

WIESŁAWA PRZYBYLSKA-KAPUŚCIŃSKA

OPERACJE OTWARTEGO RYNKU W POLSCE W LATACH 1993-2002

W gospodarkach, w których rynek papierów wartościowych należy do rozbudowanych, polityka otwartego rynku uznawana jest za najskuteczniejszy instrument polityki pieniężnej, pozwalający na elastyczną i szybką reakcję władzy monetarnej. Najdłuższą tradycję w jej wykorzystaniu – od lat trzydziestych – posiadają Stany Zjednoczone. W Europie upowszechniała się ona stopniowo od gospodarki brytyjskiej przez Francję w latach siedemdziesiątych i Szwecję w latach osiemdziesiątych¹.

Na tzw. rynkach wschodzących, do których należy zaliczyć gospodarkę polską, operacje otwartego rynku mogły stać się faktem w momencie stosownego rozwoju rynku pieniężnego i rozszerzenia skali funkcjonowania papierów wartościowych – od weksli przez bony, obligacje czy certyfikaty oraz swapy walutowe.

I. ISTOTA I RODZAJE OPERACJI OTWARTEGO RYNKU

Operacje otwartego rynku będące podstawową formą interweniowania banku centralnego na rynku pieniężnym polegają na dokonywaniu przez bank centralny transakcji papierami wartościowymi z bankami komercyjnymi². Dzięki operacjom otwartego rynku bank centralny może dążyć do stabilizacji rynkowych stóp procentowych lub kształtowania podaży pieniądza na określonym poziomie. Równoczesna realizacja obu celów za pomocą operacji otwartego rynku nie jest możliwa ze względu na ich sprzeczność. Z uwagi na fakt, że środkiem płatniczym wykorzystywanym w rozrachunkach międzynarodowych są płynne rezerwy banków, operacje otwartego rynku bezpośrednio oddziałują na płynność systemu bankowego. Mogą one być także traktowane jako narzędzie informacji o kierunkach prowadzonej polityki przez bank centralny.

Bank centralny kupując papiery wartościowe od banków komercyjnych zwiększa ich środki na rachunkach bieżących powodując zwiększenie płynnych rezerw systemu bankowego. W przypadku, gdy bank centralny sprzedaje papiery wartościowe, następuje spadek rezerw banków komercyjnych

¹ A. Kaźmierczak, *Podstawy polityki pieniężnej*, PWN, Warszawa 1998, s. 102.

² *System finansowy w Polsce: lata dziewięćdziesiąte*, red. B. Pietrzak, Z. Polański, PWN, Warszawa 1997, s. 165.

i wskutek działania mnożnika – wielokrotnie większy spadek podaży pieniądza³.

Operacje otwartego rynku można definiować jako operacje banku centralnego na rynku pieniężnym, przede wszystkim na jego segmencie wtórnym, realizujące założone cele polityki pieniężnej⁴.

Bank centralny, ze względu na techniczno-prawne formy operacji otwartego rynku, ma do dyspozycji pięć instrumentów⁵:

- operacje bezwarunkowe,
- emisja dłużnych papierów wartościowych banku centralnego,
- operacje warunkowe,
- swapy walutowe,
- depozyty w banku centralnym.

Operacje bezwarunkowe mają charakter tradycyjny i są najprostszą formą operacji otwartego rynku. Przeprowadzane są, gdy celem banku centralnego jest trwalsza zmiana poziomu płynnych rezerw bankowych. Ze względu na dłuższy czas oddziaływania w porównaniu z operacjami warunkowymi, mają one charakter dynamiczny. Bank centralny jednorazowo kupuje lub sprzedaje skarbowe papiery wartościowe; nie ma tu łańcucha powiązań transakcji zawartych obecnie z przeszłością. W normalnych warunkach operacje bezwarunkowe dokonywane są stosunkowo rzadko, z reguły służąc tylko jako instrumenty sygnalizowania rynkowi kierunku zmian polityki pieniężnej banku centralnego⁶.

Występują dwie podstawowe formy operacji bezwarunkowych:

- operacje bezwarunkowego zakupu – *outright purchase*,
- operacje bezwarunkowej sprzedaży – *outright sale*.

Operacje bezwarunkowego zakupu polegają na tym, że bank centralny kupuje od banków komercyjnych papiery wartościowe – zazwyczaj bony lub obligacje skarbowe. Kupując papiery skarbowe od banków, bank centralny wpływa zarówno na zwiększenie podaży płynnych rezerw w systemie bankowym, jak i na wysokość stopy procentowej, ponieważ wpływa na stopę oprocentowania transakcji mających takie same terminy zapadalności, jak kupowane przez bank centralny papiery wartościowe⁷.

Operacje bezwarunkowej sprzedaży polegają na tym, że bank centralny sprzedaje bankom komercyjnym papiery wartościowe. Sprzedając bankom papiery skarbowe, bank centralny wpływa zarówno na zmniejszenie podaży płynnych rezerw systemu bankowego, jak również na wysokość oprocentowania transakcji mających takie same terminy zapadalności, jak sprzedawane przez bank centralny papiery wartościowe⁸.

Formą dokonywania przez bank centralny operacji bezwarunkowych jest też emisja bonów pieniężnych, czyli krótkoterminowych dłużnych papie-

³ A. Kaźmierczak, *Pieniądz i bank w kapitalizmie*, PWN, Warszawa 1997, s. 137-138.

⁴ J. Osiński, *Operacje otwartego rynku Narodowego Banku Polskiego*, „Bank i Kredyt” 1995, nr 6, s. 37.

⁵ 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. 7-8; R. Wierzbna, *Europejski Bank Centralny*, Twigger, Warszawa 2003, s. 87-88.

⁶ A. Sławiński, J. Osiński, *Operacje otwartego rynku banku centralnego*, FEBB, Warszawa 1995, s. 36.

⁷ I. D. Czechowska, *Bank centralny na rynku pieniężnym*, Absolwent, Łódź 1998, s. 40.

⁸ *System finansowy...*, op. cit., s. 168.

rów wartościowych emitowanych przez bank centralny. Sprzedając bony pieniężne bankom komercyjnym, bank centralny zmniejsza płynność systemu bankowego, podobnie jak to się dzieje w przypadku, gdy sprzedaje bankom papiery skarbowe. Emisja bonów pieniężnych wpływa też na wysokość stóp procentowych. Stopy dochodowości, jakie oferuje bank centralny sprzedając emitowane przez siebie bony pieniężne po określonej cenie, wpływają na oprocentowanie pozostałych papierów wartościowych⁹.

Operacje warunkowe mają charakter defensywny, stabilizują rynek pieniężny, chroniąc go przed dużymi zmianami stóp procentowych i rezerw bankowych. Zakres ich oddziaływania jest krótkotrwały – bank centralny kupuje lub sprzedaje papiery wartościowe z terminem od 1 do 14 dni dla warunkowej odwrotnej transakcji. Mogą występować w formie operacji zakupu lub w formie operacji sprzedaży.

Operacje warunkowego zakupu (*repurchase agreement* – REPO) są operacjami zwrotnego zakupu papierów wartościowych, najczęściej bonów skarbowych. Polegają one na tym, że bank centralny kupuje od banków komercyjnych bony skarbowe, a następnie odprzedaje je bankom z powrotem w terminie uzgodnionym w umowie i po określonej cenie¹⁰. Operacje te są odpowiednikiem krótkoterminowych kredytów udzielnych przez bank centralny bankom komercyjnym pod zastaw papierów wartościowych. Udzielając takich kredytów bank centralny zwiększa okresowo płynność systemu bankowego.

Wielkość kredytów, które bank centralny udziela bankom komercyjnym w wyniku przeprowadzania operacji warunkowego zakupu, równa jest wartości kupionych od banków papierów wartościowych. Banki zwracają pożyczone środki w momencie, gdy odkupują od banku centralnego sprzedane mu wcześniej papiery wartościowe. Oprocentowanie kredytów udzielonych przez bank centralny w wyniku przeprowadzenia operacji REPO stanowi różnicę między cenami zakupu i późniejszego odprzedania papierów stanowiących przedmiot transakcji. Poprawa płynności systemu bankowego odpowiada okresowi, w jakim przeprowadzane są operacje REPO.

Operacje warunkowej sprzedaży (*reverse repurchase agreement* – *Reverse REPO*) są operacjami zwrotnej sprzedaży bonów skarbowych. Polegają one na tym, że bank centralny sprzedaje bankom komercyjnym papiery wartościowe, a następnie odkupuje je od banków komercyjnych w uzgodnionym w umowie terminie po określonej cenie. Operacje *Reverse REPO* są w istocie krótkoterminowymi kredytami, które bank centralny zaciąga w bankach komercyjnych pod zastaw papierów wartościowych. Operacje te można traktować także jako odpowiednik oprocentowanych lokat krótkoterminowych przyjmowanych przez bank centralny pod zastaw papierów wartościowych. Poprzez operacje *Reverse REPO* bank centralny może zmniejszać pojawiający się okresowo nadmiar płynności w systemie bankowym.

Operacje REPO i *Reverse REPO* są instrumentem wykorzystywanym do doraźnego regulowania płynności systemu bankowego. Ich okres zapadalno-

⁹ Ibidem, s. 169.

¹⁰ A. Sławiński, *Międzybankowy rynek pieniężny*, „Bank i Kredyt” 1994, nr 7, s. 8.

ści z reguły nie przekracza 14 dni. Operacje warunkowe służą nie tyle realizacji długofalowej polityki wzrostu podaży pieniądza, ile bieżącemu kompensowaniu niekorzystnych tendencji na rynku monetarnym i w zakresie podaży pieniądza banku centralnego.

Swapy walutowe polegają na sprzedaży lub zakupie dewiz z równoczesnym zobowiązaniem do odprzedaży bądź odkupu waluty po ustalonym kursie i w określonym terminie. Są one odpowiednikiem transakcji warunkowych, w których przedmiotem jest waluta obca.

