

WIESŁAWA PRZYBYLSKA-KAPUŚCIŃSKA

## PROBLEMY POLITYKI PIENIĘŻNEJ BANKÓW CENTRALNYCH W OKRESIE KRYZYSU

### WSTĘP

Celem artykułu jest zaprezentowanie głównych problemów, stojących przed polityką pieniężną, jakie pojawiły się w konsekwencji ostatniego kryzysu finansowego lat 2007–2011. Wynikają one albo z działań podjętych *ad hoc* ze strony władzy monetarnej w reakcji na zawirowania na rynku finansowym, albo są efektem dyskusji w środowisku ekonomistów i bankierów centralnych, podejmujących debatę na aktualnym kształcie i zadaniach polityki pieniężnej, a także rolą współczesnych banków centralnych. Wśród ważnych, podnoszonych problemów władzy monetarnej są kwestie nowych celów polityki pieniężnej, a w związku z tym – nowych instrumentów jej realizacji. Innym zagadnieniem jest również dyskusja związana z podjęciem decyzji – jak kształtować politykę stóp procentowych – z jednej strony w warunkach kryzysu finansowego, a także zadłużeniowego i bankowego, jakich jesteśmy świadkami przede wszystkim w niektórych państwach strefy euro (jak i poza nią), a z drugiej strony – w sytuacji pojawiania się presji inflacyjnej.

### REAKCJA POLITYKI PIENIĘŻNEJ NA KRYZYS FINANSOWY

Kryzys finansowy ostatnich lat zmusił władzę monetarną z jednej strony – do szybkich i odpowiedzialnych działań, mających na celu przede wszystkim podtrzymanie płynności na rynku międzybankowym, a z drugiej strony – do rewizji prowadzonej przez nią polityki, zarówno w aspekcie celów, jak i instrumentów. W związku z tym zakwestionował on aktualne funkcjonowanie

polityki pieniężnej. Ten fakt spowodował reperkusje wśród teoretyków i praktyków zajmujących się problematyką monetarną i zainicjował debatę na temat perspektyw polityki pieniężnej.

Analizując konsekwencje kryzysu finansowego dla gospodarek należy zauważyć, że w odniesieniu do pierwszej sytuacji – szybkiej reakcji banków centralnych na jego przejawy – było pojawienie się nagłego problemu braku płynności na rynku międzybankowym. Wynikł on z zawieszenia transakcji na rynkach pieniężnych i był spowodowany gwałtownym spadkiem wzajemnego zaufania instytucji finansowych, które, mając świadomość własnych nieprawidłowości i nadużyć, wąpiły również w wiarygodność dotychczasowych partnerów finansowych<sup>1</sup>. Obawy przed utratą wypłacalności banków nasiliły kryzys płynności na rynku międzybankowym. Jego uczestnicy bowiem, pragnąc zabezpieczyć się przed ryzykiem dalszych strat, powstrzymywali się od zawierania transakcji. Niepewność co do poziomu ekspozycji innych banków na ryzyko kredytowe, jak również rozmiarów ich potencjalnych strat, spowodowała, iż banki zaczęły gromadzić płynność<sup>2</sup>. Zależność pomiędzy krótkoterminowymi oraz długoterminowymi rynkowymi stopami procentowymi uległa rozerwaniu, co wpłynęło na silnie spadkowe ukształtowanie krzywych dochodowości instrumentów finansowych. Istniejąca dotychczas relacja pomiędzy podstawowymi stopami banków centralnych a krótkoterminowymi stopami na rynku międzybankowym przestała istnieć<sup>3</sup>.

Wspomniane intensywne działania banków centralnych od początku kryzysu 2007 roku miały przede wszystkim na celu zapobieżenie wybuchowi paniki i niedopuszczenie do tzw. runu na banki, które mogłyby zakończyć się katastrofalnie nie tylko dla samych banków, ale i dla trwałości podstaw współczesnych gospodarek, doprowadzając do ich anarchii. Inną przesłanką szybkich reakcji ze strony banków centralnych była też konieczność odbudowy nadszarpniętego zaufania i wizerunku instytucji finansowych<sup>4</sup>.

Nowym zadaniem dla banków centralnych stało więc się ponowne przywrócenie i zapewnienie płynności banków komercyjnych i stabilności syste-

---

<sup>1</sup> H. Żywiecka, *Niekonwencjonalna polityka pieniężna Systemu Rezerwy Federalnej, Europejskiego Banku Centralnego oraz Banku Anglii na kryzys finansowy lat 2007–2009*, „Ruch Prawniczy Ekonomiczny i Socjologiczny” 2011, nr 2, s. 255.

<sup>2</sup> R. Moessner, W. Allen, *Central bank co-operation and international liquidity in the financial crises of 2008–9*, „BIS Working Papers” 2010, no. 310, Monetary and Economic Department, s. 5.

<sup>3</sup> M. Jurek, P. Marszałek, *Banki centralne krajów wysoko rozwiniętych podczas kryzysu finansowego*, [w:] P. Karpuś, J. Węclawski (red.), *Rynek finansowy w erze zawirowań*, Wydawnictwo Uniwersytetu Marii Curie-Skłodowskiej, Lublin 2009, s. 84.

<sup>4</sup> H. Żywiecka, op. cit., s. 257.

mu finansowego. Nie było to dla banków centralnych zadanie standardowe, bowiem z klasycznych trzech funkcji banków centralnych nie wynikała dla nich ani jedna, ani druga z tych funkcji. Generalnie nigdy dotychczas nie zajmowały się one stymulowaniem płynności sektora bankowego i gwarantowaniem stabilności finansowej w gospodarce, nawet w dobie Wielkiego Kryzysu XX wieku.

Banki centralne z definicji, poza funkcją banku banków i banku państwa, powinny być wyłącznie kredytodawcami ostatniej instancji (*lender of the last resort*), a nie standardowymi gwarantami utrzymania działalności operacyjnej dla banków komercyjnych. Z kolei zastosowane przez banki centralne programy interwencyjne, skonstruowane początkowo na klasycznych instrumentach polityki pieniężnej, okazały się nieskutecznym orężem na kryzys finansowy, w obliczu niesprawności kanału stopy procentowej, zmuszając instytucje monetarne do zastosowania innego kształtu polityki i inaczej wykorzystanych instrumentów, tzw. *quantitative easing*, na niespotykaną dotąd skalę<sup>5</sup>.

