wystąpiła deflacja. W 2010 roku problem deflacji dotyczył wyłącznie Irlandii, przy czym tempo zmian cen pozostało na poziomie zbliżonym do tego, jaki miał miejsce w roku poprzednim (por. tabela 1). Wyjątkowo wysoka inflacja, wykraczająca poza przyjęty przez EBC wskaźnik stabilności cen, charakteryzowała Grecję, która w 2010 roku w związku z ogólną niespokojną sytuacją gospodarczą, w tym znaczną niestabilnością sektora publicznego, doznała przyspieszenia procesów inflacyjnych. W przypadku Grecji wzrost inflacji mierzony wskaźnikiem HICP między rokiem 2009 i 2010 wyniósł 3,4 punkty procentowe.

[9] W 2010 roku ujemne tempo wzrostu PKB utrzymywało się jedynie w Grecji, która w latach 2007–2009 na tle pozostałych krajów strefy dość dobrze znosiła skutki kryzysu. Zastosowane w przypadku greckiej gospodarki działania antykryzysowe, przełożyły się m.in. na niestabilność finansów publicznych, przedłużyły zatem okres trwania kryzysu, oddalając proces realizacji strategii wyjścia.

Stosunkowo wysokie, w relacji do nominalnych stóp procentowych EBC, wskaźniki inflacji wywierały wpływ na wysokość realnych stóp procentowych poszczególnych krajów, kształtując perspektywy wzrostu gospodarczego całej strefy euro. Już w 2008 roku w niektórych krajach wystąpiły ujemne realne stopy procentowe (por. tabela1.), natomiast w 2010 roku, antykryzysowe działania EBC wywołały powstanie ujemnych stóp procentowych w całej strefie euro (z wyjątkiem Irlandii oraz Słowacji).

Tabela 1.

Zharmonizowany wskaźnik cen dóbr i usług konsumpcyjnych oraz realne stopy procentowe w strefie euro

	HICP				Realne stopy procentowe			
	2007	2008	2009	2010	2007	2008	2009	2010
Strefa euro	2,1	3,3	0,3	1,6	2,2	1,3	0,9	-0,8
Belgia	1,8	4,5	0,0	2,3	2,5	0,1	1,2	-1,5
Niemcy	2,3	2,8	0,2	1,2	2,0	1,8	1,0	-0,4
Irlandia	2,9	3,1	-1,7	-1,6	1,4	1,5	2,9	2,4
Grecja	3,0	4,2	1,3	4,7	1,3	0,4	-0,1	-3,9
Hiszpania	2,8	4,1	-0,2	2,0	1,5	0,5	1,4	-1,2
Francja	1,6	3,2	0,1	1,7	2,7	1,4	1,1	-0,9
Włochy	2,0	3,5	0,8	1,6	2,3	1,1	0,4	-0,8
Cypr	2,2	4,4	0,2	2,6	2,0	0,2	1,0	-1,8
Malta	0,7	4,7	1,8	2,0	3,6	-0,1	-0,6	-1,2
Holandia	1,6	2,2	1,0	0,9	2,7	2,4	0,2	-0,1
Austria	2,2	3,2	0,4	1,7	2,1	1,4	0,8	-0,9
Portugalia	2,4	2,7	-0,9	1,4	1,9	1,9	2,1	-0,6
Słowenia	3,8	5,5	0,9	2,1	0,5	-0,9	0,3	-1,3
Słowacja	1,9	3,9	0,9	0,7	2,4	0,3	0,3	0,1
Finlandia	1,6	3,9	1,6	1,7	2,7	0,7	-0,4	-0,9

Źródło: Opracowanie na podstawie danych Eurostat.

Niski poziom nominalnych stóp procentowych EBC w 2010 roku[10] stwarzał zagrożenie wystąpienia pułapki płynności oraz ograniczał rozmiary aktywności na rynku międzybankowym. W 2007 roku, w wyniku wstępnych zaburzeń w reakcji na ryzyko na rynku kredytów hipotecznych w USA, w strefie euro zaobserwowano pierwsze symptomy przekładające się na wzrost zmienności sytuacji na rynku finansowym. EBC w publikowanych w tym okresie dokumentach zaznaczył, że narastająca z zewnątrz strefy euro niepewność stała się jedną z ważniejszych przyczyn, generujących niejednoznaczność dotychczasowych prognoz wzrostu[11]. Polityka pieniężna prowadzona przez EBC w 2007 roku odbywała się w warunkach dość silnego wzrostu gospodarczego oraz dynamicznej akcji kredytowej i powiązanej z nią dynamiczną polityką wzrostu podaży pieniądza. Pojawiająca się perspektywa zagrożenia celu inflacyjnego zadecydowała o restrykcyjnym charakterze polityki prowadzonej w pierwszej połowie roku. W czerwcu 2007 roku inflacja osiągnęła poziom 4% (o 2 punkty procentowe więcej niż wynosił oficjalny cel inflacyjny). Na przestrzeni trzech kwartałów roku 2007 inflacja strefy euro kształtowała się w granicach celu inflacyjnego, jednak w IV kwartale na skutek szoku podażowego (wzrost cen ropy naftowej oraz żywności) wzmogła się presja inflacyjna. Co więcej, powstało zagrożenie dla stabilności cen, wynikające z kolejnych nieoczekiwanych szoków podażowych oraz wystąpienia efektów drugiej rundy, towarzyszących ustalaniu się cen oraz wynagrodzeń. Pomimo ryzyka wynikającego z zawirowań w sektorze finansowym, gospodarka strefy euro nadal wykazywała tendencje wzrostowe, chociaż w sposób istotny rosło zagrożenie przeszacowania ryzyka na rynkach finansowych. Pod koniec IV kwartału „Eurosytem stanął w obliczu jednego najtrudniejszych okresów wdrażania polityki pieniężnej od czasów wprowadzenia euro”[12]. Sytuacja ta spowodowana była procesem zarażania, skutkującym przeniesieniem negatywnych efektów z amerykańskiego rynku nieruchomości na rynek pieniężny euro [13], powodując ryzyko wystąpienia poważnych zaburzeń. W efekcie EBC zastosował operacje dostrajające służące złagodzeniu napięć, wprowadzając tym samym działania na rzecz kontroli stabilności rynku finansowego.

