

MAGDALENA CENDAL

WPLYW INSTRUMENTÓW POLITYKI PIENIĘŻNEJ NBP NA POZIOM I ZMIENNOŚĆ KRÓTKOTERMINOWYCH STÓP PROCENTOWYCH

WSTĘP

Zgodnie z deklaracją Narodowego Banku Polskiego stopa procentowa jest podstawowym instrumentem osiągnięcia celu inflacyjnego. Poprzez oficjalne stopy procentowe bank centralny pragnie wywierać wpływ na krótkoterminowe stopy rynku międzybankowego. Osiąga on ten cel, wykorzystując na płaszczyźnie operacyjnej trzy instrumenty, tworzące tzw. **klasyczną triadę instrumentów**¹: rezerwę obowiązkową, operacje depozytowo-kredytowe i operacje otwartego rynku. Każdy z instrumentów należących do klasycznej triady pozwala NBP kształtować w pewnym zakresie rynkowe stopy procentowe. W artykule tym przedstawione zostaną zadania, jakie w polityce pieniężnej NBP wypełniają wymienione narzędzia przede wszystkim z uwzględnieniem ich wpływu na stopy procentowe rynku międzybankowego. Autorka pragnie wykazać, że polski bank centralny skutecznie wpływa na krótkoterminowe stopy procentowe na tym rynku, szczególnie na stopę *overnight* oraz na wybraną stopę procentową dla transakcji o dłuższych terminach zapadalności (1 miesiąc, dwa tygodnie lub tydzień, w zależności od terminu zapadalności podstawowych operacji otwartego rynku).

Zaprezentowana analiza dotyczyć będzie okresu od lutego 2002 roku do końca pierwszego kwartału 2005 roku. O takim wyborze momentu początkowego zdecydował fakt, że z dniem 1 lutego 2002 roku NBP wprowadził nowy układ operacji otwartego rynku, dzieląc je na operacje podstawowe, do-

¹ O. Szczepańska, *Operacje otwartego rynku jako element systemu operacyjnego EBC i banków centralnych w krajach kandydujących do Unii Europejskiej*, Bank i Kredyt 2002, nr 4, s. 4.

strajające i strukturalne. Przyjęte rozwiązania zmieniło sytuację na polskim rynku międzybankowym, np. poprzez wprowadzenie regularnych aukcji w ramach operacji podstawowych, a także zharmonizowało polskie przepisy z obowiązującymi w Eurosystemie.

Rezerwa obowiązkowa jest najstarszym instrumentem polityki pieniężnej. Funkcje i konstrukcja systemu rezerwy ewoluowały na przestrzeni lat, a obecnie budowa systemu rezerwy decyduje o częstotliwości wykorzystywania innych instrumentów polityki monetarnej, dlatego instrument ten scharakteryzowano jako pierwszy. Następnie przedstawiono operacje depozytowo-kredytowe (*standing facilities*), będące złożeniem dwóch odrębnych narzędzi: operacji kredytowej, funkcjonującej od lat i stanowiącej niegdyś podstawowe źródło refinansowania banków, oraz operacji depozytowej wprowadzonej do instrumentarium NBP w 2001 roku. Operacje depozytowo-kredytowe ograniczają zmienność stóp rynku międzybankowego. Jako trzeci scharakteryzowano ten instrument polityki pieniężnej, który współcześnie pełni kluczową rolę w zarządzaniu płynnością sektora bankowego i w kształtowaniu krótkoterminowych stóp procentowych na rynku międzybankowym, a mianowicie operacje otwartego rynku.

REZERWA OBOWIĄZKOWA A STOPY OVERNIGHT

System rezerwy obowiązkowej w Polsce jest systemem opóźnionym i uśrednionym. Dzięki temu może wypełniać najważniejszą funkcję przypisywaną rezerwom minimalnym – **stabilizować krótkoterminowe stopy procentowe na rynku międzybankowym**. Opóźnienie między okresem naliczania a utrzymywania wynosi dwa miesiące. Rezerwa obowiązkowa jest utrzymywana od ostatniego dnia miesiąca następującego po miesiącu, za który nalicza się rezerwę, do dnia poprzedzającego kolejny okres utrzymywania. Jeżeli pierwszy dzień okresu utrzymywania rezerwy jest dniem wolnym od pracy, określonym na podstawie odrębnych przepisów, to utrzymywanie rezerwy rozpoczyna się pierwszego dnia roboczego po tym dniu². Rezerwa za styczeń jest więc utrzymywana w marcu. Banki znają dokładnie kwotę rezerwy, jaką za styczeń muszą utrzymać na kontach w banku centralnym w momencie, gdy rozpoczyna się utrzymywanie tej rezerwy. Dzięki systemowi opóźnionemu banki mogą lepiej zarządzać swoją płynnością i nie są zmuszone do celowania w szacowa-

² Uchwała nr 15/2004 Zarządu Narodowego Banku Polskiego z 13 kwietnia 2004 r. w sprawie zasad i trybu naliczania oraz utrzymywania przez banki rezerwy obowiązkowej, Dz.Urz. NBP 2004, nr 3, poz. 4, § 5.

ny przez nie poziom rezerwy wymaganej, co zachodzi w przypadku systemu nieopóźnionego lub opóźnionego częściowo. Bank centralny może ułatwić bankom komercyjnym określanie ich pozycji rezerwowej względem niego, publikując dzienną informację o stanie na rachunkach banków komercyjnych, co NPB podaje od grudnia 2001 roku.

Uśrednienie systemu rezerwy obowiązkowej polega na tym, że wymaganą kwotę rezerwy należy utrzymywać średnio w miesiącu. Polskie banki nie są więc zobowiązane do utrzymywania na koniec każdego dnia na rachunku w banku centralnym stanu środków na poziomie rezerwy wymaganej. Mogą wykorzystywać je dowolnie, mając jednak na uwadze, iż średni stan środków na koniec kolejnych dni okresu utrzymywania musi odpowiadać wymaganej sumie.

Konstrukcja polskiego systemu rezerwy obowiązkowej sprzyja więc stabilizowaniu krótkoterminowych stóp rynku międzybankowego. Pozwala ona bowiem na znaczną dowolność w zarządzaniu płynnością, przy znanym z góry ograniczeniu – wymaganej kwocie rezerwy, którą należy utrzymać w miesiącu. W sytuacji optymalnej rezerwa naliczona byłaby równa odprowadzonej. Banki uniknęłyby wówczas płacenia odsetek karnych za niedopełnienie obowiązku utrzymywania rezerwy, ustalonych przez Zarząd NBP na poziomie dwukrotności stopy kredytu lombardowego. Jednocześnie nie ograniczałyby możliwego zysku przez utrzymywanie na nieoprocentowanych kontach w NBP środków przekraczających konieczny poziom (tylko część środków na rachunkach bieżących do wysokości rezerwy wymaganej jest oprocentowana i to poniżej poziomu rynkowego). Dążąc do takiej optymalnej sytuacji banki w ostatnim dniu utrzymywania rezerwy obowiązkowej wyrównują swoją pozycję rezerwową wobec banku centralnego. Jest to dzień zwiększonych wahań stóp *overnight* na rynku międzybankowym. Problem silnych wahań stopy *overnight* w ostatnim dniu utrzymywania rezerwy obowiązkowej można określić mianem problemu *ultimo*³.