Powyższe narzędzia nie były nowymi instrumentami polityki pieniężnej. Były to jej klasyczne narzędzia, stosowane w sposób odmienny niż tradycyjnie (niestandardowo). Odmienność ich stosowania polegała na uelastycznieniu ich działania, wydłużeniu terminów ich wykorzystania, złagodzeniu wymagań ich udostępniania, zacieśnieniu współpracy pomiędzy podmiotami, zawieraniu nowych transakcji czy poszerzeniu gamy papierów wartościowych jako zabezpieczeń itp.

Istota ich działania sprowadzała się do następujących efektów. Zakupy przez banki centralne długoterminowych papierów rządowych od banków w konsekwencji powodowały wzrost popytu inwestycyjnego i globalnego. Z kolei zakupy prywatnych papierów wartościowych przez banki centralne wpływały na stabilizowanie sytuacji na rynkach tych papierów i poziom marż. Innym działaniem było ułatwienie dostępu bankom do pieniądza banku centralnego.

Jak wynika z wyżej zarysowanego oddziaływania przedstawione w sposób syntetyczny instrumenty *quantitative easing* stwarzają relatywnie duże możliwości stymulowania zarówno sektora pieniężnego, jak i realnego. Wynika to przede wszystkim z potencjalnych szans uzupełniania płynności instytucji kredytowych, realizowanych przez bank centralny, dzięki zasilaniu banków i innych podmiotów dodatkową podażą pieniądza<sup>6</sup>, wynikającą z:

---

<sup>5</sup> W. Przybylska-Kapuścińska, *Instrumenty banku centralnego w ograniczaniu ryzyka w dobie kryzysu finansowego*, [w:] B. Filipiak, M. Dylewski (red.), *Ryzyko w finansach i bankowości*, Difin, Warszawa 2010, s. 56.

<sup>6</sup> Ibidem.

- wykupu od banków papierów rządowych;
- rozszerzenia listy papierów wartościowych, przyjmowanych jako zabezpieczenie transakcji z bankiem centralnym;
- wydłużenia terminów dokonywania transakcji;
- dostarczania płynności walutowej;
- skupu papierów komercyjnych.

Oprócz wyżej wymienionych niestandardowych form uzupełniania krótkoterminowej płynności banki centralne podejmowały także dodatkowe przedsięwzięcia, wywołujące efekty synergiczne działania instrumentów niestandardowych. Realizowały je poprzez poprawę jakości polityki informacyjnej, wyjaśniającej potrzebę stosowania *quantitative easing* oraz nasilanie wywierania nieformalnych nacisków na banki (*moral suasion*), w celu wywoływania pożądanых przez banki centralne zachowań uczestników rynku<sup>7</sup>.

Wspomniane działania niestandardowe polityki pieniężnej w różnym tempie i w różny sposób, w zależności od konkretnej sytuacji kryzysowej danego kraju i stopnia nierównowagi finansowej, wywołanej kryzysem, umożliwiły poprawę warunków gospodarowania i normalizację stabilności w latach 2009–2010 (choć nie stało się tak we wszystkich krajach z racji dodatkowych strukturalnych problemów z równowagą w zakresie finansów publicznych).

## **NOWE CELE POLITYKI PIENIĘŻNEJ BANKÓW CENTRALNYCH**

Działania interwencyjne podjęte w czasie kryzysu zapoczątkowały też dość szeroką dyskusję, poświęconą problematyce zadań stojących przed polityką pieniężną i rozszerzeniu dotychczasowych, tradycyjnych jej działań. Kryzys unaoczniał konieczność aktywnego włączenia się banków centralnych w odpowiedzialne kształtowanie sieci bezpieczeństwa finansowego, a w związku z tym pojawienie się na trwałe nowego, dodatkowego zadania i nowej misji makroekonomicznej zapewnienia stabilności finansowej całej gospodarce.

Organy nadzoru finansowego bądź bankowego (w zależności od przyjętego modelu nadzoru), nie zdołały przewidzieć, a następnie zapobiec kryzysowi, najpierw finansowemu, który później przerodził się w kryzys ogólnogospodarczy, połączony ze spadkiem wartości wskaźników makroekonomicznych. Z kolei instytucje europejskie i organy strefy euro nie

---

<sup>7</sup> W. Przybylska-Kapuścińska, M. Szyszko, *Strategia wyjścia z niestandardowych działań banków centralnych*, [w:] A. Gospodarowicz (red.), *Finanse – nowe wyzwania teorii i praktyki. Bankowość*, Wydawnictwo UE Wrocław, Wrocław 2011.

uchroniły swoich członków podjętymi działaniami i inicjatywami przed kryzysem zadłużeniowym.

Stabilność cenowa okazała się niewystarczająca dla zapewnienia stabilności finansowej. Okazało się więc, że nawet elastyczna strategia bezpośredniego celu inflacyjnego w polityce pieniężnej nie może stanowić wystarczającej i skutecznej formuły bezpieczeństwa, gwarantującej uzyskanie stabilności finansowej. Powstało zatem pytanie, w jaki sposób radzić sobie z powyższymi problemami i nowymi wyzwaniami? Jakich w związku tym instrumentów używać, bez uszczerbku dla inflacji i sfery realnej, skoro polityka stóp procentowych i ich kanał transmisji do tego celu się nie nadaje? Powyższe wątpliwości stały się udziałem bankierów centralnych, przedstawicieli życia gospodarczego, jak i praktyków.

Ich efektem stała się tocząca się już od dwóch lat debata na temat nowych celów polityki pieniężnej. Znalazła ona potwierdzenie w nowym toku myślenia bankierów centralnych i stwierdzeń czołowych ekonomistów. Uznali oni celowość i konieczność uwzględniania w działaniach władz monetarnych nie tylko samej stabilności cenowej i niskiej inflacji, ale także stabilności finansowej<sup>8</sup> i uzupełnienia o nią zadań władzy monetarnej. Bank centralny w tych dyskusjach postrzegany był jako instytucja mogąca wspierać stabilność finansową, ponieważ jest do tego celu najbardziej predestynowany i najlepiej umiejscowiony w strukturze instytucjonalnej, jak i w sieci bezpieczeństwa.