W roku 2008 w strefie euro, zwłaszcza w II połowie roku, w wyniku istotnych zaburzeń na rynkach finansowych, spowodowanych serią bankructw na amerykańskim rynku finansowym, osłabła aktywność gospodarcza. Obniżenie presji inflacyjnej w Eurosystemie spowodowało zmianę charakteru

---

[10] Np. stopa procentowa podstawowych operacji refinansujących (1,00%) stopa kredytu w banku centralnym na koniec dnia (1,75%), stopa depozytu w banku centralnym na koniec dnia (0,25%). Patrz www.ecb.int.

[11] *Raport Roczny 2007*, Europejski Bank Centralny, Frankfurt nad Menem 2008, s. 18.

[12] *Ibidem*, s. 104.

[13] *Ibidem.*

polityki stóp procentowych, która od października 2008 roku stała się bardziej łagodna. W lipcu 2008 roku miała miejsce ostatnia decyzja Rady Prezesów o podwyżce stóp procentowych, w wyniku której minimalna oferowana stopa procentowa operacji refinansowych ustalona została na poziomie 4,25%, stopa kredytu w banku centralnym na koniec dnia 5,25% natomiast stopa depozytu w banku centralnym na koniec dnia 3,25%[14]. Załamanie rynku finansowego oraz upadek Lehmann Brothers wzmogły awersję do ryzyka w zakresie prowadzenia operacji na rynku międzybankowym. Przedłużające się okresy niepewności oraz silne powiązanie rynków finansowych dodatkowo wzmogły niekorzystne zjawiska w obszarze wzrostu gospodarczego. Przedłużający się kryzys finansowy przeniósł się na osłabienie tendencji wzrostowych w gospodarce, co z kolei implikowało spadek zagrożenia wystąpienia presji inflacyjnej. W efekcie Rada Prezesów od października 2008 r. przystąpiła do realizacji złagodzonej polityki, opierającej się na niskich stopach procentowych. W dniu 8.10.2008 r. EBC i Rezerwa Federalna oraz banki centralne Kanady, Wielkiej Brytanii, Szwecji i Szwajcarii ogłosiły skoordynowaną obniżkę podstawowych stóp procentowych[15]. Seria obniżek miała miejsce w październiku, listopadzie oraz grudniu. Jej celem było przeciwdziałanie przenoszeniu się negatywnych tendencji z rynków finansowych na sferę realną. Po ostatniej obniżce (grudzień 2008) minimalna oferowana stopa procentowa operacji refinansowych ustalona została na poziomie 2,5%, stopa kredytu w banku centralnym na koniec dnia 3% natomiast stopa depozytu w banku centralnym na koniec dnia wyniosła 2%. W istotnym zakresie polityka monetarna EBC koncentrowała się jednak na zapewnieniu odpowiedniego stopnia płynności w systemie finansowym[16]. Przełomowym dla jego polityki był wrzesień 2008 roku (wzrost awersji i niepewności związany z upadkiem Lehman Brothers), co skutkowało rozdziałem polityki pieniężnej na dwa etapy. Pierwszy, obejmujący okres do końca września 2008 r., koncentrował się na trzech głównych typach działań, służących wcześniejszemu zapewnieniu płynności w okresie utrzymywania rezerwy obowiązkowej (operacje dostrajające), działaniach polegających na wydłużeniu operacji refinansujących oraz działaniach wprowadzających możliwość finansowania w dolarach amerykańskich (uruchomionych w grudniu 2007 roku) oraz we frankach szwajcarskich[17]. Od października 2008 roku zaistniała zwiększona konieczność podejmowania działań na rzecz utrzymania płynności finansowej, co zaowocowało zmianą polityki EBC, w której

[14] *Raport Roczny 2008*, Europejski Bank Centralny, Frankfurt nad Menem 2009, s. 18.
[15] *Ibidem*, s. 22.
[16] *Ibidem*, s. 110.
[17] *Ibidem*, ss. 112–113.

wzmocniono nacisk na stymulowanie zarządzania płynnością, w tym rozszerzono zakres zabezpieczeń kwalifikowanych[18].