Analiza rynkowych stóp procentowych w okresie od 1 lutego 2002 roku do końca pierwszego kwartału 2005 roku potwierdza zwiększoną zmienność stawek WIBOR i WIBID w dniu poprzedzającym zakończenie okresu rezerwowego⁴. W tym przedziale czasu utrzymywano rezerwę za 38 miesięcy po-

³ P. Szpunar, *Polityka pieniężna. Cele i warunki skuteczności*, PWE, Warszawa 2002, s. 77.

⁴ Oficjalne kwotowania stawek WIBOR i WIBID przeprowadzane są przez Polskie Stowarzyszenie Dealerów Bankowych Forex Polska. Stawki te nie są rzeczywistym oprocentowaniem transakcji zawieranych na całym rynku międzybankowym. Są one wyłącznie wartością referencyjną. W ich kwotowaniach biorą bowiem udział tylko banki dealerzy rynku pieniężnego, którym po spełnieniu dodatkowych warunków nadano status uczestnika *fixingu*. Ponadto

cząwszy od rezerwy za grudzień 2001 roku do rezerwy za styczeń 2005 roku. W piętnastu przypadkach ruchy stóp procentowych na koniec okresu utrzymywania rezerwy obowiązkowej wskazywały na niedobór środków na rynku. Rosły stawki WIBOR *overnight*, co miało zniechęcić potencjalnych kredytobiorców do zaciągania kredytu. Jednocześnie wzrastał WIBID – banki poszukując środków na rynku deklarowały wolę zapłacenia więcej za złożony u nich depozyt. Na zakończenie dwudziestu miesięcy rezerwowych banki posiadały nadwyżki na rachunkach w NBP. W wyniku tego spadały rynkowe stopy procentowe – niższy WIBOR zachęcał partnerów rynkowych do zaciągnięcia kredytu, a niższy WIBID zniechęcał do lokowania środków.

Zmiany stóp *overnight* w końcowych dniach okresów utrzymywania nie zawsze odbywały się zgodnie z zaprezentowanym schematem. Na rynku może bowiem wystąpić sytuacja szczególna, wpływająca na zmiany stóp procentowych. Przykładowo, jeżeli rynek oczekuje zmiany podstawowych stóp procentowych NBP, to banki dążą do wykorzystania zbliżającej się zmiany w celu maksymalizowania zysku. Gdy jednocześnie data ogłoszenia decyzji przez RPP zbiegnie się z końcówką okresu utrzymywania rezerwy obowiązkowej, to kształtowanie się stóp procentowych na rynku międzybankowym zostanie dodatkowo zaburzone. Podobnie na stopy procentowe wpłynąć mogą inne wydarzenia umożliwiające bankom zrealizowanie dodatkowych zysków, np. silne spekulacje na zmianę kursu walutowego, czy aukcje papierów skarbowych o rentowności przewyższającej rynkową, szczególnie wówczas, kiedy zbiegają się z zakończeniem okresy rezerwowego. Wreszcie banki w pewnych okresach rezerwowych mogą zarządzać płynnością tak doskonale, że zbliżanie się zakończenia okresu utrzymywania nie spowoduje zauważalnych ruchów stóp na rynku międzybankowym lub ruchy te będą wcześniej – co również jest sytuacją nietypową.

Na polskim rynku międzybankowym niejednoznaczna sytuacja spowodowana pierwszą z wymienionych przyczyn wystąpiła w marcu 2003 roku, gdy stopy WIBOR i WIBID rosły przez kilka dni do przedostatniego dnia okresu utrzymywania, by spaść w ostatnim dniu. Stawka WIBOR zbliżała się do po-

stawki te obowiązują wyłącznie uczestników *fixingu* przez 15 minut po ich opublikowaniu i są wiążące przy transakcjach do określonych kwot. Rynek międzybankowy jest jednak nieregulowanym rynkiem OTC i nie ma możliwości zbadania innych stawek, po jakich zawierane są na nim transakcje. Kwotowania Forexu są jedynym punktem odniesienia obrazującym sytuację na polskim rynku transakcji międzybankowych. W *Założeniach polityki pieniężnej na rok 2005* przewiduje się wprowadzenie stawki POLONIA, będącą średnią stawką *overnight* ważoną wielkością transakcji na rynku depozytów międzybankowych. Jej zadaniem będzie odzwierciedlenie rzeczywistego oprocentowania lokat na rynku międzybankowym.

ziomu stopy lombardowej, przekraczając ją nawet w przedostatnim dniu okresu utrzymywania. Jednocześnie właśnie od 27 marca 2003 roku obowiązywały nowe, obniżone oficjalne stopy procentowe NBP. Dlatego nietypowe ruchy stóp mogły być związane z przewidywaniami banków dotyczącymi zmian stóp NBP. Poszukiwały one środków, chcąc zainwestować je korzystnie jeszcze wówczas, gdy na rynku obowiązywał wyższy poziom oficjalnych stóp procentowych. Natomiast w momencie rozliczania rezerwy obowiązkowej banki posiadały już własne nadwyżkowe środki po rozliczeniu części transakcji wcześniej zawartych. Mogły więc uzupełnić pozycję rezerwową bez uciekania się do pożyczek na rynku międzybankowym i w ostatnim dniu utrzymywania stopy rynku międzybankowego spadły. Podobna sytuacja na rynku stóp międzybankowych wystąpiła w maju 2003 roku. Niższe oficjalne stopy procentowe zaczęły wówczas obowiązywać od ostatniego dnia utrzymywania rezerwy obowiązkowej za marzec 2003.

Również nietypowo stawki *overnight* kształtowały się w lipcu 2003 roku. W okresie poprzedzającym ostatni dzień utrzymywania rezerwy obowiązkowej stawki WIBOR i WIBID rosły – banki gromadziły środki na rynku. W ostatnim dniu utrzymywania stawki te spadły, co wskazuje, że banki zdążyły wypełnić swoje zobowiązania wobec NBP wcześniej i nie poszukiwały pilnie płynności w ostatnim dniu utrzymywania.