Aktualny kryzys zadłużeniowy w krajach Europy Zachodniej uświadomił teoretykom, politykom gospodarczym, środowisku akademickiemu, że istniejące reguły gry okazały się niewystarczające dla zagwarantowania stabilności finansowej, która jak dotąd oparta była na mikroostrożnościowych zasadach postępowania. Jeśli chodzi o politykę pieniężną jej działania ograniczone były tylko do przeciwdziałania przejawom moralnego hazardu. Niezbędne zatem stało się rozszerzenie działań monetarnych na szerszy zakres, wychodzący poza mikroostrożność. W obliczu trwającego kryzysu konieczne stało się przygotowanie systemu na prawdopodobne wystąpienie zdarzenia o silnym oddziaływaniu. Jednocześnie niezbędne jest przejście do polityki makroostrożnościowej. W jej przypadku, z racji przesłanek związanych z kryzysem, niezbędne jest zdefiniowanie polityki makroostrożnościowej zarówno w wąskim, jak i szerokim znaczeniu. W tym ostatnim jest ona rozumiana jako polityka neutralizująca odchylenia PKB od potencjalnej ścieżki wzrostu.

W związku z tym należałoby się przyjrzeć, jak dotąd była, a jak powinna być ukształtowana, funkcja reakcji banku centralnego (schemat 1).

---

<sup>8</sup> A. Wojtyła, *Wyzwania dla banków centralnych*, „Rzeczpospolita”, 14.10.2010.

Schemat 1. Funkcje reakcji banku centralnego



Źródło: M. Belka, *Macroprudential safety net*, prezentacja na X Kongres IADI, 19–20 X 2011, Warsaw.

W kontekście nowej funkcji reakcji rodzi się automatycznie pytanie, czy aktualne narzędzia polityki pieniężnej są skuteczne w swoim działaniu. Rozważając ten problem należy wziąć pod uwagę następujące elementy:

- rosnącą rolę sektora finansowego (tzw. finansyzacja gospodarki narodowej);
- malejącą wrażliwość na politykę pieniężną w okresach przegrzania koniunktury;
- występowanie szczególnych sytuacji, jak np. istnienie mechanizmu ERM II.

Nowe wyzwania, jakie powstają w aktualnych warunkach dla polityki pieniężnej, wynikają między innymi z dynamicznego rozwoju międzynarodowego przepływu kapitału. Pojawia się w związku z tym pytanie, jak reagować na nagły wzrost cen instrumentów finansowych, które nie wywołują niestabilności rynku? Druga kwestia wiąże się z problemem, dlaczego podejście makroekonomiczne wymaga polityki makroostrożnościowej. To zagadnienie można wyjaśnić występowaniem trzech zjawisk:

- wrażliwością stabilności finansowej na ryzyko;
- zmniejszeniem zdolności wchłaniania ryzyka przez sektor finansowy;
- makroekonomicznymi skutkami podejmowania działań, ograniczających ekspozycję na ryzyko.

Konieczność spojrzenia makroostrożnościowego wynika z kilku przesłanek. Na rynku krajowym zagraniczne oszczędności służą finansowaniu wewnętrznych możliwości pożyczkowych. Niezbędne jest dokonanie zmian w nastawieniu gospodarstw domowych wobec usług finansowych. Gospodarstwa domowe w zakresie korzystania z usług finansowych powinny odejść

od skupiania się na depozytach, będących zabezpieczeniem ich płynności i skierować swoje zainteresowania na długoterminowe papiery wartościowe emitowane przez banki.

Funkcja stabilności finansowej banków centralnych prowadzi do polityki makroostrożnościowej. Dla banków centralnych ryzyko systemowe nie ogranicza się tylko do sektora finansowego, ale odnosi się do całej gospodarki. Dlatego też zmiana funkcji stabilizacyjnej banków centralnych na makroostrożność powinna ułatwiać polityce pieniężnej stabilizowanie całej gospodarki. Jednocześnie trzeba pamiętać, że tworzenie nowych narzędzi czy współpraca międzynarodowa nie są jedynymi sposobami zmian. Można zastosować takie samo podejście jak w polityce pieniężnej, ale wykorzystując inne narzędzia, takie jak np. ścisłą współpracę z instytucjami ustawodawczymi i nadzorczymi banków.

Schemat 2 pokazuje jak można uzyskać szersze spektrum oddziaływania dzięki prowadzeniu polityki makroostrożnościowej.

Schemat 2. Relacje polityki makroostrożnościowej



Źródło: M. Belka, op. cit.

Polityka makroostrożnościowa, podejmowana w drugiej odsłonie kryzysu finansowego i zadłużeniowego lat 2010–2011, jak wskazują pewne analogie, posiada dużo podobieństw do polityki pieniężnej realizowanej zaraz po drugiej wojnie światowej<sup>9</sup>. Brak było wystarczającej bazy informacji, teor-

<sup>9</sup> D. Aikman, A. Haldane, B. Nelson, *Curbing the Credit Cycle*, Bank of England 2010, s. 33.

ia była szczątkowa, a doświadczenia polityki pieniężnej niewielkie. Tak samo jest w tej chwili, jeśli chodzi o politykę makroostrożnościową. Bez wątpienia popełnionych zostanie wiele błędów. Ale wszystkie eksperymenty z innymi narzędziami polityki makroekonomicznej będą wspierać doświadczeniem praktyków. Natomiast błędem byłoby nie spróbować działać i poszukiwać nowych rozwiązań.

Wśród instrumentów makroostrożnościowych wymienia się między innymi następujące sposoby działania<sup>10</sup>:

- obserwacja wag ryzyka na rynku nieruchomości;
- LTV ratio – relacja zadłużenia do wartości – dla rynku nieruchomości;
- zawór bezpieczeństwa dla cykliczności kapitału.

Są one zgodne z proponowaną dyrektywą CRD IV. Oprócz nich wskazano także na inne instrumenty, takie jak:

- płynność;
- duże ekspozycje;
- przejrzystość w odniesieniu do ekspozycji;
- dynamiczna prowizyjność.

W świetle przedstawionych instrumentów makroostrożnościowych powstaje pytanie, czy regulacje powinny bardziej polegać na papierach rządowych? Wydaje się, że odpowiedź na to pytanie powinna być twierdząca, ze względu na: ich zerowe wazenie ryzykiem oraz możliwość osiągnięcia większej płynności dzięki nim. Papiery rządowe, posiadając zawsze płynność, umożliwiają zwiększenie wymagań wobec ryzyka, które może być wyższe od ryzyka kredytowego.