Poza standardowymi instrumentami polityki pieniężnej w 2009 roku EBC przystąpił do wykorzystania niekonwencjonalnych instrumentów. Jednym z programów, które w znacznym zakresie wykorzystywały instrumenty niestandardowe był tzw. program nadzwyczajnego wsparcia kredytowego[19], służący pobudzeniu akcji kredytowej systemu bankowego przy wykorzystaniu innych instrumentów niż stopy procentowe. W programie uwzględniono działania skierowane przede wszystkim na: dostarczanie bankom strefy euro nieograniczonych kwot płynności (po stałej stopie we wszystkich operacjach refinansujących, za odpowiednim zabezpieczeniem), wydłużenie do jednego roku maksymalnej zapadalności operacji refinansujących (która przed kryzysem wynosiła trzy miesiące), rozszerzenie listy aktywów akceptowanych jako zabezpieczenie, dostarczanie płynności w walutach obcych (zwłaszcza w dolarach amerykańskich), bezpośredni skup na rynku obligacji zabezpieczonych[20]. Celem tych działań było przełamanie narastającej (i dość dynamicznej) zmienności w zakresie płynności finansowej, która wystąpiła równolegle do załamania gospodarczego. Zaburzenia na globalnym rynku finansowym w większym stopniu przenosiły się na rozwój sfery realnej. Spadek wzajemnego zaufania groził istotnym ograniczeniem płynności, zablokowaniu akcji kredytowej banków i zagrożeniem wystąpienia zjawiska *credit crunch*, stąd też EBC zdecydował się na zastosowanie działań niestandardowych. Wstępnie, wprowadzone działania okazały się wpływać na poprawę akcji kredytowej w Eurosystemie. W efekcie Rada Prezesów zadecydowała, że od grudnia 2009 roku rozpocznie etap wycofywania zbędnych środków niestandardowych, służących przywróceniu właściwej roli banków w systemie finansowym, redukując tym samym możliwość wystąpienia z ich strony pokusy nadużycia[21]. Zasilenie rynku pieniężnego, połączone z działaniami interwencyjnymi i nadzorczymi rządów państw członkowskich, istotnie poprawiło funkcjonowanie sektora bankowego. Działania niestandardowe przebiegały w ramach wsparcia standardowej polityki stóp procentowych. Na posiedzeniu w dniu 15.01.2009r. Rada Prezesów EBC zmniejszyła stopę depozytów w banku centralnym do 1%, obniżając ją (równolegle z pozostałymi oficjalnymi stopami procentowymi) w marcu do poziomu 0,5%, a na posiedzeniu w kwietniu do 0,25%. W wyniku ostatniej obniżki stóp procentowych (która miała miejsce w maju 2009) w końcu roku podstawowe stopy procentowe EBC charakteryzował bardzo niski poziom: minimalna

[18] *Ibidem*, ss. 113–116.

[19] *Raport Roczny 2009*, Europejski Bank Centralny, Frankfurt nad Menem 2010, s. 19.

[20] *Ibidem.*

[21] *Ibidem*, ss. 19–20.

oferowana stopa operacji refinansujących 1,00%, stopa kredytu w banku centralnym na koniec dnia 1,75% oraz stopa depozytu w banku centralnym na koniec dnia 0,25%[22].

W 2010 roku EBC kontynuował wycofywanie się z działań za pośrednictwem instrumentów niestandardowych, prowadzonych na dość szeroką skalę w ciągu 2009 roku. Mimo poprawy sytuacji w obszarze aktywności gospodarczej rynek finansowy nadal funkcjonował w warunkach niestabilności. Zjawiska te wyraźnie zaznaczyły się wiosną 2010 roku. Wówczas na rynku obligacji skarbowych poszczególnych krajów miała miejsce rosnąca rozpiętość między oprocentowaniem 10-letnich obligacji skarbowych tych krajów a ich bazowym oprocentowaniem dla obligacji niemieckich[23]. Rozpiętości dotyczyły w najwyższym stopniu Grecji, Irlandii oraz Portugalii, zaś zaistniała sytuacja wynikała ze zwiększającej się w tych krajach niestabilności sektora finansów publicznych, generowanej przez rosnący dług publiczny oraz deficyt. W konsekwencji EBC przystąpił do kolejnego programu działań, który tym razem skierowany został na rynek papierów wartościowych. Z uwagi na fakt, iż rynki obligacji skarbowych odgrywają istotną rolę w transmisji monetarnej, interwencja EBC była konieczna. Począwszy od 10.05.2010 EBC rozpoczął interwencję na wtórnych rynkach skarbowych papierów wartościowych w celu zasilania w płynność tylko tych segmentów tego rynku, które wykazywały wadliwe działanie, przez co osłabiały procesy transmisji impulsów polityki pieniężnej EBC. Zainicjowany proces selektywnego oddziaływania za pomocą instrumentów niestandardowych przyniósł efekty, lecz o wyłącznie okresowym charakterze[24]. Ponadto w związku z narastającym kryzysem fiskalnym Rada Prezesów EBC zadecydowała o zastosowaniu wydłużonych 3- oraz 6-miesięcznych operacji refinansujących, a także o przywróceniu linii wspierania płynności z wybranymi bankami centralnymi, w tym o reaktywacji linii swapowej z FED[25]. W związku z powyższym, w obliczu zagrożeń związanych z kryzysem fiskalnym w krajach strefy euro, zwłaszcza w Grecji, EBC podjął decyzję o przywróceniu niektórych narzędzi niestandardowych wycofanych w trakcie 2010 r.

[22] *Ibidem*, ss. 269–272.

[23] *Raport Roczny 2010*, Europejski Bank Centralny, Frankfurt nad Menem 2011, s. 20.

[24] *Ibidem*, ss. 19–21.

[25] *Annual Report 2010*, European Central Bank, Frankfurt am Mein 2011, s. 263.

2.2. Działania Banku Anglii

W 2008 roku zachwiania na brytyjskim rynku finansowym w istotnym zakresie towarzyszyły równoległemu kryzysowi gospodarczemu. Bank Anglii w odpowiedzi na kryzys ekonomiczny skupiał się początkowo głównie na wykorzystaniu typowych instrumentów polityki pieniężnej, zaś po ich eksploatacji przystąpił do działań o charakterze niestandardowym. Kryzys na rynkach finansowych dość szybko przeniósł się na sferę realną. W 2008 roku, w porównaniu do roku 2007, zmiana PKB była ujemna i wyniosła -0,1%, natomiast w roku 2009 spadek wniósł 4,9% w relacji do roku poprzedniego[26]. Skala wyhamowania tempa wzrostu PKB była na tyle silna, że wymusiła na banku centralnym działania, które pozwoliłyby z jednej strony na stymulowanie aktywności rynku finansowego, a z drugiej strony wspierałyby działania na rzecz kształtowania sfery realnej. Bank Anglii, w odpowiedzi na recesję gospodarczą, początkowo zastosował typowe działania standardowe. Dotyczyły one przede wszystkim obniżek stóp procentowych oraz wykorzystania operacji otwartego rynku. Największe obniżki miały miejsce na przełomie 2008 i 2009 roku, wówczas w następstwie pogłębiającej się recesji oraz silnych zaburzeń systemu finansowego, w tym zaburzeń w sektorze bankowym (ogłoszenie niewypłacalności banku hipotecznego Northern Rock, następnie Lloyds, HBOS, Royal Bank of Scotland[27]) pojawiło się duże ryzyko załamania. Sytuacja ta była na tyle groźna, że wymusiła na banku centralnym przejście do realizacji dość agresywnej, jak na warunki Unii Europejskiej, polityki pieniężnej.