Depozyty w banku centralnym mają na celu zmniejszenie płynności rynku pieniężnego, a więc pełnią rolę absorbującą płynność. Depozyty są także przyjmowane na określony termin i po wyznaczonej cenie.

W przypadku operacji otwartego rynku inicjatywa przeprowadzania transakcji wychodzi od banku centralnego, który jest stroną aktywną. Decyzję o interwencji na rynku pieniężnym podejmuje on na podstawie oceny sytuacji gospodarczej, kształtując podaż pieniądza poprzez zmiany wielkości kupna i sprzedaży papierów wartościowych po odpowiedniej cenie¹¹.

Operacje otwartego rynku cechuje duża elastyczność, co powoduje możliwość płynnego oddziaływania na gospodarkę. Bank centralny ma możliwość szybkiego reagowania i neutralizowania czynników negatywnie działających na podaż pieniądza i wysokość stopy procentowej.

Operacje otwartego rynku są instrumentem dwukierunkowym; można przeprowadzić z ich udziałem transakcje zakupu bądź sprzedaży papierów wartościowych, czym różnią się od redyskonta, będącego operacją jednokierunkową. Są to transakcje przeprowadzane w ramach przetargu, więc dostęp do kredytów banku centralnego jest realizowany na zasadach konkurencyjnych.

Transakcje otwartego rynku są instrumentem kosztownym, ponieważ opierają się na zasadach rynkowych. Z ich wykorzystaniem wiążą się wyższe koszty niż w przypadku stosowania instrumentów nakazowych (np. rezerw obowiązkowych). Zwłaszcza operacje warunkowej sprzedaży papierów wartościowych pociągają za sobą wysokie koszty, będąc jedynie doraźnymi, krótkookresowymi narzędziami polityki pieniężnej. Zgoda banku centralnego na wysokie oprocentowanie tych operacji wynika z wykorzystania ich dla ustabilizowania rynkowych stóp procentowych. Do kosztownych operacji należą także emisje bonów pieniężnych. Koszty te mogłyby ulec obniżeniu w przypadku „odciążenia” NBP absorpcją nadpłynności i skierowania popytu wolnych rezerw banków ku bonom komercyjnymi obligacjom przedsiębiorstw.

Operacje otwartego rynku wymagają precyzyjnego prognozowania zmian sytuacji na międzybankowym rynku pieniężnym. Błędna decyzja dotycząca operacji może doprowadzić do pogłębienia się nierównowagi rynkowej.

¹¹ I. D. Czechowska, op. cit., s. 63.

II. CELE PRZEPROWADZANIA OPERACJI OTWARTEGO RYNKU

Za pomocą operacji otwartego rynku można realizować cele monetarne i systemowe¹². W pierwszej grupie celów operacje otwartego rynku, jako instrument oddziaływania banku centralnego, mogą być wykorzystywane do:

- kształtowania poziomu płynności banków komercyjnych,
- pośredniego lub bezpośredniego wpływania na poziom rynkowych stóp procentowych.

W ramach celów systemowych przy pomocy operacji otwartego rynku można:

- łagodzić wahania stóp procentowych (dzięki czemu rośnie efektywność funkcjonowania rynku pieniężnego),
- rozwijać wtórny rynek skarbowych papierów wartościowych dzięki zapewnieniu im płynności,
- informować rynek o pożądanym przez bank centralny kierunku zmian (efekt demonstracyjny).

W rozwiniętej gospodarce rynkowej operacje otwartego rynku są kluczowym instrumentem polityki monetarnej banku centralnego. Dlatego też celowość ich stosowania można także rozpatrywać w szerokim kontekście celów polityki pieniężnej wyznaczanych przez bank centralny.

Bezpośrednim efektem operacji otwartego rynku, szczególnie na rozwiniętych rynkach finansowych, są zmiany oczekiwań wynikające z przewidywania przyszłych efektów gospodarczych, będących następstwem oddziaływania operacji na takie zmienne ekonomiczne, jak inflacja lub stopa procentowa. Wśród ekonomistów nie ma generalnej zgody, w jaki sposób operacje otwartego rynku mogą wpłynąć na oczekiwania. Zwiększenie zakupów papierów wartościowych przez bank centralny może być interpretowane jako polityka ekspansywna powodująca obniżenie stóp procentowych, zwiększoną produkcję, inwestycje oraz wzrost popytu konsumpcyjnego. Inną interpretacją może być twierdzenie, iż taka polityka banku centralnego może wywołać oczekiwania przyszłej inflacji¹³.

III. PRZESŁANKI ROZWOJU I GENEZA OPERACJI OTWARTEGO RYNKU W POLSCE

Początki operacji otwartego rynku w Polsce związane są z realizacją zapoczątkowanego w styczniu 1990 r. nowego programu naprawy polskiej gospodarki – tzw. Planu Balcerowicza. Z uwagi na negatywne konsekwencje odziedziczone po systemie gospodarki centralnie sterowanej – w postaci hiperinflacji, głębokiej nierównowagi rynkowej oraz przestarzałej struktury gospodarki czy problemów własnościowych – polityka pieniężna została „wyostrzona” przede wszystkim na:

- ograniczanie inflacji,
- przywrócenie ogólnej równowagi na rynku pieniężnym,
- wprowadzenie wewnętrznej wymiennalności złotego.

¹² J. Osinski, op. cit., s. 37.

¹³ R. Le Roy Miller, R. W. Pulsinelli, *Modern Money and Banking*, New York 1998, s. 319.

Równocześnie o możliwościach wykorzystania operacji otwartego rynku zdecydował stopniowy rozwój rynku pieniężnego, związany z reformą systemu bankowego w początkach lat dziewięćdziesiątych – wprowadzeniu nowego prawa bankowego, utworzeniu dwupoziomowej struktury bankowości oraz demonopolizacji własności w sektorze bankowym. Powyższe zmiany były niezbędne dla możliwości przejścia od administracyjnych do rynkowych metod realizacji polityki pieniężnej w Polsce.

Rynek pieniężny rozwijał się stopniowo. W lipcu 1990 r. NBP zapoczątkował sprzedaż i skup bonów pieniężnych NBP o terminach zapadalności od 28 do 182 dni. Dawało to możliwość ulokowania nadwyżek płynności w papierach wartościowych. Następnie w warunkach deficytu budżetowego pojawiły się bony skarbowe. W latach 1991-1992 system bankowy nie wykazywał nadwyżek płynności, gdyż banki lokowały je w kredytach (do wysokości pułapów kredytowych) oraz w finansowanie deficytu budżetowego¹⁴. W 1992 r. rynek lokat międzybankowych rozwinął się do tego stopnia, że mógł pełnić istotną rolę w zarządzaniu płynnością banków¹⁵.

W międzyczasie zapoczątkowano też prace nad zmianami i uelastycznieniem systemu rozliczeń międzybankowych, jak również poczyniono działania techniczne i regulacyjne dotyczące wdrożenia operacji otwartego rynku, które stały się nowoczesnym instrumentem regulowania podaży pieniądza¹⁶.

Ze względu na fakt, że źródłem nadpłynności w Polsce były wzrastające rezerwy walutowe, NBP wpływał na tę płynność również przez zmiany polityki walutowej oraz poprzez ograniczenia dotyczące skupu walut przez banki komercyjne. Wprowadzenie operacji REPO i *Reserve* REPO stało się możliwe dopiero w 1993 r., kiedy to w istotny sposób rozwinął się rynek lokat międzybankowych¹⁷.

IV. OPERACJE OTWARTEGO RYNKU W 1993 R.

Od 1993 r. operacje otwartego rynku stały się ważnym narzędziem oddziaływania banku centralnego na bieżącą płynność banków, a równocześnie na zdolność systemu bankowego do kreacji pieniądza. Główną przyczyną istniejącej nadpłynności na rynku międzybankowym było posiadanie przez banki portfela złych długów. W rezultacie istniejącej sytuacji nie chciały one lokować swoich środków w kredytach dla przedsiębiorstw, traktując tę działalność jako potencjalne zwiększanie kredytów wysokiego ryzyka¹⁸. Znaczną część wolnych środków banki starały się lokować w bezpiecznych papierach skarbowych, ich podaż nie była jednak wystarczająca dla wchłonięcia nadwyżki płynności¹⁹. Stało się to bardzo wyraźne, gdy w warunkach poprawy budżetu w styczniu i lutym Ministerstwo Finansów

¹⁴ P. Szpunar, *Polityka pieniężna. Cele i skuteczność*, PWE, Warszawa 2000, s. 226.

¹⁵ A. Sławiński, J. Osiński, op. cit., s. 108-109.

¹⁶ A. Sławiński, J. Osiński, *National Bank of Poland and open market operations*, NBP, Warszawa, s. 5-9.

¹⁷ *System finansowy...*, op. cit., s. 169.

¹⁸ M. Musielak, *Operacje otwartego rynku w Polsce w latach 1993-1998*, w: *Rynek pieniężny i kapitałowy. Debiuty ekonomiczne*, pod red. Wiesławy Przybylskiej-Kapuścińskiej, AE, Poznań 2000, s. 36-37.

¹⁹ A. Sławiński, J. Osiński, op. cit., s. 109-110.

sprzedało mniej bonów skarbowych, ale po wyższych cenach, co zmusiło banki do lokowania nadwyżek wolnych środków na rynku międzybankowym. Konsekwencją wzrostu podaży pieniądza był spadek stóp procentowych na rynku pieniężnym²⁰.

W wyniku wspomnianej sytuacji rynek pierwotny bonów skarbowych w 1993 r. charakteryzował się znacznym wzrostem obrotów. Wartość nominalna bonów zaoferowanych do sprzedaży przez Ministerstwo Finansów, na 52 przetargach zorganizowanych przez NBP, wynosiła 368,7 bln zł, a więc prawie dwukrotnie przewyższyła sprzedaż z roku poprzedniego (195,9 bln zł). Globalny popyt na te instrumenty wzrósł o około 37% w stosunku do 1992 r. Również wartość transakcji zrealizowanych w 1993 r. przewyższała jej wielkość z roku poprzedniego o 39, 7%²¹.