Generalnie należałoby wrócić do stałych sprawdzonych podstaw stabilnej ekonomii, wśród których można wymienić<sup>11</sup>:

- trwałość zasad funkcjonowania;
- zorientowanie na rynek unikając hazardu moralnego;
- nastawienie na analizę ekonomiczną, a nie uleganie naciskom polityki;
- efektywność działania opartą na przewidywalności i zaufaniu.

Jednocześnie W. Ervin wśród proponowanych rozwiązań polityki makroostrożnościowej proponuje wykorzystanie narzędzia w postaci gwarancji (*bail-in*) czyli „niezagrożonego” kapitału rządowego, dokapitalizowania „New-Co”, oddzielenia finansów i niezależności Skarbu Państwa (z punktu widzenia roli i skali). Wspomniana gwarancja stanowi najważniejsze narzędzie pol-

---

<sup>10</sup> P. Callesen, *Macroprudential policy and financial stability*, X Kongres IADI, 19 X 2011, Warsaw, Danmarks Nationalbank, s. 6.

<sup>11</sup> W. Ervin, *Economic Outlook, Financial Stability & Rules of the Road*, Credit Suisse, prezentacja na X Kongres IADI, 19 X 2011, Warsaw, s. 7–8.



ityki, które przyczynia się do redukcji ryzyka dla rządowych finansów, ułatwia dostęp do dużego kapitału, tworzy „nowy kapitał” pozwalając uniknąć „cyklu odlewarowania”. Pozwala jednocześnie na ograniczenie rozszerzania kryzysu chroniąc uczestników rynku, którzy dają sobie radę w tych trudnych warunkach i chroni najważniejsze funkcje wspierające gospodarkę.

## KSZTAŁTOWANIE SIĘ STÓP PROCENTOWYCH W BANKACH CENTRALNYCH

W okresie pierwszej odsłony kryzysu finansowego lat 2007–2008 władze monetarne stanęły przed koniecznością podjęcia skutecznych działań banków centralnych, uzdrawiających istniejącą sytuację, polegających na obniżeniu stóp procentowych. Wydawało się, że klasyczne postępowanie poprzez kanał stopy procentowej odniesie swój skutek, poprawi nastroje i ożywi warunki gospodarowania. Tymczasem okazało się, że wspomniane obniżki nie spowodowały płynności na rynku i trzeba było szukać innych instrumentów polityki pieniężnej, jak też oprzeć się na wiarygodności banków centralnych, które musiały odbudować wizerunek i zaufanie do instytucji kredytowych, a także odbudować ich płynność.

Dokonana w pierwszej fazie kryzysu obniżka stóp procentowych była i (jak to prześledzimy) nadal jest zbliżona w niektórych krajach do granicy pułapki deflacyjnej.

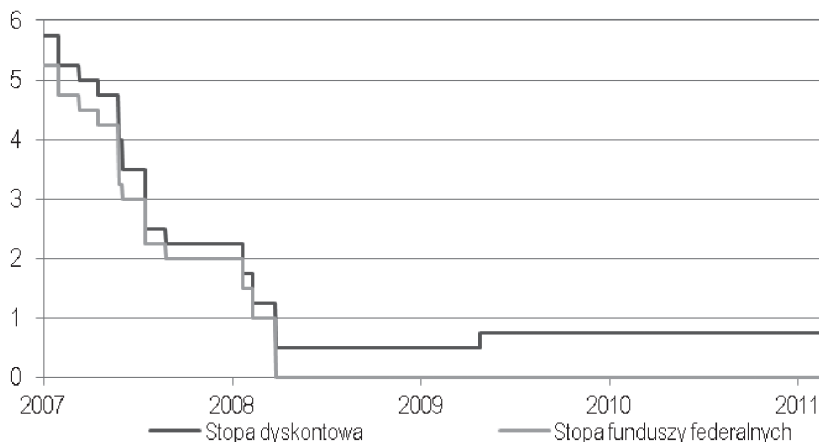
Zagadnienia wysokości stóp procentowych stały się ponownie aktualne w drugiej odsłonie kryzysu – tym razem zadłużeniowego w latach 2010–2011, kiedy wynikł problem posłużenia się nimi w sposób aktywny, ze względu na narastającą z różną siłą presją inflacyjną w 2011 roku.

U schyłku 2010 roku w wypowiedziach praktyków gospodarczych i środowisk ekonomistów pojawiło się stwierdzenie, że banki centralne mogą mieć problem z przeprowadzeniem podwyżek stóp procentowych ze względu na stopniowy wzrost tendencji inflacyjnych, gdyż może to uderzyć w realizację procesów inwestycyjnych, które po okresie kryzysu powinny się odradzać<sup>12</sup>. Wskazywano wówczas, że zachodzi potrzeba analizowania i obserwowania, jak również działania z pewnym wyprzedzeniem, porównując równocześnie poziom stóp procentowych ze wzrostem inflacji. Podkreślano także niekorzystny wpływ inflacji na dostęp do kredytów i źródeł finansowania inwestycji, również w odniesieniu do własnych środków, obciążonych podatkiem inflacyjnym.

<sup>12</sup> P. Ciżkowicz, A. Rzońca, *Wzrost inflacji zaszkodzi inwestycjom*, „Rzeczpospolita”, 15.10.2010.

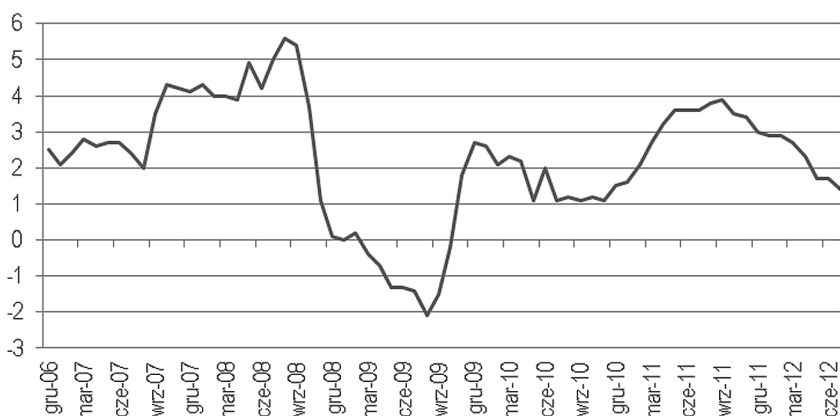
Relacja stóp procentowych oraz wskaźnika inflacji zostanie prześledzona na podstawie analizy sytuacji w wybranych krajach, takich jak Stany Zjednoczone, Szwecja, Wielka Brytania i strefa euro (EBC) oraz z Europy Środkowej – Polska i Czechy.