Wahania stóp procentowych w końcówce okresu utrzymywania mają różną skalę. Amplituda tych wahań zależy nie tyle od ram polityki rezerw obowiązkowych NBP czy bieżącego stosowania instrumentów polityki pieniężnej banku centralnego, ile od zachowań samych banków i umiejętnego zarządzania płynnością. Jeżeli instytucje odprowadzające rezerwę obowiązkową stają przed znacznymi nadwyżkami lub niedoborami środków, to stopy rynkowe wahają się silnie. Już przed ostatnim dniem okresu utrzymywania można zauważyć na rynku działania zmierzające do skorygowania pozycji rezerwowej. Gdy bankom uda się trafniej zarządzać rezerwami na rachunku w NBP w trakcie okresu utrzymywania, to nawet gdy w końcówce okresu konieczne są pewne regulacje pozycji rezerwowej, nie ma znacznych zmian stóp procentowych. Banki coraz lepiej zarządzają swoimi rezerwami, co wpływa na ograniczenie problemu *ultimo*. Dowodem na co raz doskonalsze zarządzanie rezerwami jest zmniejszająca się na przestrzeni lat kwota odchylenia od wymaganej wielkości rezerwy obowiązkowej. Zazwyczaj banki nieznacznie przekraczają wymagany poziom rezerwy⁵. Z roku na rok jest to jednak coraz

⁵ Wyjątkiem był grudzień 2003 roku, gdy odchylenie w sektorze było ujemne i wynosiło 1,5 mln zł. Powodem ujemnego odchylenia było nieutrzymanie rezerwy obowiązkowej w jed-

niższa kwota – średnio miesięcznie 43 mln w 2002 roku, 30 mln w 2003 i 23 mln w 2004 roku⁶.

Jednocześnie z wahaniami stóp procentowych w końcówce okresu utrzymywania zwiększa się różnica między stawkami WIBOR a WIBID. Wiąże się to z faktem, że rynki w równowadze cechują się niewielkimi różnicami pomiędzy stopami *bid* i *offer*. Jednak w momencie pojawiania się nagłego zapotrzebowania na środki lub nagłej nadwyżki środków w całym systemie *spread* zwiększa się – rosną koszty zarządzania płynnością. Dlatego w końcowych dniach okresu utrzymywania rezerwy obowiązkowej notuje się najczęściej najwyższe *spreads* w miesiącu, zarówno w wartości bezwzględnej, jak i względnej.

Obok rosnącego *spreadu*, kolejnym dowodem na wyższą zmienność rynkowych stóp procentowych w ostatnim dniu utrzymywania rezerwy obowiązkowej jest częstotliwość przekraczania korytarza wahań stóp *overnight* wyznaczonego przez operacje depozytowo-kredytowe. W ciągu 38 miesięcy stawka WIBOR *overnight* piętnaście razy przekroczyła stopę lombardową. Jest to na rynku międzybankowym sytuacja rzadka, ograniczona do szczególnych przypadków, które zostaną scharakteryzowane w dalszej części artykułu. Siedem razy przekroczenie wystąpiło w ostatnim dniu utrzymywania rezerwy obowiązkowej. Podobne proporcje dotyczą stawki WIBID i stopy depozytowej. Dwunastokrotnie kwotowano WIBID poniżej ceny lokaty nocnej w NBP, sześć razy zdarzyło się to w ostatnim dniu utrzymywania rezerwy obowiązkowej.

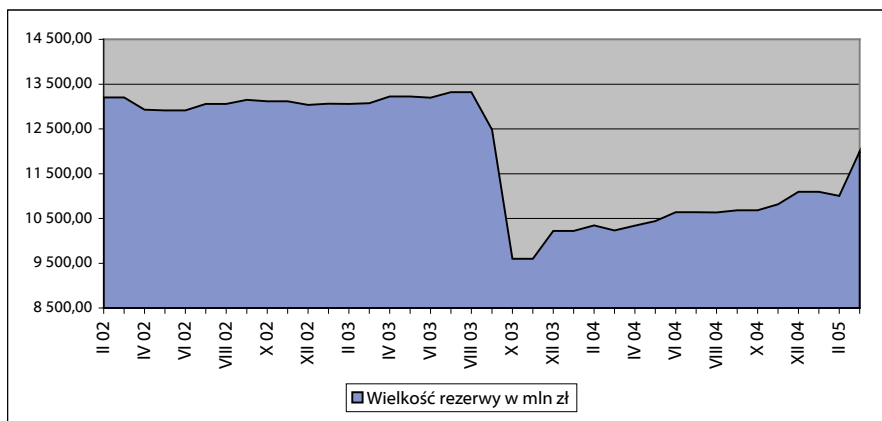
Silne wahania stóp *overnight* mogą wystąpić również podczas okresu utrzymywania z przyczyn niezwiązanych z potrzebą utrzymywania rezerwy wymaganej na odpowiednim poziomie. Powodem zmienności stóp są płatności podatkowe czy zmiany stanów rachunków budżetu w NBP. Jednakże przedstawiona konstrukcja systemu rezerwy obowiązkowej wpływa stabilizująco na rynkowe stopy procentowe. W trakcie okresu utrzymywania banki mogą korzystać ze środków zgromadzonych na rachunku bieżącym do rozliczeń, a przez cały okres utrzymywania znają wysokość swojego zobowiązania z tytułu rezerwy obowiązkowej. Taka konstrukcja eliminuje konieczność codziennego, precyzyjnego celowania w stan rachunku w NBP i ułatwia zarządzanie płynnością.

Stabilizacja krótkoterminowych stóp procentowych jest najważniejszą, ale nie jedyną funkcją rezerwy obowiązkowej. W polskim systemie bankowym, który charakteryzuje się strukturalną i operacyjną nadpłynnością, rezerwa

nym banku. *Instrumenty polityki pieniężnej na tle płynności sektora bankowego w 2003 roku*, NBP, Warszawa 2003, s. 17.

⁶ Dla pierwszego kwartału 2005 roku nadwyżka ta wynosiła nieco ponad 23 mln zł.

obowiązkowa pomaga **ograniczyć nadpłynność systemu bankowego**. Rezerwa nie nadaje się do bezpośredniego, bieżącego zarządzania płynnością sektora. W ramach długookresowej polityki pieniężnej może jednak stanowić instrument regulacji płynności, a odpowiednie kształtowanie stóp rezerwy może niwelować trwale lub długookresowe jej zmiany⁷. W Polsce rezerwa obowiązkowa stanowi właśnie instrument systemowy, dostosowany do długookresowego poziomu płynności w systemie bankowym. Zmiany wielkości rezerwy obowiązkowej w badanym okresie przedstawia wykres 1. Wartość rezerwy wahała się od 9 mld 600 mln zł do 13 mld 321 mln zł. Takie kwoty były więc trwale absorbowane z rynku. Na zmiany wielkości rezerwy wymaganej ma wpływ kilka czynników, do których należy między innymi wprowadzenie kwoty wyłączenia standardowego, które od 30 września 2003 roku pomniejszyło należną kwotę rezerwy o równoważność 500 tys. euro. W badanym okresie Rada Polityki Pieniężnej (RPP) zmieniła również stopę rezerwy obowiązkowej, obniżając ją od 31 października 2003 roku z 4,5% do 3,5%. Właśnie ta zmiana spowodowała widoczny na wykresie 1 spadek wielkości rezerwy utrzymywanej. Ponadto na zmianę wysokości rezerwy wymaganej w badanym okresie miał wpływ stale zmieniający się stan depozytów stanowiących podstawę naliczania rezerwy. Na wysokość rezerwy obowiązkowej wywierają także wpływ zwolnienia banków z utrzymywania rezerwy podjęte mocą decyzji Zarządu NBP⁸.