Ukształtowane w wyniku pierwszych decyzji antykryzysowych niskie stopy procentowe nie były w stanie w dłuższej perspektywie odpowiednio stymulować akcji kredytowej banków. W tej sytuacji Bank Anglii wspólnie w rządem podjął decyzję o uruchomieniu niestandardowego narzędzia, jakim jest tzw. rozluźnienie pieniężne (*quantitative easing -QE*)[28]. Do jego realizacji przystąpiono w 2009 roku. Działanie to polegało na bezpośrednim „wstrzykiwaniu" dodatkowej ilości pieniądza do gospodarki w celu realizacji celu inflacyjnego, dokonywanego poprzez bezpośredni zakup przez bank centralny określonego rodzaju aktywów finansowych. Zbyt niskie stopy procentowe (decyzją MPC oficjalna stopa procentowa banku centralnego pod koniec grudnia 2008r. wynosiła 2%, w końcu lutego 2009 r. 1%, w marcu 2009 r. 0,5%) i perspektywy ich dalszego utrzymania na *granicy zero bound*, nie

[26] Na podstawie danych Eurostat, www.eurostat.ec.europa.eu.

[27] *Największa w historii Wielkiej Brytanii bankowa akcja ratunkowa*, http://wiadomosci.gazeta.pl/Wiadomosci/1,80353,5800799.htm, [data dostępu 10.06.2011].

[28] Podobne działania w czasie kryzysu w latach 2007–2009 wprowadzi FED, Narodowy Bank Szwajcarii, z kolei Bank Japonii rozpatrywał taką możliwość, *The monetary-policy maze*, *The Economist*, 23.04.2009, s. 75.

byłyby w stanie wywołać reakcji na impulsy banku centralnego. Co więcej, pojawiła się groźba wystąpienia deflacji. W tej sytuacji, jednym ze sposobów zwiększenia popytu w gospodarce, a przede wszystkim dążenia do utrzymania inflacji na poziomie średniookresowego celu inflacyjnego, było więc zastosowanie instrumentów niestandardowych. W ramach *quantitative easing* zwiększenie podaży pieniądza w gospodarce odbywało się za pośrednictwem skupu przez bank centralny papierów wartościowych, takich jak obligacje rządowe oraz papiery komercyjne wybranych przedsiębiorstw. W efekcie, zwiększenie nominalnych wydatków oraz depozytów przedsiębiorstw i ludności, dzięki istniejącym mechanizmom transmisji monetarnej, służyć miało w perspektywie średniookresowej realizacji określonego celu polityki pieniężnej. Zaznaczyć należy, że bank płacił wirtualnym pieniądzem, co nie pociągało za sobą dodatkowych kosztów emisji[29].

Zwiększony popyt na wybrane papiery wartościowe, co do zasady, sprzyjać miał wzrostowi ich cen na rynku finansowym a w konsekwencji obniżeniu ich rentowności. W efekcie banki komercyjne, kierujące się zasadą zysku, przeznaczałyby wolne środki na rozwój akcji kredytowej, zamiast na inwestycje w pozbawione ryzyka i mało opłacalne (w następstwie spadku rentowności) papiery skarbowe[30].

W ramach realizacji *QE* Bank Anglii w marcu rozpoczął realizację polityki opartej o niestandardowe rozwiązania. Zastosowane przez niego działania w obszarze powołanego w 2008 roku funduszu *Asset Purchase Facility* miały na celu dążenie do powiększenia podaży pieniądza w obiegu, poprzez zakup określonego rodzaju aktywów finansowych od sektora prywatnego. Działający od 2009 roku *Asset Purchase Facility* stał się tym samym głównym instrumentem prowadzenia przez Bank Anglii specyficznej polityki, opartej na zarządzaniu poziomem rezerw bankowych. Fundusz początkowo uzyskał zezwolenie na zakup 50 mld £, następnie, po wprowadzeniu decyzji o uruchomieniu *QE*, jego wartość zwiększono do 150 mld £. Bank centralny miał więc na celu pobudzenie aktywności gospodarki poprzez wykonanie programu opartego na zakupie papierów wartościowych. W lutym 2010 roku fundusz posiadał aktywa na 200 mld £, zaś Bank Anglii przystąpił do finansowania dokonanych zakupów za pośrednictwem emisji bonów skarbowych[31].

---

[29] *Quantitative Easing Explained*, http://www.bankofengland.co.uk/monetarypolicy/assetpurchases.htm, [data dostępu 10.06.2011].

[30] *Quantitative easing explained. Putting more money into our economy to boost spending*, Bank of England, ss. 4–14, http://www.bankofengland.co.uk/monetarypolicy/pdf/qe-pamphlet.pdf, [data dostępu 10.06.2011].

[31] *Asset Purchase Facility Quarterly Report 2010 Q4*, Bank of England, 2011, s. 1, http://www.bankofengland.co.uk/publications/other/markets/apf/apfquarterlyreport1101.pdf, [data dostępu 10.06.2011].