Na początku zbadany zostanie przypadek Stanów Zjednoczonych. Kształtowanie się stóp procentowych i wskaźnika inflacji zaprezentowano na wykresach 1 i 2.



Wykres 1. Stopy procentowe FED-u

Źródło: [www.federalreserve.gov](http://www.federalreserve.gov).



Wykres 2. Kształtowanie się inflacji w Stanach Zjednoczonych

Źródło: [www.federalreserve.gov](http://www.federalreserve.gov).

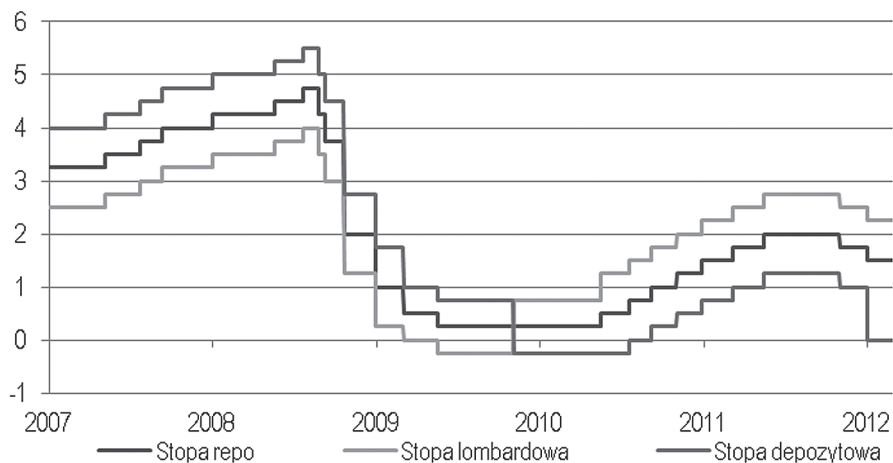
FED w początkach kryzysu finansowego od 17 sierpnia 2007 do 16 grudnia 2008 roku, a więc w najbardziej burzliwym czasie zawirowań na rynku obniżył stopy procentowe o 525 pkt. bazowych, licząc na uzyskanie rezultatu w postaci zahamowania zjawisk kryzysowych. Tymczasem, jak wiadomo, nie udało się pomimo najniższych stóp procentowych uratować gospodarki i zapobiec wielu bankructwom, tak gospodarstw domowych, jak i niektórych instytucji finansowych. Kryzys *subprime* powstał wskutek nieodpowiedzialnej polityki rządu amerykańskiego, zbyt luźnej uprzednio (w początkach XXI wieku) polityki pieniężnej FED, braku odpowiedzialności i dzięki hazardowi moralnemu instytucji finansowych w USA. W drugiej odsłonie kryzysu lat 2010–2011 doprowadziło to do osłabienia wzrostu gospodarczego i gwałtownej fali bezrobocia. Wyrazem społecznych reakcji na zjawiska kryzysowe było powstanie ruchu „oburzonych” na istniejący porządek rzeczy, który rozwinął się w ruch o charakterze globalnym.

Od 18 lutego 2010 roku stopy procentowe, choć w nieznacznym stopniu, wzrosły (o 25 pkt. bazowych), nadal pozostając na bardzo niskim poziomie 0,75 (0,0). W międzyczasie inflacja podlegała różnym zmianom. Rosła do 5,6% do lipca 2008 roku. Następnie stopniowo spadała do sierpnia 2009 roku. W okresie od marca do października 2009 niebezpiecznie przekroczyła granicę deflacji. W kolejnych miesiącach wzrastała do marca 2010 roku (do poziomu 2,3), by następnie utrzymywać się do listopada mniej więcej na poziomie 1,1%. Począwszy od grudnia 2010 roku zaczęła rosnąć, by ostatecznie osiągnąć poziom 3,8% w sierpniu 2011 roku. Dalej uległa obniżeniu do poziomu inflacji pełzającej (1,8%). Na podstawie wzajemnych relacji między stopami procentowymi a stopą inflacji nie można stwierdzić, by odegrały one istotną rolę w hamowaniu presji inflacyjnej.

W przypadku Szwecji można stwierdzić, że stopy procentowe banku centralnego charakteryzowały się korelacją ze zmianami wskaźnika inflacji. Wzrost inflacji powodował wzrost stóp procentowych do września 2008 roku, a następnie ich spadek – towarzyszący spadkowi inflacji. Utrzymywały się one na najniższym poziomie i wynosiły 0,25% w 2009 roku. Sukcesywny wzrost inflacji od 2010 roku spowodował wzrost stóp procentowych, ale nie osiągnęły one nigdy takiego poziomu, jak w 2007 roku. Ich wysokość wynosiła we wrześniu 2012 roku – 1,25%. Kształtowanie się obu wielkości ilustrują wykresy 3 i 4.

Dla Wielkiej Brytanii w najtrudniejszym okresie 2007–2009 stopa procentowa została obniżona o 475 pkt. bazowych. Wykazywała ona prawidłowy kierunek zmian stóp procentowych ze zmianami inflacji jedynie w początkach 2007 roku. Następnie mimo naprzemiennych wzrostowych i spadkowych tendencji cenowych w gospodarce brytyjskiej brak było kore-

lacji między nimi z wysokością stóp procentowych (wykres 5 i 6). Można stwierdzić, że kształtowanie stóp procentowych było raczej motywowane koniecznością wspomaganie wzrostu gospodarczego i przezwyciężania kryzysu aniżeli oddziaływanie na osłabienie inflacji.



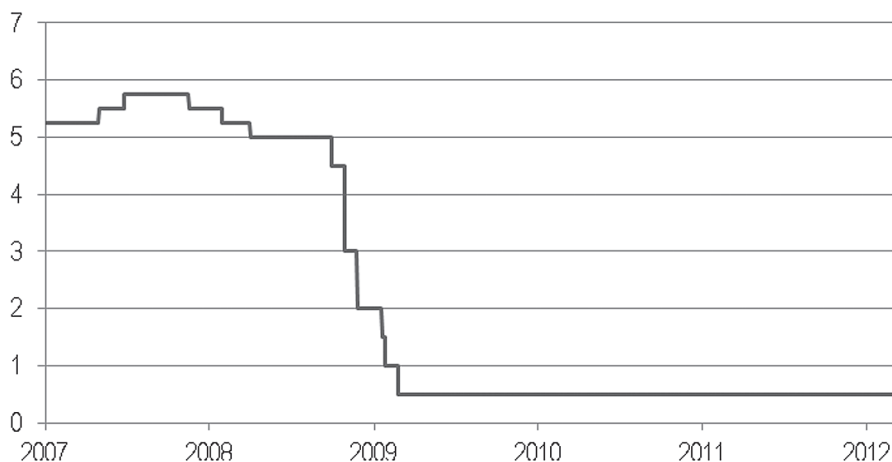
Wykres 3. Stopy procentowe Banku Centralnego Szwecji

Źródło: [www.riksbank.com](http://www.riksbank.com).