Wykres 1. Wysokość rezerwy obowiązkowej odprowadzanej przez banki polskie

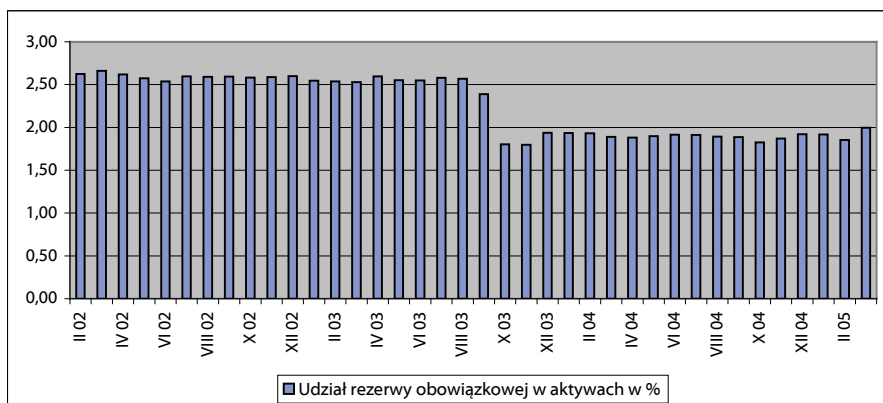
Źródło: dane NBP.

⁷ P. Szpunar, op.cit., s. 72.

⁸ Na koniec 2002 roku suma zwolnień wynosiła 1,104 mld zł, rok później – 422 mln. Kwo-

Ze względu na istotną rolę rezerwy w ograniczaniu nadpłynności polskiego sektora bankowego stopy rezerwy nie są dalej obniżane. Gdy we wrześniu 1999 roku w wyniku obniżki i ujednoczenia stopy rezerwy na rynek miały dostać się zamrożone dotąd środki w wysokości około 10 miliardów zł, wyemitowano obligacje absorbujące dodatkową płynność, które nabyły banki komercyjne. NBP przewidział stopniowy wykup tych obligacji.

Obok stabilizowania krótkoterminowych stóp rynku międzybankowego i redukcji skali nadpłynności, system rezerwy oddziałuje bowiem także na możliwość udzielania przez banki kredytów. Ma to związek z faktem, że rezerwa obowiązkowa jest instrumentem **kreacji popytu na pieniądź banku centralnego**. Podwyższenie stawek rezerwy obowiązkowej zwiększa udział depozytów banków komercyjnych w banku centralnym i równocześnie obniża możliwości akcji kredytowej tych banków⁹. Natomiast każde zmniejszenie stopy rezerwy obowiązkowej pociąga za sobą spadek udziału niepracujących aktywów w sumie bilansowej. Wykres 2 przedstawia udział rezerwy obowiązkowej w aktywach sektora bankowego. Obniżenie stopy rezerwy obowiązkowej widoczne jest w znacznym spadku udziału rezerwy w aktywach banków.



Wykres 2. Udział rezerwy obowiązkowej w aktywach monetarnych instytucji finansowych*

* Monetarnymi instytucjami finansowymi do grudnia 2004 roku były tylko banki, od stycznia 2005 roku listę MIF rozszerzono o spółdzielcze kasy oszczędnościowo-kredytowe i fundusze rynku pieniężnego, a nie obejmuje już ona banków w likwidacji, w upadłości lub z umorzonym postępowaniem upadłościowym. Wysokość aktywów MIF przyjęta do obliczeń zawiera w pierwszym kwartale 2005 aktywa SKOK. Stanowią one jednak niewielki odsetek aktywów wszystkich MIF (dla grudnia 2004 roku 0,25%).

Źródło: dane NBP.

ta zwolnień kurczy się, gdyż w ostatnich latach nie przyznaje się zwolnień kolejnym bankom, natomiast w przypadku banków zwolnionych w latach ubiegłych mija okres, na jaki przyznano ulgę.

⁹ W. Przybylska-Kapuścińska, *Rezerwa obowiązkowa jako instrument polskiej polityki pieniężnej*, Ruch Prawniczy, Ekonomiczny i Socjologiczny 2002, nr 4, s. 145.

W Polsce od lat utrzymuje się tendencja do obniżania stopy rezerwy, a wobec perspektywy wejścia Polski do strefy euro krajowe banki mogą w perspektywie średniookresowej oczekiwać dalszych obniżek. Dlatego w rzeczywistości rezerwa nie pełni roli aktywnego narzędzia regulującego możliwości udzielania kredytów przez banki komercyjne. Zmiany stopy rezerwy przebiegają jednokierunkowo, co rozszerza akcję kredytową banków, choć nie ma przeszkód technicznych i prawnych, by podnieść w Polsce stopę rezerwy. Nie jest to jednak narzędzie, które ma służyć bezpośrednio zmianom możliwości kredytowych banków komercyjnych.

Rezerwy obowiązkowe banków pełnią również funkcję fiskalną. Są one dla NBP źródłem zysku, choć znaczenie tej funkcji rezerw stale maleje, co ma związek z obniżaniem stóp rezerw, a także, począwszy od okresu utrzymywania zaczynającego się 30 czerwca 2004 roku, z oprocentowaniem rezerwy obowiązkowej¹⁰. Jest to zgodne z tendencją występującą na światowych rynkach. Obniżanie podatkowego aspektu rezerw obowiązkowych ma zmniejszyć ciężar nałożony na instytucje odprowadzające rezerwy oraz wyeliminować zniekształcenia konkurencji między różnymi typami instytucji krajowych, a także, co nabiera coraz większego znaczenia, na rynkach międzynarodowych¹¹. W związku z faktem, iż oprocentowanie rezerwy ustalono poniżej poziomu rynkowego¹² NBP stale czerpie jednak zyski z rezerw obowiązkowych.

OPERACJE DEPOZYTOWO-KREDYTOWE A STOPY PROCENTOWE RYNKU MIĘDZYBANKOWEGO

Operacje typu *standing facilities*, czyli transakcje depozytowo-kredytowe zawierane między bankiem centralnym a bankiem komercyjnym z inicjatywy banku komercyjnego, jeszcze do niedawna pełniły kluczową rolę w zarządzaniu płynnością sektora bankowego¹³. W zasadzie we wszystkich systemach

¹⁰ Uchwała nr 15/2004 Zarządu Narodowego Banku Polskiego..., § 12.

¹¹ C. Borio, *The implementation of monetary policy in industrial countries: a survey*, Bank for International Settlements, Monetary and Economic Department Basle BIS Economic Papers No. 47, July 1997, s. 46.

¹² W okresie obowiązywania oprocentowania rezerwy stopy redyskontowa, referencyjna i oprocentowania rezerwy obowiązkowej wynosiły odpowiednio: 5,75%, 5,25% i 5,175% w maju i czerwcu 2004 roku, 6,5%, 6% i 5,85% w lipcu 2004 roku, 7%, 6,5%, 6,3% od sierpnia 2004 roku do marca 2005 roku i 6,5%, 6% i 5,85% do 30 marca 2005 r.