Banki komercyjne nadal chętnie lokowały swoje nadwyżki finansowe w te instrumenty, o czym świadczy ich wysoki, ponad dziewięćdziesięcioprocentowy udział w transakcjach z NBP. Udział ten jednak obniżył się w stosunku do roku poprzedniego o około 3%, co było w pewnym stopniu związane ze spadkiem dochodowości bonów skarbowych o około 22% w stosunku do 1992 r.

Tabela 1

Średnia wazona dochodowość bonów skarbowych w 1993 r.

Bony skarbowe	Kwartaly 1993 r.				Rok
	I	II	III	IV	
	zysk w %				
8-tygodniowe	31,88	30,75	31,68	31,11	31,45
13-tygodniowe	33,78	32,28	33,29	31,38	32,75
26-tygodniowe	34,01	33,50	34,65	34,83	34,16
39-tygodniowe	–	36,19	36,51	36,65	36,49
52-tygodniowe	39,43	37,91	38,15	38,24	38,37
Ogółem	34,05	33,35	34,49	36,98	34,74

Źródło: Sprawozdanie z działalności Narodowego banku Polskiego w 1993 roku, NBP, Warszawa 1994, s. 34.

W porównaniu do 1992 r. nastąpiły istotne zmiany w strukturze nabywanych bonów w kierunku instrumentów o dłuższych terminach wykupu (zwłaszcza bonów 52-tygodniowych), co wiązało się niewątpliwie z ich wyższą dochodowością.

Wielkość popytu banków na bony skarbowe sprzedawane przez NBP w operacjach *Reverse REPO* zwiększyła ponad dwunastokrotnie od czerwca 1993 r., osiągając w grudniu wartość 26.277,2 mld zł. Systematyczny wzrost salda operacji *Reverse REPO* następował od kwietnia 1993 r., przy czym również w tym miesiącu rozpoczął działanie nowy system rozliczeń międzybankowych (KIR). Przyczynił się on do znacznego skrócenia i ujednoczenia czasu rozliczeń, a w konsekwencji do zwiększenia atrakcyjności tej formy

²⁰ Raport o stanie pieniądza w latach 1990-1994, NBP, Warszawa 1995, s. 21-23.

²¹ Sprawozdanie z działalności Narodowego banku Polskiego w 1993 roku, NBP, Warszawa 1994, s. 35.

krótkookresowej lokaty pieniężnej. Jednak wartość papierów przeznaczanych do aukcyjnej sprzedaży przez bank centralny była zwykle większa od potrzeb lokacyjnych banków.

Rynek wtórny bonów skarbowych charakteryzował się w 1993 r. znacznym dynamizmem, co niewątpliwie przyczyniało się do wzrostu atrakcyjności inwestowania w te papiery wartościowe. Bony skarbowe stawały się nie tylko bezpiecznym, ale i coraz bardziej płynnym instrumentem rynku pieniężnego.

W 1993 r. operacje otwartego rynku stały się ważnym instrumentem oddziaływania NBP na bieżącą płynność sektora bankowego. Miały one charakter warunkowy i krótkookresowy. Polegały na kupnie (REPO) bądź sprzedaży (*Reverse* REPO) bonów skarbowych z portfela NBP na okresy od 2 do 14 dni.

Na początku 1993 r. NBP realizował głównie transakcje warunkowej sprzedaży bonów skarbowych (*Reverse* REPO). Było to konsekwencją pojawiającej się zawsze na początku roku zwiększonej płynności sektora bankowego, spowodowanej skokowym wzrostem wydatków budżetowych z końcem poprzedniego roku, co zasilalo rynek w dodatkowy pieniądz²².

Za wyjątkiem wspomnianych wcześniej dwóch miesięcy (stycznia i lutego) w pierwszej połowie 1993 r. przeważały operacje zasilające. Natomiast w drugim półroczu pojawiła się już wyraźna nadpłynność, która spowodowała zmianę rodzaju transakcji – na operacje absorbujące (*Reverse* REPO). Od sierpnia NBP przeprowadzał je prawie codziennie, natomiast sporadycznie dokonywane były także operacje REPO.

Od 25 października 1993 r. dopuszczono do realizacji jednodniowe operacje z datą waluty na dzień następny. W ten sposób bank centralny zyskiwał szansę oddziaływania na stopy procentowe *tom/next*, co przy ich względniej stabilności wpływało na wzrost efektywności operacji otwartego rynku²³.

Rosnący nadmiar płynności, który zmuszał do aktywnych działań absorbujących wynikał z kilku czynników:

- wprowadzenia przez NBP wymogu utrzymywania przez banki wyrównanych pozycji walutowych,
- uzewnętrznienia się kryzysu złych długów,
- wyraźnej i trwałej poprawy w bilansie płatniczym państwa w 1994 r.

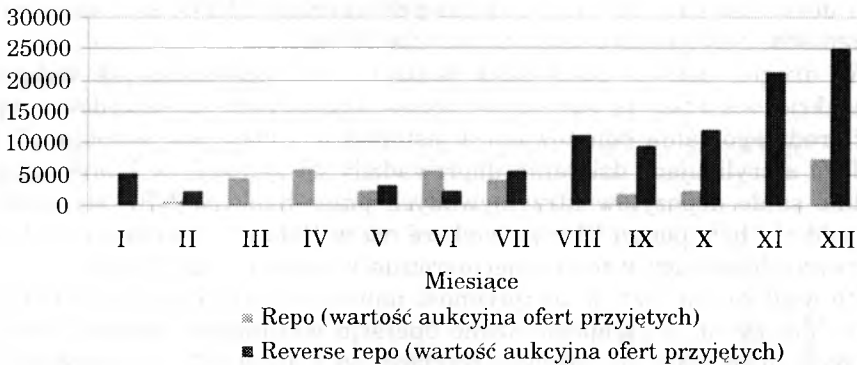
Pierwszy z czynników miał charakter przejściowy. Wymóg wyrównywania pozycji walutowych zmusił banki do odprzedawania bankowi centralnemu znacznych ilości walut obcych, co miało wpływ na gwałtowny wzrost ich płynnych rezerw. Dwie pozostałe przyczyny miały charakter długookresowy.

Średnie miesięczne saldo było ujemne (co oznaczało przewagę operacji *Reserve* REPO) i wyniosło 712,1 mld zł. Ogółem w 1993 r. NBP w ramach operacji otwartego rynku kupił bony skarbowe o łącznej wartości 31 280 mld zł (kredyt aukcyjny), a sprzedał bony o wartości 95 248 mld zł na 91 aukcjach (lokaty aukcyjne). Saldo operacji systematycznie rosło w kolejnych kwartałach roku²⁴.

²² A. Sławiński, J. Osiński, op. cit., s. 109.

²³ J. Stopyra, *Od 25 października inaczej*, „Bank i Kredyt” 1993, nr 11, s. 38.

²⁴ *Biuletyn informacyjny NBP*, NBP, Warszawa 1994, s. 30.

Wykres 1. Operacje otwartego rynku w Polsce w 1993 roku (w mln PLN)

Źródło: biuletyny informacyjne NBP.

Gwałtowny wzrost płynności w IV kwartale spowodował, że poddano aktualizacji przepisy dotyczące sprzedaży bonów pieniężnych NBP. Zgodnie z decyzją Prezesa, NBP mógł emitować bony o wartości nominalnej 100 mln zł, 1 mld zł i 10 mld zł z 28-, 91- i 182-dniowym terminem wykupu, które mogły być nabywane przez krajowe jednostki organizacyjne i krajowe osoby fizyczne w formie dokumentów na okaziciela²⁵.

V. SKAŁA OPERACJI OTWARTEGO RYNKU W 1994 R.

W 1994 r. narastająca płynność sektora bankowego wywierała presję na rynkowe stopy procentowe i mogła w konsekwencji zagrozić makroekonomicznej równowadze gospodarki.

Przyrost podaży pieniądza, generowany przez sektor bankowy w 1994 r., był wynikiem zmian dokonujących się głównie w zakresie następujących wielkości:

- przyrostu należności zagranicznych netto,
- przyrostu zadłużenia sektora budżetowego, będącego efektem finansowania przez banki deficytu określonego w ustawie budżetowej,
- przyrostu wartości kredytów dla podmiotów gospodarczych i ludności.

Podstawowym problemem polityki pieniężnej w 1994 r. była konieczność neutralizowania następstw szybko powiększających się rezerw walutowych.

Jak już wskazano w uwagach poświęconych problemom nadpłynności w 1993 r., dodatkowym, strukturalnym czynnikiem, powodującym jej dalszy wzrost stała się wyraźna i trwała poprawa bilansu płatniczego. Spowodowało to skup dewiz od banków i przyczyniło się do wzrostu rezerw oficjalnych brutto. Płacąc za skupowane dewizy NBP powiększał wielkość płynnych rezerw banków. W ten sposób bank centralny utracił jedną z możliwości absorpcji nadmiernej płynności systemu bankowego w Polsce.

²⁵ Instrument ten nie został wykorzystany w 1993 r.; Zarządzenie Prezesa NBP nr A/2/93 z 22 lipca 1993 r. w sprawie warunków emisji oraz zasad trybu i sprzedaży bonów pieniężnych NBP.

Wzrost płynnych rezerw banków spowodował konieczność dalszego zwiększania operacji *Reverse REPO* dokonywanych przez NBP²⁶. W ciągu roku dokonano ich 196 razy, podczas gdy operacje REPO, zasilające banki w pieniądź, były przeprowadzane jedynie 15 razy.