Zastosowanie z początkiem 2009 r. *QE* pozwoliło na widoczne obniżenie rentowności rządowych papierów wartościowych. Obniżająca się rentowność sprzyjała pozbywaniu się z portfeli inwestycyjnych banków komercyjnych papierów wartościowych, uwalniając podaż pieniądza w obiegu. Można zatem wstępnie uznać, że wykorzystanie *QE* w przypadku Banku Anglii okazało się skuteczne. Bank Anglii poprzez realizowane w ramach *QE* zakupy komercyjnych papierów wartościowych w swojej polityce bezpośrednio stymulował rozwój sektora prywatnego. Tym samym jego działania oparte były na wspieraniu płynności tych instytucji i służyły jako alternatywne źródło pozyskanie funduszy poza sektorem banków komercyjnych. Bank Anglii w swojej polityce stosował obok instrumentów standardowych również zbliżone do EBC rozwiązania niekonwencjonalne, opierające się na wykorzystaniu operacji REPO, swapów walutowych, wydłużeniu okresów zaopatrywania w płynność, czy rozszerzeniu podstawowego zestawu zabezpieczeń.

2.3. Działania Narodowego Banku Polskiego

W ramach przeciwdziałania rozwojowi niekorzystnej sytuacji na rynkach finansowych oraz równoległemu narastaniu zagrożenia dekoniunkturą w sferze realnej, NBP podejmował działania mające na celu ograniczenie ryzyka niestabilności sektora bakowego. W tym celu, w związku z rozwojem sytuacji na globalnym rynku finansowym, począwszy od 2008 roku NBP zintensyfikował działania w obszarze zapewnienia płynności dla sektora bankowego. Zaznaczyć należy, że obniżenie płynności polskiego sektora bankowego wyraźnie zaznaczyło się już pod koniec 2007 roku, co miało miejsce przy równoległym ograniczeniu prowadzenia przez NBP operacji otwartego rynku, służących absorpcji nadmiernej płynności[32].

W celu stabilizowania sektora bankowego po światowym szoku wywołanym upadkiem banku Lehman Brothers, NBP wprowadził w październiku 2008 roku tzw. *Pakiet zaufania*, obejmujący zestaw instrumentów za pośrednictwem których podejmował się on stymulacji sytuacji na rynku międzybankowym. W ramach narzędzi przewidzianych do wykorzystania wymieniano m.in. transakcje walutowe typu SWAP oraz operacje otwartego rynku (REPO)[33]. Działania podejmowane w *Pakiecie zaufania* koncentrowały się przede wszystkim na dążeniu do realizacji trzech celów[34]:

---

[32] *Raport Instrumenty Polityki Pieniężnej Narodowego Banku Polskiego w 2008 roku. Płynność Sektora Bankowego*, NBP, Warszawa 2009, ss. 5–6.

[33] Startuje „Pakiet zaufania" NBP, 17.10.2008, http://www.rp.pl/artykul/205951.html, [data dostępu 10.06.2011].

[34] *Sprawozdanie z wykonania założeń polityki pieniężnej na rok 2008*, Rada Polityki Pieniężnej, NBP, Warszawa 2009, ss. 19–20.

1. Umożliwienia bankom pozyskiwania środków złotowych na okresy dłuższe niż jeden dzień.
2. Umożliwienia bankom pozyskiwania środków walutowych.
3. Zwiększenia możliwości pozyskiwania płynności złotowej przez banki poprzez poszerzenie zabezpieczeń operacji z NBP.

Zaproponowane narzędzia miały charakter instrumentów niestandardowego prowadzenia polityki pieniężnej, polegających na zasilaniu sektora bankowego w płynność za pomocą operacji REPO z terminem zapadalności do 3 miesięcy. NBP utrzymał emisję 7-dniowych bonów pieniężnych, jako podstawowego instrumentu służącego absorpcji nadpłynności[35]. W Pakiecie zaufania umożliwiono również bankom komercyjnym dokonanie rozszerzenia zakresu aktywów, które mogły stanowić zabezpieczenie dla operacji refinansujących[36].

Działania wprowadzone w *Pakiecie zaufania* kontynuowane były w roku 2009 i 2010. Zaznaczyć należy, że na polskim rynku międzybankowym, zwłaszcza po upadku banku Lehman Brothers, nastąpił istotny spadek wzajemnego zaufania między jego uczestnikami. W efekcie banki komercyjne ograniczały transakcje dokonywane na rynku międzybankowym na rzecz bezpiecznych lokat środków na rachunku w banku centralnym[37]. W rezultacie tych działań obniżyło się zainteresowanie operacjami na rynku międzybankowymi, co wywoływało dalsze zagrożenie dla utrzymania sprawności jego funkcjonowania[38]. Zahamowanie obniżającej się płynności nastąpiło dzięki działaniom podjętym przez NBP, polegającym na skupie walut obcych (dokonanych za pomocą środków pochodzących z budżetu Unii Europejskiej) oraz skupie walut obcych z rachunku walutowego Ministerstwa Finansów prowadzonego w NBP na łączną kwotę 47.144 mln zł[39]. Dodatkowo, w celu zwiększenia płynności w sektorze bankowym, w dniu 8.01.2009 r. Zarząd NBP podjął decyzję o przedterminowym wykupie 10-letnich obligacji Narodowego Banku Polskiego, wyemitowanych w dniu 28 lutego 2002 r. o oprocentowaniu zmiennym i terminie wykupu przypadającym na dzień 1 marca 2012 r.[40]

---

[35] *Ibidem*, s. 20.

[36] *Ibidem.*

[37] *Raport Instrumenty Polityki Pieniężnej Narodowego Banku Polskiego w 2009 roku. Płynność Sektora Bankowego*, NBP, Warszawa 2010, s. 12.

[38] *Ibidem.*

[39] *Ibidem*, s. 13.