¹³ Na początku okresu transformacji kredyty refinansowe stanowiły 67% sumy bilansowej NBP, w 2004 roku około 3,5%.

bankowych krajów rozwiniętych były one stopniowo wypierane przez operacje otwartego rynku, które są instrumentem bardziej elastycznym i wygodniejszym w zastosowaniu. Obecnie przypisuje im się funkcję zaworów bezpieczeństwa systemu bankowego (*safety valves*). Są one sporadycznie wykorzystywane przez banki w okresach występowania krótkoterminowych, dużych nadwyżek albo niedoborów płynności¹⁴. Szczególnie często taka sytuacja występuje tuż przed rozliczeniem rezerwy obowiązkowej.

Ten instrument wywiera znaczny wpływ na kształtowanie się stóp procentowych na rynku międzybankowym. Operacje depozytowo-kredytowe pełnią bowiem rolę pułapów zmian krótkoterminowych stóp rynku międzybankowego. Oprocentowanie kredytu udzielanego przez bank centralny w sytuacjach nadzwyczajnych jest górnym pułapem (*ceiling*) dla wahań tych stóp. Natomiast dolnym pułapem (*floor*) jest stopa oprocentowania depozytu nocnego w banku centralnym. W ten sposób operacje depozytowo-kredytowe tworzą łącznie korytarz wahań rynkowych stóp procentowych¹⁵.

Niekiedy stopa na rynku międzybankowym przewyższa stopę kredytu ostatniej instancji. Dzieje się tak wtedy, gdy bank nie posiada odpowiednich papierów wartościowych, pod zastaw których bank centralny udzieliłby mu kredytu. Poszukuje wówczas środków na rynku międzybankowym. Jeśli jego partnerzy również mają kłopoty z płynnością, ale mają papiery, pod zastaw których otrzymają kredyt z banku centralnego, to pożyczą bankowi środki. Za pośrednictwo pobiorą jednak odpowiednią opłatę¹⁶.

W Polsce stopy rynkowe przewyższają stopę kredytu ostatniej instancji przede wszystkim wtedy, gdy zbliża się termin rozliczenia rezerwy obowiązkowej. W analizowanym okresie 38 miesięcy 15 razy WIBOR *overnight* był wyższy od stopy kredytu lombardowego. Było to sygnałem, że na rynku brakuje płynności. Z kolei kwotowanie stawki WIBID poniżej obowiązującej stopy depozytowej – co wystąpiło dwunastokrotnie – wskazywało na nadwyżkę środków na rynku. Banki zniechęcały partnerów do składania depozytów, gdyż miały wystarczające środki do wywiązania się ze swoich zobowiązań, a nie widziały korzystnej możliwości zainwestowania nowych. Jak już podkreślano, najczęściej przekraczanie korytarza wahań stóp rynkowych wyznaczonego przez stopę depozytową i lombardową następuje w momencie rozliczania rezerwy obowiązkowej. Wówczas to banki zmuszone są skorzystać

¹⁴ D. Tymoczko, *Ewolucja systemu finansowego a skuteczność instrumentów polityki pieniężnej*, Bank i Kredyt 2002, nr 3, s. 10.

¹⁵ D. Tymoczko, *Instrumenty interwencji banku centralnego na rynku pieniężnym*, Materiały i Studia NBP nr 102, Warszawa 2000, s. 48.

¹⁶ *Ibidem*, s. 50.

z zaworów bezpieczeństwa – najdroższego kredytu i najniższej oprocentowanej lokaty na rynku międzybankowym. Skala niedoborów czy nadwyżek jest tak wysoka, iż występuje nieuzasadnione ekonomicznie w normalnych warunkach przekroczenie korytarza stóp procentowych wyznaczonych przez stopę depozytową i stopę lombardową.

Na wzrost stawki WIBOR *overnight* ponad poziom stopy kredytu lombardowego mają również w Polsce wpływ regulacje techniczne związane z zabezpieczeniem kredytu ostatniej instancji. Jest on mianowicie udzielany pod zastaw na bonach i obligacjach skarbowych. Ten pierwszy sposób działa dość płynnie, bo Centralny Depozyt Bonów Skarbowych prowadzony jest w NBP, więc zastaw dokonywany jest niejako automatycznie. W przypadku zabezpieczenia na obligacjach jest to operacja bardziej skomplikowane w sensie technicznym – w Krajowym Depozycie Papierów Wartościowych (KDPW) trzeba dokonać zabezpieczenia, a informacja o tym musi dotrzeć do Narodowego Banku Polskiego. Zasady i tryb ustanawiania zastawu na papierach rejestrowanych w KDPW określa umowa między KDPW a NBP. Potwierdzeniem dokonania zastawu na koncie papierów banku jest wyciąg z konta przekazywany przez KDPW do NBP na zasadach określonych w umowie. Ten system nie jest tak sprawny, w związku z tym zdarza się, iż banki mają obligacje i nie mogą zaciągnąć kredytu lombardowego¹⁷. Regulamin refinansowania banków kredytem lombardowym przewiduje możliwość utrzymania zastawu na papierach wartościowych banku po spłaceniu kredytu lombardowego¹⁸. Regulacja ta stanowi udogodnienie dla banków często posiłkujących się kredytem lombardowym, jednakże nie jest to korzystne rozwiązanie: banki nie mogą dysponować posiadanymi obligacjami w chwili, gdy pojawi się inna możliwość wykorzystania papierów. Poza tym kredyt lombardowy, jako kredyt ostatniej instancji, powinien być zaciągany w nagłych sytuacjach braku płynności ze względu na swą bardzo wysoką cenę. Bankowi trudno jest przewidzieć taką sytuację – gdyby mógł to zrobić, zabezpieczyłby się w inny, tańszy sposób. Usunięcie przeszkód technicznych związanych z zastawem na obligacjach skarbowych pozwoliłoby bankom sięgać po kredyt lombardowy bez obawy, że nie zdołają przedstawić odpowiedniego zabezpieczenia. Ograniczyłoby to sytuacje, w których cena kredytu na rynku międzybankowym przewyższa cenę kredytu lombardowego, a tym samym uszczelniło korytarz wahań stóp rynkowych. Przekroczenie stopy kredytu lombardowego wystąpiłoby wyłącznie

¹⁷ J. Stopyra, *Nowe już działa*, Gazeta Bankowa 2002, nr 14, s. 7.

¹⁸ Regulamin refinansowania banków kredytem lombardowym, załącznik do Uchwały Zarządu NBP nr 42 z dnia 3 października 2003 roku, Dz.Urz. NBP nr 18, poz. 31, § 31.

wówczas, gdyby banki nie posiadały papierów wartościowych wymaganych jako zabezpieczenie.

Aby ułatwić bankom pozyskiwanie kredytu lombardowego do papierów, pod zastaw których można zaciągnąć kredyt lombardowy, należy zaliczyć również bony pieniężne. W Polsce nie ma jeszcze odpowiednich przepisów w tym zakresie, a ze względu na to, iż ewidencją bonów zajmuje się Rejestr Bonów Pieniężnych w NBP, formalności związane z ustanowieniem zabezpieczenia byłyby porównywalne do tych, stosowanych gdy przedmiotem zastawu są bony skarbowe.