W drugiej połowie roku bank centralny przeprowadzał już wyłącznie transakcje warunkowej sprzedaży bonów skarbowych, a rekordową wysokość średniego salda odnotowano w listopadzie 1994 r. na poziomie 27 bln zł. Jego sterylizujące działania doprowadziły do sytuacji, w której dzienne średnie saldo depozytów utrzymywanych przez banki w NBP wyniosło 11 641 mld zł i było ponad 16 razy większe niż w 1993 r.²⁷, natomiast skala dokonywanych operacji wzrosła pięciokrotnie w stosunku do 1993 r.

Ze względu na fakt, iż nadpłynność nabierała coraz bardziej strukturalnego charakteru, a przeprowadzane operacje warunkowe sprzedaży bonów skarbowych okazały się niewystarczające, od 1 lipca 1994 r. wprowadzono operacje bezwarunkowej sprzedaży (*outright sale*). Ogólna wartość sprzedanych przez NBP bonów skarbowych wyniosła w 1994 r. 21 bln zł. W sumie przeprowadzono w III kwartale 1994 r. trzy operacje bezwarunkowej sprzedaży bonów, a w IV kwartale jedną²⁸.

Popyt na bony skarbowe ze strony systemu bankowego silnie wzrósł, a równocześnie ujawniła się tendencja do zmian w jego strukturze: z bonów o krótkiej zapadalności (8-, 13-, 26-tygodniowych) na bony o zapadalności dłuższej (39- i 52-tygodniowe). Wynikało to ze spadku dochodowości bonów spowodowanej strukturalną nadpłynnością sektora bankowego, nierównowagą popytową na bony oraz obniżką podstawowych stóp procentowych (13 maja 1994 r.).

NBP podjął także, po raz pierwszy od 1991 r., emisję bonów pieniężnych, by ściągnąć z rynku międzybankowego gromadzący się w bankach nadmiar płynności (który mógł doprowadzić do gwałtownego spadku stóp procentowych). Pierwszy przetarg odbył się w końcu listopada 1994 r., a wartość oferty wynosiła 9 bln zł. Emisja bonów pieniężnych NBP była potrzebna również dlatego, że sprzedaż bonów skarbowych w ramach operacji *outright* zmniejszała wielkość ich portfela w NBP. Malejący portfel bonów skarbowych utrudniał przeprowadzenie operacji warunkowych w pożądanej wielkości. Stąd bony pieniężne musiały zastąpić bony skarbowe dla celów przeprowadzenia operacji warunkowych²⁹.

Nowością w zakresie operacji otwartego rynku było wprowadzenie możliwości kwotowania przez NBP własnych stóp operacji jednodniowych. Ta nieoficjalna stopa, zwana potocznie stopą REPO, zaczęła odgrywać na rynku międzybankowym bardzo ważną rolę, gdyż wszystkie stopy lokat jednodniowych zaczęły wokół niej oscylować³⁰. Znaczenie tej stopy stało się jeszcze większe, gdy zaczęła ona oddziaływać także na rynek bonów skarbowych. Pośrednie kształtowanie się stopy REPO zaczęło też wpływać

²⁶ A. Sławiński, J. Osiński, op. cit., s. 112.

²⁷ M. Musielak, op. cit., s. 39.

²⁸ *Operacje otwartego rynku w 1994 r.*, NBP, Warszawa 1995, s. 53.

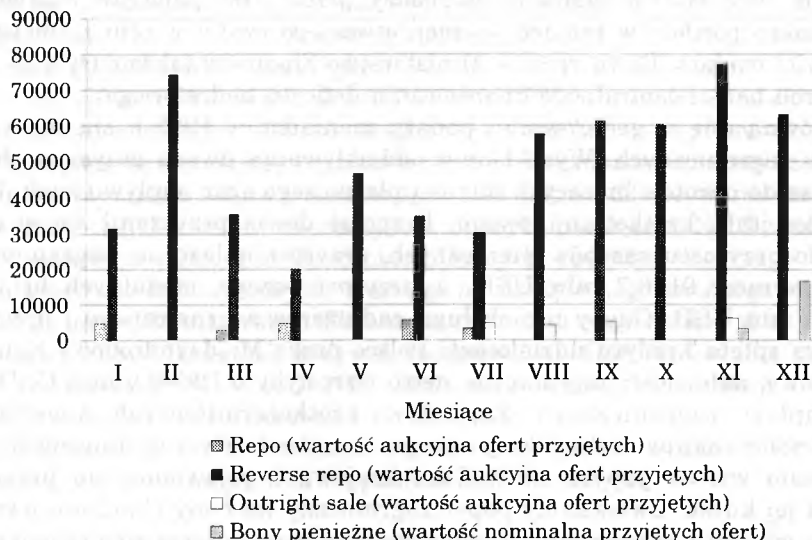
²⁹ A. Sławiński, J. Osiński, op. cit., s. 114.

³⁰ M. Musielak, op. cit., s. 39.

na decyzje kredytowe i depozytowe banków, ponieważ stała się ona parametrem wyznaczającym krańcowy koszt pozyskania pieniądza na rynku i krańcową zyskowność lokat inwestycyjnych³¹.

Rok 1994 był ostatnim rokiem, w którym NBP prowadził operacje RE-PO zasilające system bankowy w płynność.

Wykres 2. Operacje otwartego rynku w Polsce w 1994 roku (w mln PLN)



Źródło: biuletyny informacyjne NBP.

VI. OPERACJE OTWARTEGO RYNKU W 1995 R.

W 1995 r. ponownie miały miejsce głębokie zmiany w strukturze źródeł podaży pieniądza. Wzrost podaży pieniądza w sektorze bankowym był determinowany przede wszystkim zmianami³²:

- przyrostu kredytów dla sektora niefinansowego,
- przyrostu zadłużenia netto sektora rządowego, będącego efektem finansowania przez banki deficytu określonego w ustawie budżetowej,
- należności zagranicznych netto.

W 1995 r. dało się zauważyć istotne ożywienie akcji kredytowej. Jeszcze silniej niż w latach poprzednich rosły rozmiary udzielanych kredytów konsumpcyjnych, z tym jednak, że rola w aktywach banków pozostawała stosunkowo niewielka. Ważniejszy natomiast był fakt, że od wiosny 1995 r. wzrosła dynamika kredytów dla przedsiębiorstw³³.

³¹ Sprawozdanie z działalności NBP w 1994 r., NBP, Warszawa 1995, s. 27.

³² Sprawozdanie z realizacji założeń polityki pieniężnej w 1995 roku, NBP, Warszawa 1996, s. 84.

³³ System finansowy..., op. cit., s. 94.

W analizowanym okresie zmalało znacznie zadłużenie netto sektora rządowego w kształtowaniu się podaży pieniądza. Realna wielkość deficytu budżetowego ustabilizowała się na poziomie 2,6% PKB. Popyt na walory skarbowe ze strony podmiotów niefinansowych wyraźnie wzrósł, stąd udział zadłużenia publicznego w krajowym sektorze bankowym był relatywnie niewielki. Tak więc w 1995 r. kredyt bankowy przestał pełnić kluczową rolę w pokryciu deficytu budżetowego państwa, generując tym samym inflację. Zmieniła się także struktura źródeł finansowania długu publicznego przez sektor bankowy. Wiązało się to z faktem szerokiej sprzedaży przez NBP papierów skarbowych z własnego portfela w ramach operacji otwartego rynku w celu zmniejszenia płynności banków. Równocześnie Ministerstwo Finansów także dążyło do obniżenia roli banku centralnego finansowaniu deficytu budżetowego³⁴.

Główną rolę w generowaniu podaży pieniądza w 1995 r. spełnił wzrost rezerw zagranicznych. Wynikł on z oddziaływania dwóch przyczyn: dodatniego salda obrotów bieżących bilansu płatniczego oraz napływu spekulacyjnego kapitału krótkoterminowego. Przyrost dewiz przyczynił się w około 60% do przyrostu zasobów pieniężnych, przyrost należności zagranicznych netto wyniósł 9146,7 mln USD, a przyrost rezerw oficjalnych brutto – 8934,2 mln USD. Gdyby nie obsługa zadłużenia zagranicznego i przedterminowa spłata kredytu udzielonego Polsce przez Międzynarodowy Fundusz Walutowy, należności zagraniczne netto wzrosłyby o 12689,9 mln USD.

Napływ zagranicznych kapitałów krótkoterminowych spowodował zwiększone zakupy waluty krajowej przez inwestorów zagranicznych, a to oznaczało wzrost popytu na walutę krajową i pojawienie się presji na wzrost jej kursu. Zwiększony popyt zagraniczny na bony skarbowe wywołał wzrost ich cen i spadek stóp dochodowości, a w rezultacie spadek stóp procentowych na rynku pieniężnym³⁵.

Nadpłynność systemu bankowego w 1995 r. systematycznie rosła, stając się strukturalną, stąd podstawowym celem operacji otwartego rynku było sterylizowanie następstw wzrostu rezerw walutowych NBP i presji inflacyjnej.

Wszystkie wspomniane czynniki czyniły politykę pieniężną bardzo trudną i wymagały zwiększenia skali dokonywanych dotąd operacji otwartego rynku. W porównaniu do 1994 r. nastąpił dwukrotny wzrost skali tych operacji – przeciętna wielkość operacji *Reverse REPO* zwiększyła się z 4,9 mld zł do 10,1 mld zł w 1995 r.³⁶

Nadmierną płynność absorbowano wykorzystując przede wszystkim, umożliwiające bankom lokowanie na okresy 14-dniowe, operacje warunkowej sprzedaży bonów skarbowych i pieniężnych (*Reverse REPO*), których przeprowadzono aż 194³⁷. Średnie dzienne saldo depozytów utrzymywanych przez banki w NBP wynosiło 3820 mln zł i było prawie 2,3 raza wyższe niż w 1994 r. Koszt tak szeroko zakrojonych akcji absorbujących wyniósł 1037,5 mln zł³⁸. Na poprawę skuteczności działania operacji otwartego rynku NBP wpłynęła

³⁴ Ibidem.

³⁵ *Biuletyn informacyjny NBP 1995 r.*, NBP, Warszawa 1996, s. 46.