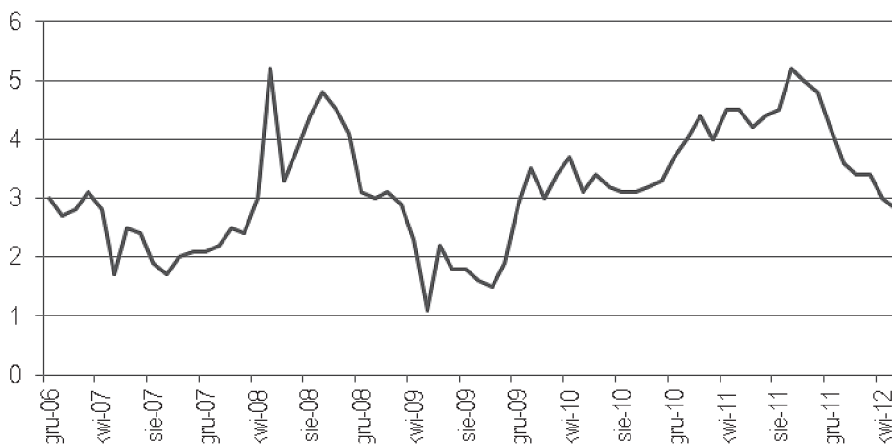


Wykres 4. Kształtowanie się inflacji w Szwecji

Źródło: [www.riksbank.com](http://www.riksbank.com).



Wykres 5. Kształtowanie się stopy bazowej w Wielkiej Brytanii

Źródło: [www.bankofengland.co.uk](http://www.bankofengland.co.uk).

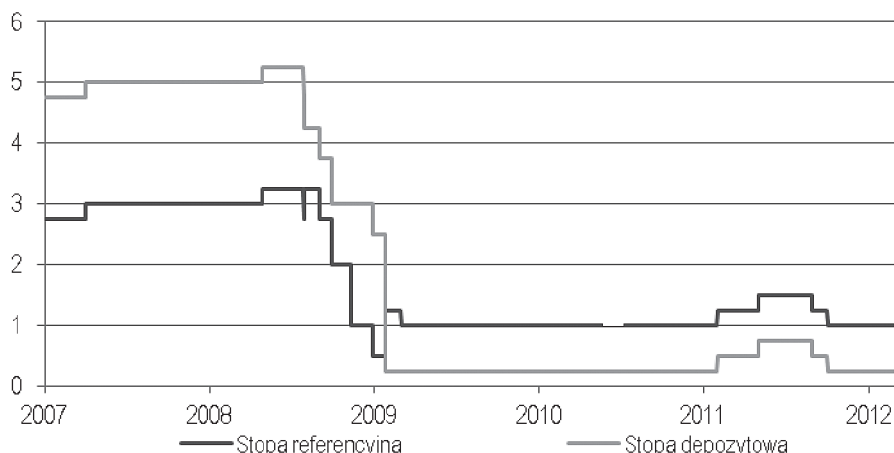
Wykres 6. Kształtowanie się inflacji w Wielkiej Brytanii

Źródło: [www.bankofengland.co.uk](http://www.bankofengland.co.uk).

Kolejne wykresy (7 i 8) ilustrują zmiany stóp procentowych i wskaźnika HICP w przypadku Europejskiego Banku Centralnego (EBC).

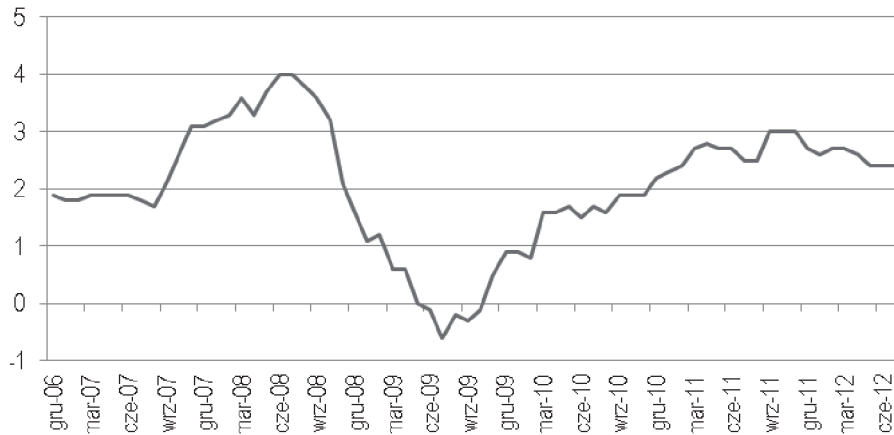
Wskaźnik HICP dla strefy euro charakteryzował się bardzo dużą zmiennością – wskazując naprzemiennie istotne wahania w okresie 2007–2012. Można wszakże wyodrębnić segmenty inflacji w granicach 3–4%, występujące

do września 2008 roku. Następny segment inflacji – 0–2% do maja 2010 roku. W kolejnych latach inflacja mieściła się w przedziale 2–3%.



Wykres 7. Stopy procentowe Europejskiego Banku Centralnego

Źródło: [www.ecb.int](http://www.ecb.int).