[40] *Ibidem*, s. 6, ten wcześniejszy wykup obligacji miał miejsce 22 stycznia 2009 r. i dokonany został za pośrednictwem Krajowego Depozytu Papierów Wartościowych SA. W dniu przedterminowego wykupu NBP zasilił system bankowy kwotą 8.221 mln zł, z czego 7.816 mln zł

W roku 2010, wykorzystując wprowadzony w październiku 2008 r. *Pakiet zaufania*, NBP nadal stabilizował płynność w sektorze bankowym poprzez wykorzystanie operacji REPO. W ramach działań antykryzysowych zrezygnowano jednak z wykorzystania swapów walutowych (służących zapewnienie bankom dostępu do płynności walutowej przy jednoczesnej absorpcji płynności złotowej)[41]. Wartość realizacji wybranych działań NBP w czasie światowego kryzysu przedstawiono w tabeli 2.

Tabela 2.

Wykorzystanie wybranych instrumentów polityki pieniężnej w Polsce w latach 2007–2010 w mln zł

Rok	Bony pieniężne	Operacje REPO	Operacje SWAP walutowy	Operacje depozytowo-kredytowe		Średnia stopa referencyjna w %
				Depozyt na koniec dnia	Kredyt lombardowy	
2010	74 968	5 097	0	1 036	0	3,50
2009	31 873	11 456	1 076	2 461	14	3,77
2008	11 530	2 135	162	1421	14	5,72
2007	19 302			530	18	4,40

Źródło: *Raport Instrumenty Polityki Pieniężnej Narodowego Banku Polskiego w 2010 roku. Płynność Sektora Bankowego*, NBP, Warszawa 2011, ss. 6–7.

Poprawa sytuacji na rynkach finansowych oraz zwiększająca się płynność polskiego sektora bankowego stopniowo ograniczała popyt na rozwiązania przyjęte w *Pakiecie zaufania*. W efekcie NBP rozpoczął proces stopniowego ograniczania lub wycofywania niektórych instrumentów (jak w przypadku operacji REPO o terminie 6-miesięcznym, wycofanych w kwietniu oraz operacji o terminie 3-miesięcznym nieprzeprowadzanych od października)[42]. Tym samym w roku 2010 nastąpiło stopniowe odchodzenie NBP od realizacji polityki pieniężnej prowadzonej za pomocą narzędzi niestandardowych, co możliwe było dzięki poprawie kondycji sektora bankowego, zwłaszcza w zakresie stymulowania pożądanego poziomu jego płynności, oddalającego wystąpienie zagrożenia w postaci kryzysu.

stanowiło wartość nominalną obligacji, a 405 mln zł przypadało na odsetki należne ich posiadaczom.

[41] *Raport Instrumenty Polityki Pieniężnej Narodowego Banku Polskiego w 2010 roku. Płynność Sektora Bankowego*, NBP, Warszawa 2011, s. 5.

[42] *Ibidem*, s. 10.

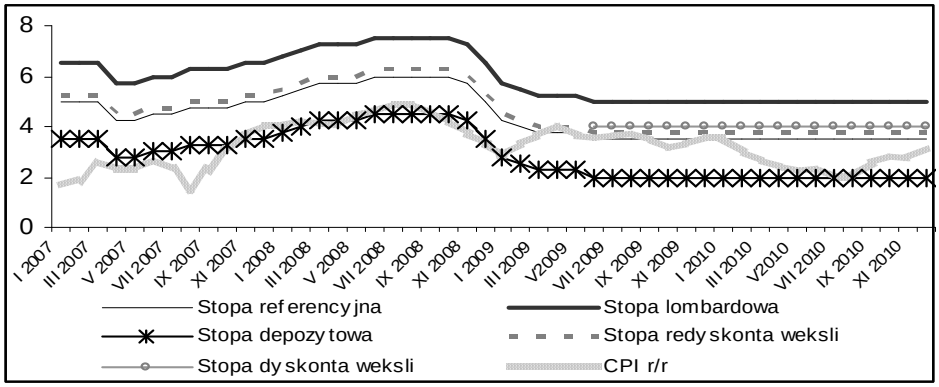
Tabela 3.

Wykorzystanie instrumentów polityki pieniężnej przez NBP w latach 2007–2010

Instrument	2007	2008	2009	2010
rezerwa obowiązkowo	x	x	x	x
emisja bonów pieniężnych NBP	x	x	x	x
wykup obligacji NBP			x	
repo/reverse repo		x	x	x
kredyt lombardowy	x	x	x	x
depozyt na koniec dnia	x	x	x	x
kredyt techniczny	x	x	x	x
swap walutowy		x	x	

Źródło: *Raport Instrumenty...., op. cit.*, s. 35.

Ocena prowadzenia polityki pieniężnej dokonana za pomocą analizy stopy referencyjnej (por. wykres 2.), uznawanej za wytyczającą kierunek działań w polityce NBP, wskazuje na restrykcyjne nastawienie trwające do końca III kwartału 2008 roku. Zaburzenia w globalnym sektorze finansowym oraz niekorzystna perspektywa rozwoju krajowej sytuacji gospodarczej (obniżenie tempa wzrostu PKB) stały się podstawą do zmiany charakteru polityki pieniężnej, która od końca 2008 roku stała się bardziej łagodna. Co więcej, złagodzenie polityki pieniężnej w latach 2009–2010 odbywało się w warunkach utrzymywania się inflacji w granicach celu inflacyjnego (ustalonego jako 2,5% CPI +/- 1 punkt procentowy). Wprawdzie w latach 2007–2010 w Polsce nastąpiło pogorszenie aktywności gospodarczej, to jednak na tle pozostałych krajów wyróżniało ją malejące, lecz wciąż dodatnie tempo wzrostu gospodarczego.



Wykres 2. Oficjalne stopy procentowe NBP oraz inflacja w Polsce w latach 2007–2010

Źródło: Opracowanie na podstawie danych NBP oraz GUS.