³⁶ *Raport roczny NBP 1995 r.*, NBP, Warszawa 1996, s. 28-29.

³⁷ *Sprawozdanie z działalności NBP w 1995 roku*, NBP, Warszawa 1996, s. 34-40.

³⁸ *Operacje otwartego rynku na tle płynności systemu bankowego w 1995 roku*, NBP, Warszawa 1996, s. 60.

też decyzja ministra finansów o dematerializacji bonów skarbowych (od lipca 1995 r.), co umożliwiło dokonywanie operacji z datą waluty „dzisiaj”³⁹.

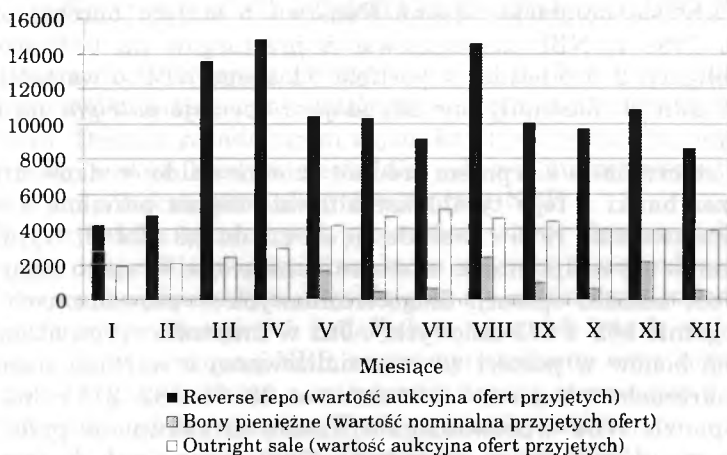
Ze względu na zbyt wysoką płynność systemu bankowego w analizowanym roku, niezbędne okazało się także wprowadzenie operacji bezwarunkowej sprzedaży bonów skarbowych, przeprowadzone na 31 aukcjach, na których banki ulokowały w bonach skarbowych 9686,9 mln zł⁴⁰ (w wartościach nominalnych). Zjawisko powyższe miało także inne pozytywne skutki – NBP pozostał w ten sposób „odciążony” od finansowania deficytu budżetowego⁴¹.

W uzupełnieniu drenażu polskiego rynku pieniężnego w 1995 r. NBP przeprowadził także 36 przetargów na bony pieniężne o nominalnej wartości 9091 mln zł, efektywnie uzyskując z nich 8193 mln zł. Znaczenie sprzedaży bonów pieniężnych wzrosło w drugiej połowie 1995 r., gdy przez pewien czas, z racji dematerializacji, NBP nie mógł sprzedawać bonów skarbowych⁴².

Celem operacji otwartego rynku w 1995 r., niezależnie od sterylizowania nadmiaru płynności sektora bankowego, było także oddziaływanie na stopy procentowe (będące celem operacyjnym polityki pieniężnej NBP), szczególnie w aspekcie obniżenia krótkoterminowych operacji otwartego rynku i stóp kredytów refinansowych. Z uwagi na napływ zagranicznego kapitału spekulacyjnego, Ministerstwo Finansów podniosło ceny bonów skarbowych, co spowodowało odwrócenie krzywej dochodowości. Oprocentowanie operacji krótkoterminowych (1-14 dni) NBP stało się wyższe od transakcji z terminami 2-12 miesięcy Ministerstwa Finansów⁴³.

Kontynuowana była tendencja spadku stóp procentowych w 1995 r. – także referencyjnej stopy REPO, podobnie jak w 1994 r.

Wykres 3. Operacje otwartego rynku w Polsce w 1995 roku (w mln PLN)



Źródło: biuletyny informacyjne NBP.

³⁹ Sprawozdanie z działalności NBP w 1995 r., op. cit., s. 31.

⁴⁰ Operacje... w 1995 r., op. cit., s. 62.

⁴¹ Raport roczny NBP w 1995 roku, NBP, Warszawa 1996.

⁴² A. Sławiński, J. Osiński, *Polski rynek pieniężny 95*, „Bank i Kredyt” 1996, nr 7-9, s. 10-12.

⁴³ I. Czechowska, *Bony skarbowe i bony pieniężne – analiza porównawcza*, „Bank i Kredyt” 1997, nr 10, s. 25-32.

VII. OPERACJE OTWARTEGO RYNKU W 1996 R.

Podjęte w 1995 r. działania NBP silnie absorbujące środki rynku pieniężnego ograniczały nadpłynność sektora bankowego, ale go nie zlikwidowały. Bank centralny ograniczał inflację kontrolując wzrost podaży pieniądza w obiegu. Pozytywnym zjawiskiem dla kształtowania się nadpłynności było zmniejszenie znaczenia rezerw zagranicznych netto wśród źródeł kreacji pieniądza, wzrosło natomiast znaczenie zadłużenia netto sektora budżetowego, a silnym impulsem dla wzrostu podaży pieniądza był ogólny przyrost kredytów dla firm i gospodarstw domowych (o 38,2%)⁴⁴.

Z początkiem maja ujawniła się tendencja do spadku strukturalnej nadpłynności, co spowodowało wyraźne osłabienie skali operacji otwartego rynku. Dalszą tego konsekwencją były zmiany w strukturze operacji otwartego rynku. Zmniejszono udział środków absorbowanych przez transakcje bezwarunkowe bonów pieniężnych, które nie zapewniały nawet zrolowania bonów przypadających do wykupu. Ograniczeniu uległ także udział operacji wykupienia ich przez Ministerstwo Finansów, wystąpił natomiast wzrost operacji warunkowych sprzedaży bonów pieniężnych, z niższą ich częstotliwością i polegającą głównie na rolowaniu bonów w terminie do wykupu⁴⁵. Łącznie przeprowadzono 167 operacji warunkowej sprzedaży bonów pieniężnych na okres 1-14 dni.

W pierwszej połowie 1996 r. NBP – ze względu na niewielki udział bonów skarbowych w swoim portfelu – nie przeprowadził żadnej operacji bezwarunkowej sprzedaży (*outright*). Do końca października w obiegu pozostały bony skarbowe pochodzące z operacji *outright* przeprowadzonych w 1995 r.

Nowym rodzajem instrumentu wykorzystywanego w operacjach otwartego rynku stały się obligacje Skarbu Państwa o stałym oprocentowaniu. W sierpniu 1996 r. NBP zorganizował 8 przetargów na bezwarunkową sprzedaż obligacji 2- i 5-letnich z portfela własnego NBP o wartości nominalnej 1025 mln zł. Zastąpiły one zapadające operacje *outright* na bonach skarbowych.

Między styczniem a sierpniem średnie dzienne saldo środków utrzymywanych przez banki z tego tytułu kształtowało się na poziomie 4 mld zł, a w ostatnim kwartale 1996 r. wahało się od 1,2 do 2,3 mld zł. Wynikało to ze zmniejszenia się nadpłynności systemu bankowego. W ciągu roku nastąpił też wzrost udziału operacji długoterminowych w prowadzonych operacjach, szczególnie 182- i 273-dniowych⁴⁶. Już w kwietniu wprowadzono możliwość emisji bonów w postaci zdematerializowanej o wartości nominalnej 10000 zł i okresach wykupu 1, 7 i 14 dni oraz 28, 91, 182, 273 i 364 dni⁴⁷.

W listopadzie NBP wprowadził rozliczenie za zakupione przez banki bony pieniężne w dniu emisji do godziny 17.00, a nie – jak do tamtej po-

⁴⁴ Raport o stanie pieniądza w 1996 roku, NBP, Warszawa 1997.

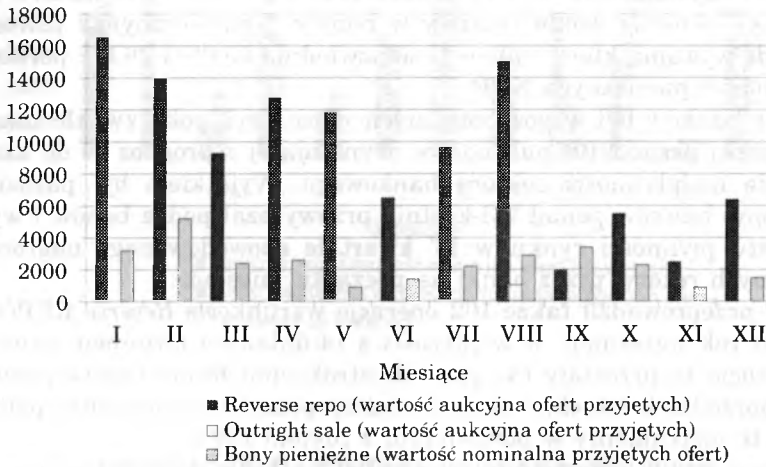
⁴⁵ A. Kuc, Operacje otwartego rynku w IV kw. 1996 r., „Bank i Kredyt” 1997, nr 5, s. 84-87.

⁴⁶ Raport roczny NBP za 1996 rok, NBP, Warszawa 1997.

⁴⁷ Zarządzenie Prezesa NBP nr A/1/96 z 15 kwietnia 1996 r. w sprawie wprowadzenia „Regulaminu sprzedaży, obrotu oraz otwierania i prowadzenia kont depozytowych bonów pieniężnych NBP w postaci zdematerializowanej”.

ry – w następnym dniu roboczym do godziny 13.30⁴⁸. Usprawnienie technicznej obsługi bonów pieniężnych umożliwiło wpływianie na poziom rachunku bieżącego w dniu, w którym NBP interweniował na rynku pieniężnym⁴⁹.

Wykres 4. Operacje otwartego rynku w Polsce w 1996 roku (w mln PLN)



Źródło: biuletyn informacyjny NBP.

VIII. OPERACJE OTWARTEGO RYNKU W 1997 R.

Kształtowanie i kontrola płynnych rezerw banków oraz stabilizowanie sytuacji na rynku pieniężnym nadal odbywało się za pomocą operacji otwartego rynku. Dwoma zasadniczymi czynnikami wpływającymi na podaż pieniądza były: wzrost kredytu netto dla sektora budżetowego (szczególnie w pierwszym półroczu) oraz skup dewiz przez NBP.