Zmienia się stale zaangażowanie banków w operacje *standing facilities*. W 2002 roku średnie dzienne wykorzystanie kredytu lombardowego wyniosło 169,7 mln zł przy łącznej kwocie zaciągniętego zobowiązania wynoszącej około 42,43 mld. W okresie styczeń – grudzień 2002 roku banki złożyły lokaty jednodniowe w NBP w łącznej wysokości 29,3 mld zł¹⁹. Łączna kwota wykorzystanego kredytu lombardowego w roku 2003 wyniosła 11,6 mld zł (średnie dzienne zadłużenie – 34,2 mln zł). W 2003 r. banki złożyły lokaty terminowe w NBP w ogólnej kwocie 39,8 mld zł (średnia dzienna wysokość lokaty wyniosła 157,2 mln zł). Były one wyższe o 35,8 % w stosunku do 2002 roku²⁰. Z kolei, łączne wykorzystanie kredytu lombardowego w 2004 roku wyniosło 8 mld zł, a złożone lokaty terminowe – 113,6 mld zł. Były one wyższe o 67,6% w stosunku tego samego okresu roku poprzedniego²¹. Przytoczone dane wskazują na stale malejące zapotrzebowanie na kredyt lombardowy oraz na częstsze korzystanie z depozytu nocnego przez banki.

Fakt, iż kredyt lombardowy jest wykorzystywany w coraz mniejszym stopniu świadczy o doskonalszych metodach zarządzania płynnością w bankach. Mimo swoich ograniczeń i zmniejszającej się skali wykorzystania, instrument ten wypełnia przypisaną mu rolę, stanowiąc górne ograniczenie wahań stóp procentowych na najkrótsze terminy oraz umożliwiając bankom posiłkowanie się płynnością w sytuacjach nadzwyczajnych. Banki sięgają po kredyt lombardowy przede wszystkim w dniach kończących okres utrzymywania rezerwy obowiązkowej.

Zarządzając płynnością, banki coraz częściej korzystają z depozytu nocnego, lokując nadwyżki środków w NBP w końcowych dniach okresu utrzy-

¹⁹ *Sprawozdanie z wykonania założeń polityki pieniężnej w 2002 roku*, Narodowy Bank Polski, Rada Polityki Pieniężnej, Warszawa 2003, s. 31.

²⁰ *Sprawozdanie z wykonania założeń polityki pieniężnej w 2003 roku*, Narodowy Bank Polski, Rada Polityki Pieniężnej, Warszawa 2004, s. 27.

²¹ *Sprawozdanie z wykonania założeń polityki pieniężnej w 2004 roku*, Narodowy Bank Polski, Rada Polityki Pieniężnej, Warszawa 2005, s. 34.

mywania rezerwy, jak również w innych sytuacjach nadzwyczajnych, np. gdy znaczna nadwyżkowa płynności jest wynikiem zmian stanów rachunków budżetu państwa w banku centralnym. Jednocześnie konstrukcja depozytu nocnego jest dolnym ograniczeniem korytarza wahań stóp. Jeżeli kwotowane są stawki poniżej stopy depozytowej NBP, to jest to sygnał świadczący o nadwyżce środków na rynku i braku alternatywnej możliwości bardziej atrakcyjnego zainwestowania ich.

WPŁYW OPERACJI OTWARTEGO RYNKU NA STOPY PROCENTOWE RYNKU MIĘDZYBANKOWEGO

Operacje otwartego rynku są podstawową formą interweniowania banku centralnego na rynku pieniężnym. Ze względu na fakt, że jest to rynek stosunkowo mały, interwencje banku centralnego są siłą, która odgrywa na nim decydującą rolę²². Operacje te odbywają się poza rynkiem *stricte* kredytowym, transakcje zawierane są podczas aukcji inicjowanych przez bank centralny.

Za pomocą operacji otwartego rynku bank centralny reguluje stopień płynności banków, wpływając w ten sposób na kształtowanie się krótkookresowej stopy procentowej na rynku pieniężnym. Ta ostatnia następnie wpływa na poziom stóp procentowych instrumentów o dłuższych okresach zapadalności, na oczekiwania inflacyjne oraz na kurs walutowy²³. Narodowy Bank Polski deklaruje, że operacje otwartego rynku są podstawowym instrumentem, umożliwiającym bankowi centralnemu utrzymywanie stóp procentowych rynku pieniężnego na poziomie pożądanym z punktu widzenia realizacji założonego celu polityki pieniężnej²⁴.

Narodowy Bank Polski ma do dyspozycji trzy rodzaje operacji otwartego rynku²⁵:

- 1) **podstawowe** – przeprowadzane raz w tygodniu, polegające na emisji bonów pieniężnych NBP z siedmiodniowym terminem zapadalności,
- 2) **dostrajające** – przeprowadzane, gdy konieczne jest doraźne zasilenie sys-

²² A. Sławiński, J. Osiński, *Operacje otwartego rynku banku centralnego*, Fundacja Edukacji i Badań Bankowych, Warszawa 1995, s. 49. Rynek międzybankowy jest rynkiem małym, gdyż przedmiotem obrotu na nim są płynne rezerwy banków, a więc aktywa, które nie są oprocentowane, których banki starają się posiadać tylko tyle, ile jest absolutnie niezbędne. Nieznaczne są również rozmiary rynku międzybankowego w stosunku do całego rynku finansowego.

²³ *System finansowy w Polsce*, B. Pietrzaka, Z. Polańskiego i B. Woźniak (red.), Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2004, s. 132.

²⁴ *Założenia polityki pieniężnej na rok 2005*, Rada Polityki Pieniężnej, Warszawa 2004, s. 11.

temu bankowego w płynność lub ograniczenie jego płynności, polegające na emisji bonów pieniężnych o różnych terminach zapadalności, operacjach *repo* i przedterminowym wykupie bonów pieniężnych,

- 3) **strukturalne** przeprowadzane w przypadku konieczności zniwelowania zmian płynności rynkowej o charakterze trwałym poprzez wykup obligacji NBP, zakup papierów wartościowych na rynku, emisję przez NBP długoterminowych papierów dłużnych.

Operacje podstawowe wyznaczać mają kierunek prowadzonej polityki pieniężnej NBP. Ich minimalną rentowność określa stopa referencyjna, która oddziałuje bezpośrednio na poziom oprocentowania depozytów na rynku międzybankowym o porównywalnym terminie zapadalności²⁶. Terminy zapadalności operacji podstawowych były stopniowo skracane – do końca 2002 roku emitowano bony z terminem wykupu 28 dni, w latach 2003 i 2004 14 dni, a od 1 stycznia 2005 – 7 dni. Wprowadzone rozwiązanie zbliżyło polski system do obowiązującego w Eurosystemie. Miało również na celu pobudzenie rozwoju rynku międzybankowego oraz usprawnienie zarządzania płynnością przez banki²⁷, które nie mogły już liczyć na częste aukcje²⁸ bonów pieniężnych NBP. Ponadto wprowadzona korekta pozwoliła na zamrażanie płynności na krótsze okresy, zwiększając elastyczność tego instrumentu²⁹.