Rosnąca presja inflacyjna w roku 2009 i 2010 wywołana była przez czynniki leżące poza kontrolą banku centralnego, zwłaszcza poprzez wzrost cen ropy naftowej oraz energii i żywności. Charakter polskiej polityki pieniężnej wyznaczała również sytuacja w sektorze finansów publicznych. Rosnąca niestabilność sektora publicznego (dług publiczny w 2007 roku wynosił 45% zaś w 2010 r. 55%[43]) groziła narastającym ryzykiem wywołania presji inflacyjnej i znacznego przekroczenia celu inflacyjnego w latach następnych, determinując przyszły charakter polityki stóp procentowych.

Z początkiem 2010 roku NBP wprowadził dodatkowy instrument polityki pieniężnej – kredyt dyskontowy, dla którego Rada Polityki Pieniężnej ustaliła 4% stopę kredytu dyskontowego, obowiązującą od 01.01.2010 r.[44] Dodatkowo w celu ustabilizowania rynku finansowego NBP w dniu 9 kwietnia 2010 roku dokonał pierwszej interwencji na rynku walutowym[45]. Interwencja miała na celu osłabienie kursu złotego, bezpośrednio po której złoty osłabił się z 3,8450 zł/euro do 3,8675 zł/euro[46].

---

[43] Na podstawie danych Eurostat, http://epp.eurostat.ec.europa.eu., [data dostępu 10.06.2011].

[44] *Sprawozdanie z wykonania założeń polityki pieniężnej na rok 2010*, Rada Polityki Pieniężnej, NBP, Warszawa 2010, s. 22.

[45] *Pierwsza interwencja NBP na walucie*, http://www.rp.pl/artykul/459111.html, [data dostępu 10.06.2011].

[46] *NBP osłabił złotego, bo kupił waluty na rynku*, http://www.money.pl/pieniadze/wiadomosci/artykul/nbp;oslabil;zlotego;bo;kupil;waluty;na;rynku,104,0,607592.html, [data dostępu 10.06.2011].

3. Podsumowanie

Kryzys finansowy oraz jego przełożenie na obniżenie aktywności gospodarczej wymusił aktywne uczestnictwo banków centralnych w stymulowaniu warunków funkcjonowania sektora finansowego, głównie poprzez kształtowanie poziomu stóp procentowych oraz zapewnianie płynności w systemie bankowym. Pojawiające się zagrożenie wystąpienia deflacji, przejście gospodarek na funkcjonowanie w warunkach ujemnych stóp procentowych, wystąpienie ryzyka płynności na rynku międzybankowym wymagały opracowanie strategii opartych o zastosowanie rozwiązań niestandardowych, tym bardziej iż dotychczasowe obniżki stóp procentowych nie przynosiły oczekiwanych efektów w sferze realnej, a także rosła niestabilność systemu finansowego. W przypadku NBP, EBC oraz Banku Anglii działania takie miały charakter wspomagania płynności systemu bankowego, realizowanej głównie poprzez zwiększenie dostępności do środków finansowych, prowadzone w oparciu o kredytujące sektor bankowy operacje papierami wartościowymi. Większość stosowanych instrumentów obejmowała wspomaganie płynności na rynku finansowym, zwłaszcza poprzez uruchomienie linii swapowych czy wydłużenie okresów kredytowania. W przypadku NBP stosowane instrumenty sprecyzowane zostały głównie w *Pakiecie zaufania*. NBP wzorem innych banków centralnych w szybkim czasie przystąpił do formułowania *Pakietu*, zarzuca się jednak, że jego realizacja była w początkowym okresie opieszała[47]. W obliczu kryzysu NBP na tle pozostałych banków centralnych charakteryzowała zbliżona strategia działania, wykorzystująca podobne rodzaje instrumentów oraz zasady ich realizacji. W latach 2007–2010 prowadzenie polityki pieniężnej w warunkach niskich stóp procentowych przy jednoczesnej trosce o ograniczanie recesji stanowiło podstawowy problem działań wszystkich banków centralnych świata. W tym zakresie również NBP podejmował działania na rzecz wspierania akcji kredytowej. W przypadku NBP o jego działaniach w dużej mierze decydował charakter krajowego rynku finansowego, którego stopień rozwoju ograniczał ryzyko oraz rozmiary kryzysu ekonomicznego.

[47] M. Reluga, M. Groniewski, *Podczas kryzysu liczy się szybkość reakcji*, *Rzeczpospolita* z dn. 7.01.2009, http://www.rp.pl/artykul/19423,244572-Podczas-kryzysu-liczy-sie-szybkosc-reakcji-.html, [data dostępu 09.06.2011].

Bibliografia

Asset Purchase Facility Quarterly Report 2010 Q4, Bank of England, 2011. http://www.bankofengland.co.uk/publications/other/markets/apf/apfquarterlyreport1101.pdf, [data dostępu 10.06.2011].

Annual Report 2010, European Central Bank, Frankfurt am Mein 2011.

Borio C., Disyatat P., *Unconventional monetary policies: an appraisal*, "BIS Working Papers", no. 292, Bank for International Settlements, Basel 2009.

Gronkiewicz-Waltz H., *Bank centralny – od gospodarki planowej do rynkowej*, Olympus, Warszawa 1994.

Mishkin F., *Ekonomika pieniądza, bankowości i rynków finansowych*, PWE, Warszawa 2002.

Największa w historii Wielkiej Brytanii bankowa akcja ratunkowa, http://wiadomosci.gazeta.pl/Wiadomosci/1,80353,5800799.htm [data dostępu 10.06.2011].

NBP osłabił złotego, bo kupił waluty na rynku, http://www.money.pl/pieniadze/wiadomosci/artykul/nbp;oslabil;zlotego;bo;kupil;waluty;na;rynku,104,0,607592.html, [data dostępu 10.06.2011].

Pierwsza interwencja NBP na walucie, http://www.rp.pl/artykul/459111.html, [data dostępu 10.06.2011].

Quantitative Easing Explained, http://www.bankofengland.co.uk/monetarypolicy/assetpurchases.htm, [data dostępu 10.06.2011].