Oba te zjawiska spowodowały pojawienie się w dyspozycji banków komercyjnych dużych ilości pieniądza, które musiały zostać odpowiednio ulokowane na rynku pieniężnym, aby nie stać się czynnikami inflacyjnymi. Obok operacji sterylizacyjnych będących w ostatnich latach stałymi instrumentami polityki pieniężnej NBP, został wprowadzony nowy instrument absorbujący płynność banków, a mianowicie lokaty terminowe przyjmowane przez NBP od osób fizycznych. W ciągu trzech miesięcy od momentu ich wprowadzenia bank centralny zaabsorbował w ten sposób z rynku 3,6 mld zł, co było istotnym uzupełnieniem skali operacji otwartego rynku⁵⁰.

⁴⁸ M. Musielak, op. cit., s. 45.

⁴⁹ Zarządzenie Prezesa NBP nr A/6/96 z 27 listopada 1996 r. zmieniające zarządzenie w sprawie wprowadzenia „Regulaminu sprzedaży, obrotu oraz otwierania i prowadzenia kont depozytowych bonów pieniężnych NBP w postaci zdemateryalizowanej”.

⁵⁰ P. Szpunar, *Depozyty ludności w NBP*, „Bank i Kredyt” 1998, nr 3, s. 5-8.

Zdecydowanie największy wpływ na absorpcję nadmiernej płynności banków komercyjnych miały, przeprowadzane na coraz większą skalę, emisje bonów pieniężnych NBP. Ich udział w strukturze operacji otwartego rynku o charakterze sterylizacyjnym zwiększał się systematycznie z 20,3% w 1996 r. aż do 51,3% w 1997 r. Zorganizowano ogółem 120 przetargów (o 27 więcej niż w roku poprzednim), na których oferowano bony o pięciu terminach zapadalności: 7- i 14-dniowe oraz 91-, 182- i 273-dniowe. Banki najczęściej lokowały wolne rezerwy w bony o 3-miesięcznym i półrocznym okresie do wykupu, które stanowiły odpowiednio 55,9% i 26,1 % portfela nabytych bonów pieniężnych NBP.

Popyt banków był w poszczególnych miesiącach roku zwykle niższy od zaofferowanej przez NBP puli bonów, wynikającej z prognoz co do kształtowania się nadpłynności sektora bankowego. Wyjątkiem był październik, kiedy popyt banków ponad 2,3-krotnie przewyższał podaż bonów i wynikał ze wzrostu płynności rynku w IV kwartale spowodowanego nagromadzeniem silnych rezerw przez banki na początku miesiąca.

NBP przeprowadził także 102 operacje warunkowe *Reverse* REPO (o 65 mniej niż rok wcześniej), w większości z 14-dniowym terminem zapadalności. Operacje te przestały być już tak atrakcyjną formą lokaty pieniężnej, jak w poprzednich latach, o czym świadczy ponad sześciokrotny spadek popytu na te instrumenty w porównaniu z rokiem 1996.

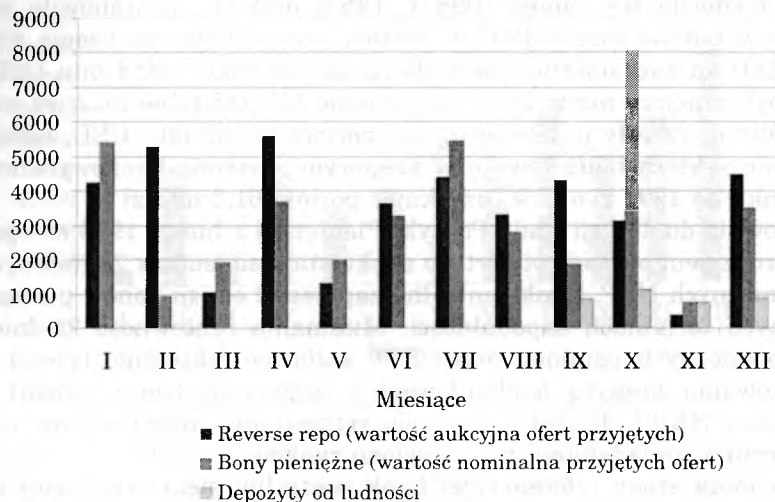
Podczas gdy w poprzednim roku popyt na bony skarbowe w operacjach warunkowych często nawet przewyższał ich podaż, to w 1997 r. był on stale niższy i stanowił średnio 45,5% wartości podaży. W związku z tym znacznie obniżył się udział tych operacji w strukturze operacji otwartego rynku (z 79% w 1996 r. do 48,7% w 1997 r.).

Przesunięcie zainteresowania banków z lokat w bony skarbowe na lokaty w bony pieniężne NBP było po części związane ze stale utrzymującą się przewagą rentowności tych ostatnich instrumentów. Jedynie w grudniu bony skarbowe miały wyższą od bonów pieniężnych zyskowność o 0,33 punktu procentowego. Działo się tak, mimo że rentowność tych papierów skarbowych, zarówno ogółem, jak i w stosunku do poszczególnych rodzajów bonów, była systematycznie podnoszona przez Ministerstwo Finansów. Działania takie były jednak koniecznością wobec stałego utrzymywania przez bank centralny wysokiego poziomu rentowności bonów pieniężnych⁵¹.

W 1997 r. saldo operacji otwartego rynku zwiększyło się o 4,6 mld zł. Saldo operacji przeprowadzanych na bonach pieniężnych wzrosło o 1,8 mld zł, a operacji *Reverse* REPO spadło o 0,8 mld zł.

⁵¹ *Sprawozdanie z działalności NBP w 1997 roku*, NBP, Warszawa 1998, s. 29

Wykres 5. Operacje otwartego rynku w Polsce w 1997 roku (w mln PLN)



Źródło: biuletyny informacyjne NBP.

IX. OPERACJE OTWARTEGO RYNKU W 1998 R.

W 1998 r. zmianie uległy instytucjonalne warunki prowadzenia polityki pieniężnej przez NBP ze względu na uchwalenie nowej Konstytucji RP, która weszła w życie 17 października 1997 r. oraz nowej ustawy o NBP, obowiązującej od 1 stycznia 1998 r. Dzięki nim wzrosła niezależność NBP w kształtowaniu polityki pieniężnej. Ważną kwestią podniesioną w ustawie o NBP było sformułowanie podstawowego celu polityki pieniężnej, określonego jako „utrzymanie stabilnego poziomu cen, przy jednoczesnym wspieraniu polityki gospodarczej rządu, o ile nie ogranicza to realizacji podstawowego celu banku centralnego”⁵².

Kluczową zmianą dla realizacji polskiej polityki pieniężnej było powołanie nowego organu – Rady Polityki Pieniężnej – odpowiedzialnego za ustalanie zasad i podejmowanie decyzji w zakresie polityki monetarnej. Obowiązki Rady Polityki Pieniężnej (RPP) objęły coroczne ustalanie i przekazywanie do wiadomości Sejmowi założeń polityki pieniężnej, sprawozdań z ich wykonania, a także określanie podstawowych wskaźników polityki pieniężnej – wysokości stóp procentowych, zasad i stóp rezerw obowiązkowych oraz zasad operacji otwartego rynku⁵³. W 1998 r. zgodnie z założeniami polityki pieniężnej zrezygnowano z kontroli podaży pieniądza rezerwowego jako celu operacyjnego, pozostał on jednak ważnym wskaźnikiem oceny sytuacji na rynku pieniężnym.

Źródłami kreacji pieniądza w sektorze bankowym w 1998 r. były należności od osób prywatnych i podmiotów gospodarczych oraz aktywa zagra-

⁵² Ustawa z 29 sierpnia 1997 r. o Narodowym Banku Polskim; Dz. U. Nr 140, poz. 939, art. 3.

⁵³ *Sprawozdanie z wykonania założeń polityki pieniężnej w roku 1998*, NBP, Warszawa 1999, s. 4.

niczne netto. Zadłużenie ogółem z tytułu należności od podmiotów niefinansowych wyniosło na koniec 1998 r. 138,5 mld zł, co stanowiło wzrost o 27,9% w porównaniu z 1997 r. Wzrost realny tego zadłużenia wynosił 17,8%. Aktywa zagraniczne osiągnęły na koniec roku 27484 mln USD. Ich wzrost był mniejszy niż w 1997 r. o przeszło 1/3. Oficjalne rezerwy walutowe w 1998 r. wzrosły o 25% osiągając poziom 27382 mln USD, natomiast zadłużenie sektora budżetowego w krajowym systemie bankowym wzrosło w stosunku do 1997 r. o 11%, uzyskując poziom 61,3 mld zł.

Stosownie do decyzji Rady Polityki Pieniężnej z lutego 1998 r. – podstawowym rodzajem operacji otwartego rynku stała się emisja 28-dniowych bonów pieniężnych NBP. Bank centralny zaprzestał emisji bonów pieniężnych o dłuższych terminach zapadalności. Minimalna rentowność 28-dniowych bonów pieniężnych ustalona przez RPP stała się faktycznie trzecią (obok oprocentowania kredytu lombardowego i stopy redyskonta weksli) stopą podstawową NBP⁵⁴. Kształtowanie się rentowności instrumentów o dłuższym terminie zapadalności pozostawiono rynkowi.

Za pomocą stopy referencyjnej bank centralny efektywnie wpływał na krótkoterminowe stopy rynku międzybankowego, a dzięki nim wpływał na oprocentowanie kredytów udzielanych przez banki.

W 1998 r. skala operacji otwartego rynku realizowanych przez NBP poważnie się rozszerzyła. Saldo operacji otwartego rynku wzrosło o 12,9 mld zł (z czego saldo operacji warunkowych spadło o 1,3 mld zł, a emisja bonów pieniężnych wzrosła o 14,2 mld zł)⁵⁵.