Rentowność podstawowych operacji wyznaczana jest na przetargach i nie może być niższa od obowiązującej stopy referencyjnej ustalonej przez Radę Polityki Pieniężnej. Prowadząc podstawowe operacje otwartego rynku, NBP sprzedaje na przetargach papiery o rentowności nieco wyższej niż minimalna. W ten sposób wyznaczona zostaje stopa interwencyjna³⁰. W praktyce popyt na papiery sprzedawane w ramach operacji otwartego rynku jest bardzo wysoki, niejednokrotnie wielokrotnie przewyższa podaż. W ramach operacji podstawowych emitowane są bony pieniężne, co jest formą operacji bezwarunkowych. Przed przetargiem bank centralny każdorazowo ogłasza wielkość podaży środków. W obrocie są przede wszystkim papiery o podstawowym

²⁵ Uchwała nr 14/2004 Rady Polityki Pieniężnej z 14 grudnia 2004 roku w sprawie zasad prowadzenia operacji otwartego rynku, Dz.Urz. NBP nr 21/2004, poz. 39, § 1.

²⁶ *Strategia polityki pieniężnej po 2003 roku*, Rada Polityki Pieniężnej, Warszawa 2003, s. 20.

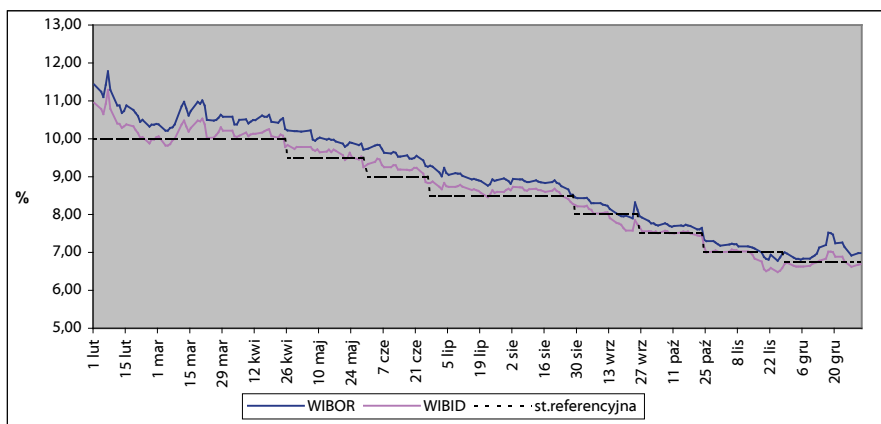
²⁷ *System...*, s. 226.

²⁸ Przykładowo w styczniu 2002 roku było 12 aukcji, w lutym 2000 roku – 14.

²⁹ W. Przybylska-Kapuścińska, *Harmonizacja instrumentów polskiej polityki pieniężnej z rozwiązaniami Eurosystemu*, [w:] *Finanse w dobie integracji europejskiej*, Wyd. AE w Katowicach, Katowice 2004, s. 192.

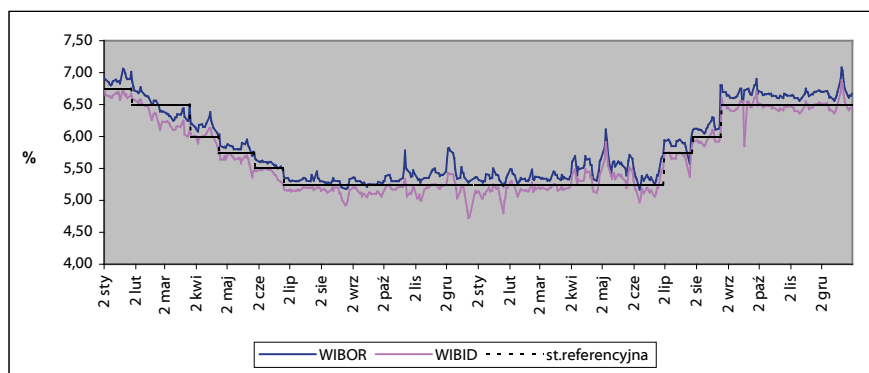
³⁰ *System...*, s. 223.

w danym momencie terminie wykupu. Jednakże w razie konieczności NBP emituje papiery o innych terminach wykupu³¹.



Wykres 3. WIBOR i WIBID jednomiesięczny od lutego do końca 2002 roku a stopa referencyjna

Źródło: opracowanie własne.



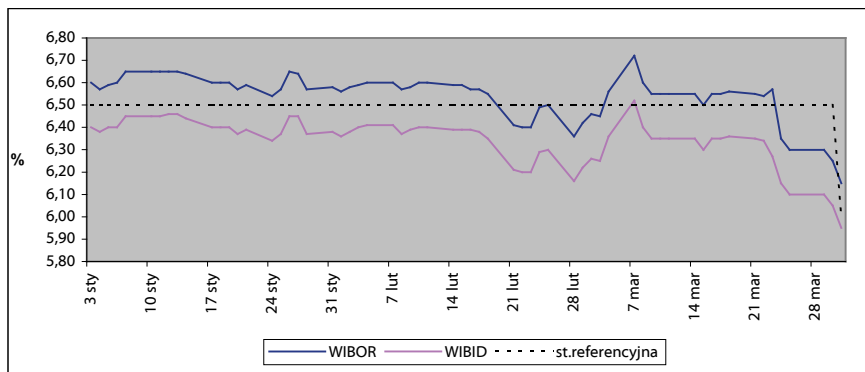
Wykres 4. WIBOR i WIBID dwutygodniowy w latach 2003 i 2004 a stopa referencyjna

Źródło: opracowanie własne.

Stopa referencyjna ma bezpośredni wpływ na stopy procentowe rynku międzybankowego. Stawki rynkowe o terminie porównywalnym do podsta-

³¹ Przykładem mogą być emisje dokonywane w grudniu 1999 roku, gdy banki zabezpieczyły krótkoterminową płynność wobec perspektywy zwiększonych wypłat ludności spowodowanych problemem roku 2000.

wowych operacji otwartego rynku – jednomiesięczne dla 2002 roku, dwutygodniowe dla 2003 i 2004 roku oraz siedmiodniowe od roku 2005 – powinny kształtować się w sposób zbliżony do stopy referencyjnej. Zależność taka zachodzi, co przedstawiają wykresy od 3 do 5. Działania NBP zmierzające do właściwego kształtowania wybranych rynkowych stóp procentowych w badanym okresie charakteryzują się wysoką skutecznością.



Wykres 5. WIBOR i WIBID siedmiodniowy w styczniu i lutym 2005 roku a stopa referencyjna

Źródło: opracowanie własne.