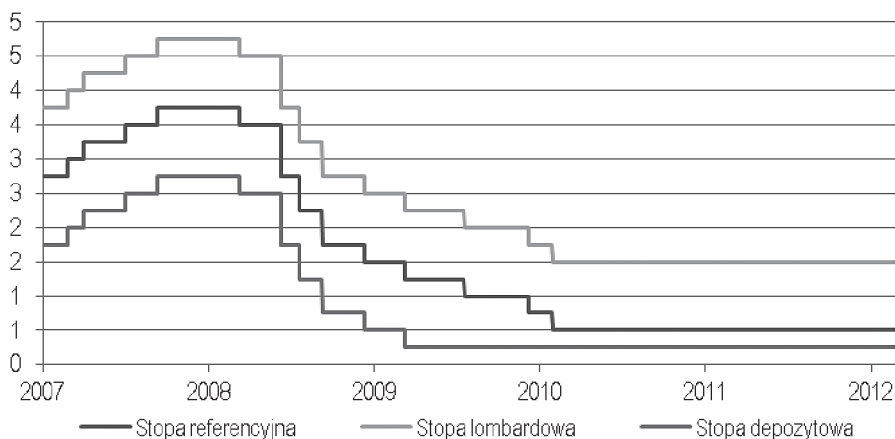
Wykres 8. Kształtowanie się inflacji w strefie euro

Źródło: [www.ecb.int](http://www.ecb.int).

Jeśli natomiast chodzi o stopy procentowe w EBC, to wzrastały one od marca 2007 do lipca 2008 roku. Następnie gwałtownie spadły z poziomu 3,25% do 0,5% w marcu 2009 roku. Od kwietnia 2009 roku przez rok utrzymywały się na poziomie 1%. Presja inflacyjna ostatnich letnich i jesien-

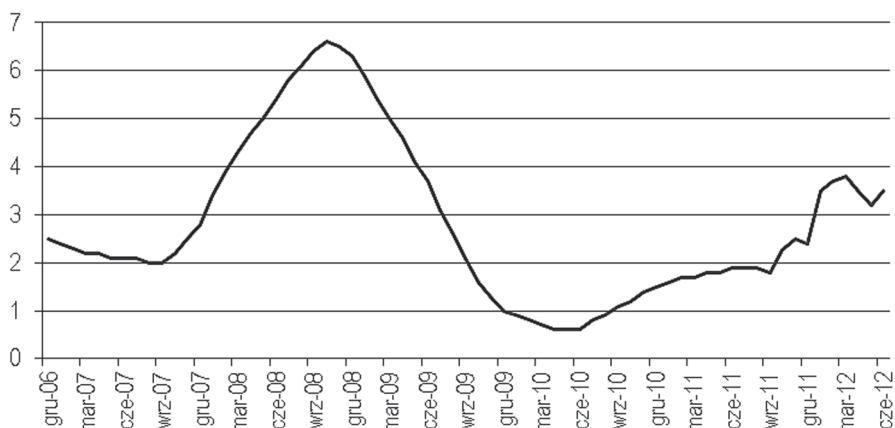
nych miesięcy 2011 roku spowodowała niewielki wzrost stóp procentowych o 50 pkt. bazowych, po czym stopy procentowe obniżono o 25 pkt. bazowych.

Jeśli chodzi o Czechy (wykresy 9 i 10) korelacja między wysokością stóp procentowych a poziomem wskaźnika CPI – określającego inflację – była zdecydowanie wyrazista w latach 2007–2008 (do listopada) przy rosnącej i wysokiej inflacji. Natomiast jej gwałtownemu spadkowi w 2009 roku i jej utrzymywaniu się w granicach 0,6–1,8% towarzyszyły w latach 2010–2011 spadki stóp procentowych i utrzymywanie się na stabilnym niskim poziomie 0,75% od maja 2010 roku oraz dalszemu ich obniżeniu od 1 października 2012 roku.



Wykres 9. Kształtowanie się stóp procentowych Narodowego Banku Czech (NBC)

Źródło: [www.cnb.cz](http://www.cnb.cz).



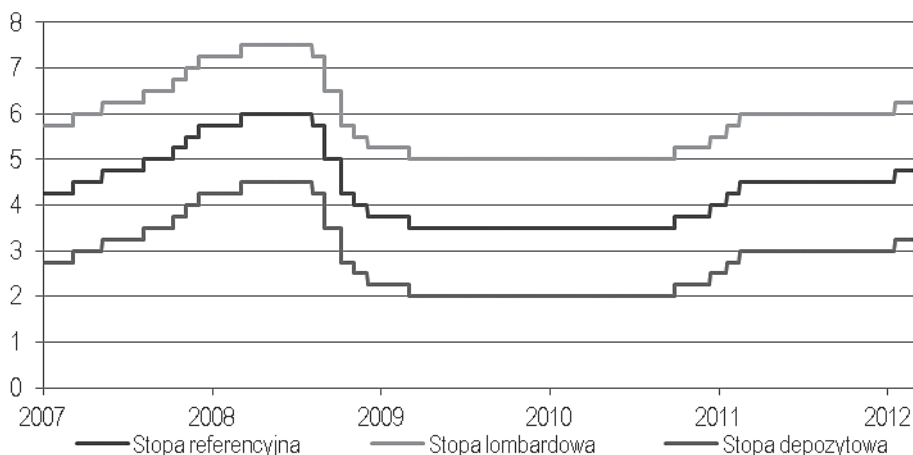
Wykres 10. Przebieg inflacji w Czechach

Źródło: [www.cnb.cz](http://www.cnb.cz).

W Polsce w okresie spowolnienia gospodarczego od lipca 2008 do stycznia 2011 roku stopy procentowe NBP uległy obniżeniu o 250 pkt. bazowych. Następnie przez rok utrzymywały się na niezmiennym poziomie. Sytuacja ta była w pełni skorelowana z wahaniami wskaźnika CPI w tym okresie w przedziale 2–4%, co nie wywołało decyzji Rady Polityki Pieniężnej korygujących stopy procentowe. Natomiast wzrost wskaźnika inflacji od marca 2011 do czerwca 2011 roku spowodował gwałtowną reakcję komitetu monetarnego NBP i szybki wzrost stóp procentowych o 125 pkt. bazowych<sup>13</sup>, co zdaniem rynków finansowych nie miało szczególnego uzasadnienia, poza jednorazowym wzrostem stawek VAT (o 1%) przy niekorzystnie kształtującej się od dłuższego czasu sytuacji finansów publicznych. Okazało się wszakże, że przewidywania rynków były słuszne, gdyż poziom inflacji wzrósł jedynie w maju 2011, by potem powrócić do swojego przeciętnego poziomu w granicach 4 proc.

W tej sytuacji należy ocenić decyzję RPP podnoszącą stopy procentowe w czerwcu 2011 roku jako nietrafną, tym bardziej, że już w czerwcu po unormowaniu się sytuacji w związku z wprowadzeniem wyższej stawki VAT – poziom inflacji się obniżył.

Kolejna podwyżka stóp procentowych miała miejsce rok później w maju 2012 roku o 25 pkt. bazowych spowodowana niewielkim wzrostem inflacji.