Przyjmowanie depozytów od osób fizycznych obniżyło skłonność do konsumpcji i przyczyniło się do zmniejszenia tempa wzrostu popytu wewnętrznego, a jednocześnie zaabsorbowało nadpłynność wygenerowanej przez dodatkowy kredyt zaciągnięty przez rząd w 1997 r. (tzw. kredyt powodziowy). Środki z zapadających w 1998 r. depozytów, w kwocie 3,6 mld zł, powróciły na rynek, co spowodowało konieczność zaabsorbowania uwolnionej w ten sposób płynności za pomocą bonów pieniężnych NBP⁵⁶.

W 1998 r. zorganizowano 164 przetargi na bony pieniężne NBP, na których sprzedano bankom bony o wartości 243,0 mld zł. Bony o terminach zapadalności dłuższych niż 28 dni oferowane były tylko w styczniu i w lutym. W całym 1998 r. podaż bonów pieniężnych przewyższała popyt na nie; wynikało to między innymi z niechęci banków do lokowania na krótkie okresy.

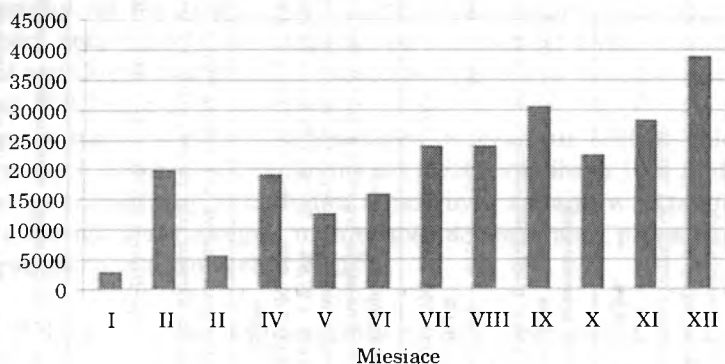
W 1998 r. NBP zaprzestał prowadzenia 14-dniowych operacji warunkowych typu *Reverse REPO* (w 1997 r. wartość aukcyjna bonów sprzedanych bankom w tym trybie wyniosła 4,3 mld zł)⁵⁷.

⁵⁴ *Raport roczny NBP za 1998 rok*, NBP, Warszawa 1999.

⁵⁵ *Sprawozdanie z wykonania założeń polityki pieniężnej w roku 1998*, NBP, Warszawa 1999.

⁵⁶ *Ibidem*.

⁵⁷ *Raport roczny NBP za 1998 rok*, op. cit.

Wykres 6. Operacje otwartego rynku w Polsce w 1998 roku (w mln PLN)

■ Bony pieniężne (wartość nominalna przyjętych ofert)

Źródło: Raport roczny NBP, 1998.

X. OPERACJE OTWARTEGO RYNKU W 1999 R.

W 1999 r. zapoczątkowano realizację „Średniookresowej strategii polityki pieniężnej”, opracowanej przez Radę Polityki Pieniężnej na lata 1999-2003. Strategia ta przedstawiała po raz pierwszy najważniejsze zamierzenia w zakresie realizacji celów polityki pieniężnej przekraczając horyzont 1 roku. Najważniejszym celem polityki pieniężnej realizowanej przez NBP stało się obniżenie tempa wzrostu cen, a w dalszej perspektywie – ich stabilizacja. Miało to przyczynić się do budowy stabilnych fundamentów długofalowego wzrostu gospodarczego. W 1999 r. podstawowym celem polityki pieniężnej, umożliwiającym realizację celu średniookresowego było ograniczenie tempa wzrostu cen towarów i usług konsumpcyjnych, by nie przekroczyło ono 8-8,5% w porównaniu do 1998 r.

Podobnie jak w poprzednich latach, utrzymywała się nadal znaczna skala nadpłynności w sektorze bankowym. W 1999 r. mniejszą niż dotąd rolę w kreacji płynności odgrywał skup walut. Natomiast wyraźny był wpływ na tę kreację zarówno wzrostu kredytu dla sektora niefinansowego, jak i sektora budżetowego.

W 1999 r. podstawowym instrumentem wykorzystywanym do kontroli płynnych rezerw banków i stabilizowania rynkowych stóp procentowych były operacje otwartego rynku. Saldo operacji otwartego rynku spadło ogółem o 17,4 mld zł. Spadek ten spowodowany był zasadniczo ograniczeniem emisji bonów pieniężnych NBP. Emisja 28-dniowych bonów pieniężnych była w 1999 r. praktycznie jedynym instrumentem wykorzystywanym przez NBP w celu absorpcji płynności. W grudniu 1999 r. NBP emitował przejściowo bony o krótszych terminach zapadalności (1, 7 i 14 dni), co było podyktowane koniecznością regulacji płynności w systemie bankowym w związku z problemem tzw. „pluskowy milenijnej”⁵⁸.

⁵⁸ Raport roczny NBP za 1999 rok, NBP, Warszawa 2000.

Tabela 2

Operacje otwartego rynku w latach 1993-1997

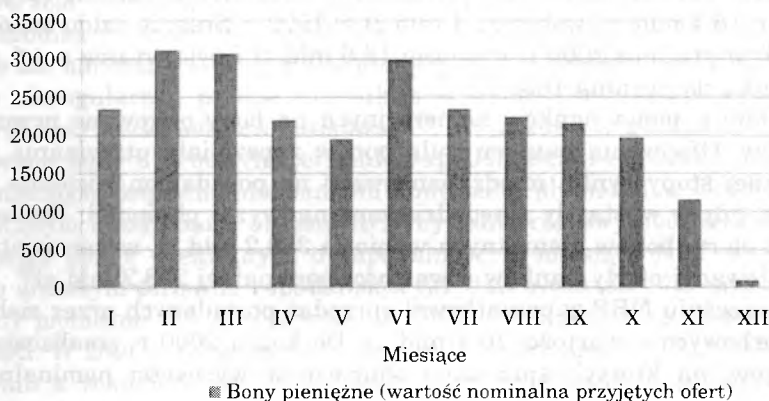
Rok	Źródła kreacji pieniądza	Cel operacyjny	Instrumenty operacji otwartego rynku	Wpływ na stopy procentowe
1993	Wzrost zadłużenia netto sektora budżetowego oraz kredytu dla sektora niefinansowego	Krótkookresowe stopy procentowe	Operacje warunkowe REPO Operacje warunkowe <i>Reverse</i> REPO	Wzrost stóp procentowych Średnia ważona stopa procentowa dobrowolnych lokat na rynku międzybankowym o terminie do 1 miesiąca: 18,1% → 24,3% → 21,9% → 28,6% → 24,3% → 27,1% → 23,7% → 25,2%
1994	Nadpłynność w sektorze bankowym spowodowana przyrostem należności zagranicznych netto i kredytu netto dla rządu	Krótkookresowe stopy procentowe	Operacje warunkowe REPO Operacje warunkowe <i>Reverse</i> REPO Operacje bezwarunkowej sprzedaży bonów skarbowych Emisja bonów pieniężnych	Spadek stóp procentowych Średnia ważona stopa procentowa dobrowolnych lokat na rynku międzybankowym o terminie do 1 miesiąca: 28,9% → 25,4% → 27,7% → 18,5% → 23,6% → 18,4% → 25% → 21,1% Stopa REPO T/N: 27% → 26,5% → 26%
1995	Nadpłynność wywołana wzrostem należności zagranicznych netto i kredytu netto dla rządu	Krótkookresowe stopy procentowe	Operacje warunkowe <i>Reverse</i> REPO Operacje bezwarunkowej sprzedaży bonów skarbowych Emisja bonów pieniężnych	Stabilizacja stóp procentowych Średnia ważona stopa procentowa dobrowolnych lokat na rynku międzybankowym o terminie do 1 miesiąca: 26,6% → 27,6% → 24,1% → 24,8% → 24,7% Stopa REPO T/N: 26% → 28% → 27,75% → 27,5% → 26,5% → 25,5%
1996	I połowa roku – nadpłynność w sektorze bankowym wywołana przyrostem kredytów dla sektora niefinansowego i wzrostem zadłużenia netto dla rządu; II połowa roku – niedostatek podaży pieniądza	Kontrola przyrostu pieniądza rezerwowego	Operacje warunkowe <i>Reverse</i> REPO Operacje bezwarunkowej sprzedaży bonów skarbowych Emisja bonów pieniężnych	Spadek stóp procentowych w I połowie roku Tendencja do wzrostu stóp procentowych w I połowie roku 14-dniowa stopa <i>Reverse</i> REPO: 25% → 23% → 19% → 21,5%
1997	Nadmiar płynności w sektorze bankowym wywołany wzrostem kredytów dla sektora niefinansowego i zadłużenia netto dla rządu	Kontrola przyrostu pieniądza rezerwowego	Operacje warunkowe <i>Reverse</i> REPO Emisja bonów pieniężnych Lokaty od osób fizycznych w NBP	Tendencja do stopniowego wzrostu stóp procentowych 14-dniowa stopa <i>Reverse</i> repo: 21,5% → 21,64% → 22,59% → 23,55%

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych NBP.

Podaż bonów pieniężnych w 1999 r., podobnie jak w 1998 r., przewyższała zgłaszany na nie popyt. NBP zaoferował do sprzedaży bony pieniężne o wartości nominalnej 384,3 mld zł, otrzymując od banków oferty zakupu w wysokości 304,2 mld zł. NBP zaakceptował oferty banków o wartości nominalnej 300,7 mld zł⁵⁹.

W porównaniu z rokiem poprzednim, w grudniu 1999 r. saldo operacji dokonywanych przez bank centralny wyraźnie spadło (o 17,4 mld zł). Złożyło się na to szereg przyczyn. Jedną z nich była zmiana w zasadach funkcjonowania fixingu walutowego i niemożność dokonywania przez banki komercyjne transakcji walutowych z NBP⁶⁰.