Quantitative easing explained. Putting more money into our economy to boost spending, Bank of England, http://www.bankofengland.co.uk/monetarypolicy/pdf/qe-pamphlet.pdf, [data dostępu 10.06.2011].

Raport Instrumenty Polityki Pieniężnej Narodowego Banku Polskiego w 2010 roku. Płynność Sektora Bankowego, NBP, Warszawa 2011.

Raport Instrumenty Polityki Pieniężnej Narodowego Banku Polskiego w 2009 roku. Płynność Sektora Bankowego, NBP, Warszawa 2010.

Raport Instrumenty Polityki Pieniężnej Narodowego Banku Polskiego w 2008 roku. Płynność Sektora Bankowego, NBP, Warszawa 2009.

Raport Roczny 2010, Europejski Bank Centralny, Frankfurt nad Menem 2011.

Raport Roczny 2010, Europejski Bank Centralny, Frankfurt nad Menem 2011.

Raport Roczny 2009, Europejski Bank Centralny, Frankfurt nad Menem 2010.

Raport Roczny 2008, Europejski Bank Centralny, Frankfurt nad Menem 2009.

Raport Roczny 2007, Europejski Bank Centralny, Frankfurt nad Menem 2008.

Reluga M., Groniewski M., *Podczas kryzysu liczy się szybkość reakcji*, *Rzeczpospolita* z dn. 7.01.2009, http://www.rp.pl/artykul/19423,244572-Podczas-kryzysu-liczy-sie-szybkosc-reakcji-.html, [dostęp 09.06.2011].

Sławiński A., *Rynki Finansowe*, PWN, Warszawa 2006.

Sprawozdanie z wykonania założeń polityki pieniężnej na rok 2010, Rada Polityki Pieniężnej, NBP, Warszawa 2010.

Sprawozdanie z wykonania założeń polityki pieniężnej na rok 2008, Rada Polityki Pieniężnej, NBP, Warszawa 2009.

Startuje „Pakiet zaufania" NBP, 17.10.2008, http://www.rp.pl/artykul/205951.html, [data dostępu 10.06.2011].

The monetary-policy maze, The Economist, 23.04.2009.

Wiśniewski M., *Instrumenty polityki pieniężnej – istota i klasyfikacje*, [w:] *Współczesna polityka pieniężna – instrumenty*, **M. Skopowski, M. Wiśniewski (red.),** Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Poznaniu, Poznań 2007.

www.ecb.int.

www.eurostat.ec.europa.eu.

www.nbp.pl.

www.stat.gov.pl.

POLITYKA PIENIĘŻNA WOBEC GLOBALNEGO KRYZYSU – DZIAŁANIA NARODOWEGO BANKU POLSKIEGO NA TLE WYBRANYCH BANKÓW CENTRALNYCH W LATACH 2007–2010

Streszczenie

Kryzys finansowy zmusił banki centralne do aktywności w stymulowaniu warunków funkcjonowania sektora finansowego, głównie poprzez wykorzystanie polityki stóp procentowych i innych działań podejmowanych w celu utrzymania płynności sektora bankowego. W latach 2007–2010 europejska polityka pieniężna była

prowadzona w warunkach dość niskich stóp procentowych, które stanowiły ograniczenie dla skutecznego stymulowania procesów w sferze realnej. Co więcej, pojawiające się w niektórych krajach zagrożenie deflacją, czy też pogłębiające się ryzyko płynności na rynku międzybankowym, spowodowały konieczność wykorzystania strategii opartych o niestandardowe rozwiązania, zwłaszcza, że dotychczasowa polityka niskich stóp procentowych nie przyniosła oczekiwanych rezultatów w sferze realnej. W przypadku NBP, EBC oraz Banku Anglii, charakter podejmowanych działań miał na celu stymulowanie płynności systemu bankowego, realizowanych przede wszystkim poprzez zwiększenie dostępności do operacji swapowych, wydłużenie terminów operacji pożyczkowych czy przyjmowaniem bardziej liberalnych zabezpieczeń. NBP, podobnie jak inne banki centralne, szybko przystąpił do sformułowania planu antykryzysowego, który został przyjęty w Pakiecie zaufania, jednak wskazuje się, że jego realizacja była dość powolna w początkowym okresie. Nie mniej jednak, w obliczu kryzysu działania NBP charakteryzowała strategia o zbliżonym do inny banków centralnych charakterze, prowadzona przy użyciu podobnych rodzajów instrumentów i zasadach ich realizacji.

MONETARY POLICY IN THE FACE OF THE GLOBAL CRISIS – ACTION OF POLISH NATIONAL BANK COMPARED TO SELECTED CENTRAL BANKS IN THE YEARS 2007–2010

Abstract

The financial crisis forced central banks to be active in stimulating conditions for functioning of the financial sector, mainly through the interest rate policy and actions taken to maintain the liquidity of the banking system. The increasing threat of deflation and the risk of liquidity in the interbank market, demanded strategies based on the using of non-standard solutions, the more that lowering of interest rate failed to produce expected results in the real economy. In the case of the NBP, ECB and the Bank of England, the character of their activities had to help increase the liquidity of the banking system, implemented primarily by increasing the availability of funds, foreign exchange swap operations, longer terms of lending operations and more liberal collateral. In the case of the NBP's applied instruments were mainly defined in the NBP’s Confidence Package. The NBP, like other central banks, quickly proceeded to the formulation of the Confidence Package, but it was said that its implementation was sluggish in the initial period. In the face of crisis, the NBP as compared to other central banks' actions, was characterized by similar strategy, using similar types of instruments and rules of their implementation. In 2007–2010 monetary policy was being conducted in terms of low interest rates and under this conditions an idea of limit the recession was the primary issue among all the world's central banks. In this regard also the NBP took actions to support lending. The NBP’s activities were determined by the nature of the domestic financial market, which magnitude limited the size of the economic crisis.