Kierunek przeprowadzanych operacji otwartego rynku wskazuje na ich znaczenie w zarządzaniu płynnością polskiego sektora bankowego. Mimo prawnych możliwości nie przeprowadza się operacji zasilających. Trwale zamrożono płynność w operacjach strukturalnych³². W 2002 roku na przetargach zaoferowano do sprzedaży skonwertowane skarbowe papiery wartościowe o wartości nominalnej 14,0 mld zł³³. Rok później wartość nominalna zaoferowanych papierów wynosiła 1,24 mld zł³⁴. Sprzedaż obligacji skonwertowanych zakończyła się w kwietniu 2003 roku. Na przetargach NBP akceptował rentowność obligacji na poziomie zbliżonym do rynkowego, nie zamierzano więc bezpośrednio wpływać na rynkowe stopy procentowe, ale ograniczyć

³² Przetargi na skonwertowane obligacje skarbowe rozpoczęły się w wrześniu 2000 roku. Są to obligacje 2-, 3-, 4-, 5- i 10-letnie wyemitowane w 1999 roku przez Skarb Państwa w celu zamiany zadłużenia wobec NBP na rynkowe papiery wartościowe.

³³ *Sprawozdanie z wykonania zadań polityki pieniężnej w 2002 roku*, s. 28.

³⁴ *Sprawozdanie z wykonania zadań polityki pieniężnej w 2003 roku*, s. 48.

płynność sektora bankowego. Również operacje podstawowe przeprowadzane są jednokierunkowo: NBP absorbuje płynność emitując bony pieniężne.

ZAKOŃCZENIE

Instrumenty polityki pieniężnej Narodowego Banku Polskiego, wypełniając swoje funkcje szczegółowe, umożliwiają realizację celu nadrzędnego banku centralnego. Dodatkowo konstrukcja narzędzi polityki pieniężnej pozwala na wykorzystanie efektu synergii – współdziałanie i wzajemne wzmocnianie instrumentów. System rezerwy obowiązkowej stabilizuje krótkoterminowe stopy procentowe rynku międzybankowego, jednakże to operacje depozytowo-kredytowe, wyznaczając korytarz wahań tych stóp, zacieśniają możliwe odchylenia. Instrumenty depozytowo-kredytowe również pełnią funkcję wspomagającą operacje otwartego rynku – gdy zarządzanie płynnością przy użyciu operacji otwartego rynku mające na celu ustabilizowanie wybranej stopy rynkowej napotyka trudności³⁵. Jeżeli nie można precyzyjnie zaplanować płynności systemu bankowego, istnieje ryzyko przeprowadzenia operacji nieeliminujących wahań płynności i prowadzących do wahań rynkowych stóp procentowych, zwłaszcza na najkrótsze terminy³⁶. I w takim przypadku operacje depozytowo-kredytowe zawężą przedział zmienności stóp.

O ile rezerwa obowiązkowa i operacje depozytowo-kredytowe wpływają bezpośrednio na najkrótsze stopy rynkowe – *overnight*, o tyle operacje otwartego rynku zapewniają NBP większą elastyczność w wyborze stóp procentowych, które bank centralny zamierza kształtować. NBP, przeprowadzając operacje podstawowe, wpływa od stycznia 2005 roku na tygodniową stopę procentową, wcześniej kształtował stopy dwutygodniowe lub miesięczne. Natomiast poprzez operacje strukturalne bank centralny mógłby oddziaływać na średnio- i długoterminowe stopy procentowe. Rentowność papierów wykorzystywanych w tych transakcjach jest wyznaczana na przetargach lub jest wynikiem umowy między NBP a bankami, nie jest związana z wysokością stopy referencyjnej. Zawarcie transakcji długoterminowej o rentowności odbiegającej od rynkowej będzie wyrazem próby bezpośredniego wpływu na rynkowe stopy procentowe. Ponadto uczestnicy rynku, nawet przy ustaleniu oprocentowania na poziomie rynkowym, będą spodziewali się określonej

³⁵ P. Szpunar, *Polityka...*, s. 108.

³⁶ Ibidem.

zmiany lub braku zmiany stóp procentowych w przyszłości dokonując analizy kosztów takiej zmiany – lub jej braku – dla banku centralnego.

Konstrukcja systemu rezerwy obowiązkowej ma również wpływ na częstotliwość wykorzystania innych instrumentów. Przy systemie, jaki obowiązuje w Polsce, ograniczona jest konieczność uciekania się do operacji depozytowo-kredytowych NBP. Najczęściej banki korzystają z nich w przededniu rozliczenia rezerwy wymaganej. Banki komercyjne również nie muszą uciekać się do operacji otwartego rynku, by sprostać niespodziewanej zmianie płynności, choć w przypadku wystąpienia takich zaburzeń przewidziane jest uruchomienie operacji dostrajających.

W specyficznych sytuacjach banki komercyjne korzystają z instrumentów polityki pieniężnej w sposób odmienny od standardowego. Przykładem może być okres oczekiwania na obniżkę oficjalnych stóp procentowych NBP. Banki chcą wówczas zainwestować środki, np. w bony pieniężne, a jeżeli okres oczekiwania na zmianę stóp zbiega się z końcem okresu utrzymywania, to bieżącą płynność mogą uzupełnić kredytem lombardowym.

Obok wpływu na rynkowe stopy procentowe instrumenty polityki pieniężnej pełnią w Polsce inne funkcje wynikające z sytuacji polskiego sektora bankowego. Rezerwa obowiązkowa i operacje otwartego rynku są skonstruowane w taki sposób, że pomagają w ograniczaniu nadpłynności polskiego sektora bankowego. Dlatego stopa rezerwy jest wciąż wyższa niż w Eurosystemie, którego normy stanowią wzorzec dla rozwiązań polskich wobec średniookresowej perspektywy wejścia Polski do unii walutowej. Operacje otwartego rynku przeprowadzane są jednokierunkowo – absorbują płynność, choć przyjęte rozwiązania prawno-techniczne pozwalają na wykorzystanie operacji zasilających. Zmniejszenie skali nadpłynności sektora bankowego, a docelowo doprowadzenie do sytuacji, w której banki będą dłużnikami netto NBP wzmocni możliwość oddziaływania banku centralnego na rynku międzybankowym, w tym kształtowanie rynkowych stóp procentowych w sposób pożądaný przez NBP.

**THE INFLUENCE OF THE INSTRUMENTS OF MONETARY POLICY
OF THE NATIONAL BANK OF POLAND ON THE LEVEL AND VARIABILITY
OF SHORT-TERM RATES OF INTEREST**

SUMMARY

The National Bank of Poland influences the interbank market by means of three instruments: reserve requirements, standing facilities, and open market operations.

This article describes the impact of these tools on short-term interest rates on the interbank market.

Today the most important function of reserve requirements is to limit the volatility of short-term interest rates on the interbank market. They help to stabilise the overnight rate because the requirements are lagged and averaged. Standing facilities are safety valves for the banking system. Banks can use the credit facility when they urgently need liquidity or the deposit facility when they have surpluses. Simultaneously, standing facilities indicate the corridor of market rates volatility. These standing facilities' features allow them to limit the overnight rate volatility – as well as reserve requirements do. Open market operations are the principal instrument for maintaining short-term interest rates at a level consistent with the established inflation target implemented. The minimum interest rate for the main operation – issuing 7-day NBP money bills – is announced by the Monetary Policy Council. One-week interest rate on the interbank market fluctuates around this official interest rate.