Wykres 11. Kształtowanie się stóp procentowych NBP

Źródło: [www.nbp.pl](http://www.nbp.pl).

<sup>13</sup> L. Podkaminer, *RPP – czy na pewno wie, co czyni?*, „Rzeczpospolita”, 27.05.2011.





Wykres 12. Przebieg inflacji w Polsce

Źródło: www.nbp.pl.

W przedstawionych dywagacjach podniesiono tylko niektóre kwestie, jakie ma do rozstrzygnięcia polityka pieniężna w warunkach kryzysu zadłużeniowego. Są to wszakże problemy bardzo istotne, ze względu na fakt, że gospodarki dotąd nie przeżywały na rynku tak silnych zawirowań i nie były przygotowane na problemy kryzysu zadłużeniowego, wynikającego w dużej mierze z niedostatku regulacji związanych z kontrolowaniem właściwych relacji między płynnością a rentownością sektora bankowego. Z drugiej strony zwrócenie uwagi na zagadnienia polityki makroostrożnościowej i jej wdrażania do praktyki gospodarczej świadczą o wzroście świadomości wśród polityków i praktyków gospodarczych.

## ZAKOŃCZENIE

Istniejący kryzys finansowy, zadłużeniowy i bankowy wymaga szerokiego kontekstu różnorodnych działań, tym bardziej że ma on charakter globalny. Jego przebieg udowodnił, że główny cel, jaki przyświecał dotąd bankom centralnym, w postaci stabilizowania poziomu cen, okazał się niewystarczający dla zagwarantowania stabilności systemu finansowego. Zachodzi zatem pilna potrzeba innego ukształtowania celów banków centralnych i większego wyeksponowania wśród zadań banków centralnych nastawienia na uwzględnienie również w polityce pieniężnej aspektu stabilności finansowej i aktywnego działania ze strony władzy monetarnej.

Ze względu na rozprzestrzenienie się kryzysu i efekty zarażania postrzegane w różnych gospodarkach nie jest możliwe ograniczenie do jednego banku reakcji ze strony polityki pieniężnej, lecz aktywna polityka antykryzysowa wielu banków centralnych.

Nieskuteczność polityki pieniężnej wykorzystującej działania za pośrednictwem stóp procentowych (bliskich zeru) wymusił konieczność zastosowania niestandardowych instrumentów polityki pieniężnej, by móc przywrócić równowagę i płynność systemu finansowego.

Wpływ globalizacji na upowszechnienie się kryzysu wymaga zmian w ukształtowaniu koncepcji nadzoru finansowego i jego instytucjonalizacji, gdzie ważną rolę w kontekście polityki makroostrożnościowej mają do spełnienia banki centralne.

## BIBLIOGRAFIA

- Aikman D., Haldane A., Nelson B., *Curbing the Credit Cycle*, Bank of England 2010.
- Belka M., *Macroprudential safety net*, prezentacja na X Kongres IADI, 19–20 X 2011, Warsaw.
- Callesen P., *Macroprudential policy and financial stability*, prezentacja na X Kongres IADI, 19–20 X 2011, Warsaw.
- Ciżkowicz P., Rzońca A., *Wzrost inflacji zaszkodzi inwestycjom*, „Rzeczpospolita”, 15.10.2010.
- Ervin W., *Economic Outlook, Financial Stability&Rules of the Road*, Credit Suisse, prezentacja na X Kongres IADI, 19–20 X 2011, Warsaw.
- Jurek M., Marszałek P., *Banki centralne krajów wysoko rozwiniętych podczas kryzysu finansowego*, [w:] P. Karpuś, J. Węclawski (red.), *Rynek finansowy w erze zawirowań*, Wydawnictwo Uniwersytetu Marii Curie-Skłodowskiej, Lublin 2009.
- Moessner R., Allen W., *Central bank co-operation and international liquidity in the financial crises of 2008–9*, „BIS Working Papers” 2010, no. 310, Monetary and Economic Department, May.
- Podkaminer L., *RPP – czy na pewno wie, co czyni?*, „Rzeczpospolita”, 27.05.2011.
- Przybylska-Kapuścińska W., *Instrumenty banku centralnego w ograniczaniu ryzyka w dobie kryzysu finansowego*, [w:] B. Filipiak, M. Dylewski (red.), *Ryzyko w finansach i bankowości*, Difin, Warszawa 2010.
- Przybylska-Kapuścińska W., Szyszko M., *Strategia wyjścia z niestandardowych działań banków centralnych*, [w:] A. Gospodarowicz (red.), *Finanse – nowe wyzwania teorii i praktyki. Bankowość*, Wydawnictwo UE we Wrocławiu, Wrocław 2011.
- Wojtyła A., *Wyzwania dla banków centralnych*, „Rzeczpospolita”, 14.10.2010.
- Żywiecka H., *Niekonwencjonalna polityka pieniężna Systemu Rezerwy Federalnej, Europejskiego Banku Centralnego oraz Banku Anglii na kryzys finansowy lat 2007–2009*, „Ruch Prawniczy Ekonomiczny i Socjologiczny” 2011, nr 2.

## **PROBLEMY POLITYKI PIENIĘŻNEJ BANKÓW CENTRALNYCH W OKRESIE KRYZYSU**

### STRESZCZENIE

W artykule podjęto tematykę aktualnych problemów stojących przed polityką pieniężną w warunkach kryzysu lat 2007–2012. Przedstawiono w syntetyczny sposób instrumenty niestandardowe i sposób ich działania dla zapewnienia płynności instytucji kredytowych. Podkreślono też konieczność uwzględnienia wśród celów polityki pieniężnej banku centralnego poza stabilnością cenową – również nowego celu – oddziaływania na realizację stabilności finansowej i zmianę kontekstu prowadzenia polityki pieniężnej na makroostrożnościową. Poza tym analizie poddano decyzje wybranych banków centralnych dotyczących polityki stóp procentowych w kontekście zmian inflacyjnych.

## **CHALLENGES OF MONETARY POLICY DURING CRISIS**

### SUMMARY

In this paper, the actual problems and doubts concerning the monetary policies in the conditions during the crisis 2007–2012 have been brought up. The unconventional instruments, as well as its way of activity in order to guarantee credit institutions' liquidity, were also presented. The necessity of taking financial stability into consideration alongside price stability was also emphasized. The topics related to decisions of policy of the interest rates have also been discussed.