Wykres 7. Operacje otwartego rynku w Polsce w 1999 roku (w mln PLN)



Źródło: Raport roczny NBP, 1999.

XI. OPERACJE OTWARTEGO RYNKU W 2000 R.

Ograniczenie stopy rezerwy obowiązkowej w 1999 r. ze średniego poziomu 12% do 5% nie wpłynęło na pogorszenie się operacyjnej płynności w 2000 r. Stało się tak dlatego, że NBP doprowadził do zakupu obligacji długoterminowych o zróżnicowanym okresie wykupu za środki uwolnione z obniżki rezerwy⁶¹.

Rezygnacja z interwencji walutowych na krajowym rynku zapoczątkowana w lipcu 1998 r. oraz zawieszenie fixingu od czerwca 1999 r., jak również upłynnienie złotego od kwietnia 2000 r. nie wpłynęły na likwidację nadpłynności, która nadal utrzymywała się w polskim sektorze bankowym⁶². Jej przyczynami były akumulacja nadpłynności z poprzednich lat

⁵⁹ Sprawozdanie z wykonania założeń polityki pieniężnej za 1999 rok, NBP, Warszawa 2000.

⁶⁰ Ibidem.

⁶¹ W. Przybylska-Kapuścińska, *Rezerwa obowiązkowa jako instrument polskiej polityki pieniężnej*, „Ruch Prawniczy Ekonomiczny i Socjologiczny” 2002, z. 4, s. 131-148.

⁶² P. Szpunar, *Międzybankowy rynek pieniężny*, w: *System finansowy w Polsce*, red. B. Pietrzak, Z. Polański, B. Woźniak, PWN, Warszawa 2003, s. 223.

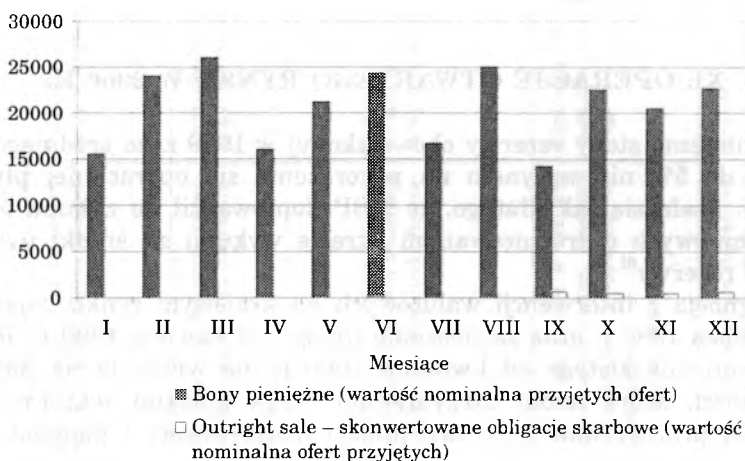
(o charakterze strukturalnym), transakcje NBP z rządem polegające na skupie walut (np. z prywatyzacji), wypłaty odsetek i dyskonto od operacji absorbujących, jak również wypłaty z zysku z budżetu⁶³.

Podstawowym celem operacji otwartego rynku w 2000 r. było ograniczenie nadpłynności sektora bankowego, realizowane wyłącznie przez operacje absorbujące. Wykorzystując głównie emisje 28-dniowych bonów pieniężnych do tego celu, NBP oddziaływał bezpośrednio na jednomiesięczne stopy procentowe rynku międzybankowego. Jedynie we wrześniu i październiku 2000 r. NBP emitował bony o krótszych terminach zapadalności (1, 7 i 14 dni), co było związane z koniecznością zapewnienia bankom niezbędnej płynności w związku z planową zapłatą za akcje Telekomunikacji Polskiej S.A. Średnie saldo bonów pieniężnych w obiegu odzwierciedlało skoncentrowaną w krótkim okresie nadwyżkę płynności i wyniosło (w cenach sprzedaży) w 2000 r. 18,4 mld zł, wobec 21,4 mld zł w 1999 r. Średnie saldo bonów pieniężnych w grudniu 2000 r. wyniosło 18,6 mld zł i było wyższe o 4,6 mld zł w stosunku do grudnia 1999 r.⁶⁴

W 2000 r. popyt banków komercyjnych na bony oferowane przez NBP był niższy. Oferowana bankom pula bonów zapewniała utrzymanie jednomiesięcznej stopy rynku międzybankowego na pożądanym poziomie nawet wówczas, gdyby wystąpiły niespodziewane nadwyżki płynności. Wartość nominalna oferty bonów pieniężnych wyniosła 320,2 mld zł, wobec ostatecznie zaakceptowanej oferty banków o wartości nominalnej 278,2 mld zł⁶⁵.

We wrześniu NBP zapoczątkował sprzedaż posiadanych przez siebie bonów skarbowych o wartości 16,4 mld zł. Do końca 2000 r. zrealizowano 15 przetargów, na których sprzedano obligacje w wysokości nominalnej 2,2

Wykres 8. Operacje otwartego rynku w Polsce w 2000 roku (w mln PLN)



Źródło: Raport roczny NBP, 2000.

⁶³ Ibidem.

⁶⁴ *Sprawozdanie z wykonania założeń polityki pieniężnej w 2000 r.*, NBP, Warszawa 2001; *Raport roczny NBP za 2000 r.*, NBP, Warszawa 2001.

⁶⁵ *Sprawozdanie z wykonania założeń polityki pieniężnej w 2000 r.*, op. cit., s. 17.

mld zł. Sprzedawane obligacje zostały pozyskane przez NBP w 1999 r. w wyniku konwersji niezbywalnych zobowiązań budżetu wobec banku centralnego⁶⁶. Jej celem jest trwała redukcja skali strukturalnej nadpłynności w sektorze bankowym, jak i operacyjnej nadwyżki płynności.

Sprzedaż skonwertowanych obligacji skarbowych prowadziła do zmiany struktury bilansu NBP – ograniczając w trwały sposób aktywa krajowe, co w konsekwencji zmniejszyło saldo absorbujących płynność operacji otwartego rynku, przy danym poziomie pieniądza rezerwowego⁶⁷. NBP dążył do ograniczenia płynności w celu zwiększenia skuteczności działania stóp procentowych.

XII. OPERACJE OTWARTEGO RYNKU W 2001 R.

Operacje otwartego rynku pozostawały nadal zasadniczym instrumentem stabilizacji rynkowych stóp procentowych, utrzymane zostało również główne ich narzędzie – emisja 28-dniowych bonów pieniężnych. NBP realizował je nieregularnie, przede wszystkim w dniach, w których występowała nadwyżka płynności sektora bankowego⁶⁸. Wyjątkowo w grudniu 2001 r. wyemitowano bony o krótszym terminie zapadalności (14-dniowe) ze względu na konieczność zapewnienia bankom koniecznej płynności w okresie przedświątecznym i pod koniec okresu utrzymywania rezerwy obowiązkowej⁶⁹.

Oprócz bonów pieniężnych o zapadalności 1 miesiąca NBP wyemitował bony o dłuższym terminie zapadalności (91 dni) o wartości 7,5 mld zł. Popyt na bony pieniężne – w odróżnieniu od 2000 r. – przewyższał podaż o 1/4 jej wielkości. W 2001 r. saldo operacji otwartego rynku spadło o 6,2 mld zł w porównaniu z rokiem poprzednim. Spekulacja na spadek stóp procentowych spowodowała, iż pod koniec października banki zakupiły więcej bonów niż wynikałoby to z ich potrzeb płynnościowych⁷⁰. W konsekwencji tych zachowań uczestników rynku pojawiły się okresowe przejawy braku płynności oraz wzrost stóp procentowych na rynku międzybankowym, w tym WIBOR 1M.

NBP nadal prowadził sprzedaż skonwertowanych obligacji Skarbu Państwa, mając na celu trwałą absorpcję płynności, lecz nie związaną z prowadzeniem bieżącej polityki pieniężnej. Rentowność sprzedanych obligacji była na poziomie zbliżonym do rynkowego i w związku z tym nie oddziaływała na rynkowe stopy procentowe.

Na 49 przetargach zaoferowano do sprzedaży skonwertowane obligacje o wartości nominalnej 15,6 mld zł. Łącznie NBP zaakceptował oferty o wartości nominalnej 6,4 mld zł, tj. 40,8% zaoferowanej podaży i 26,6% zgłoszonego popytu⁷¹. Standardową kwotą obligacji oferowaną do sprzedaży na przetargu było 300 mln zł. Na ostatnich dwóch przetargach w lutym oraz na pierwszym przetargu w marcu podaż została zwiększona do 600 mln zł z uwagi na większy popyt, po czym wrócono do kwoty 300 mln zł⁷².

⁶⁶ Ibidem.

⁶⁷ *Raport roczny NBP za 2000 r.*, NBP, Warszawa 2001.

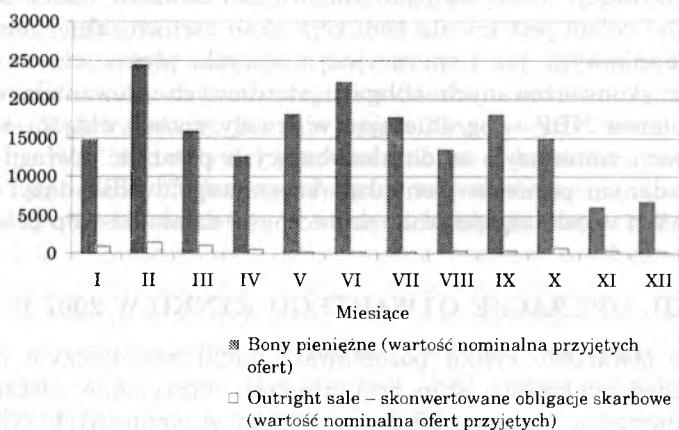
⁶⁸ *Sprawozdanie z wykonania założeń polityki pieniężnej w 2001 r.*, NBP, Warszawa 2002, s. 23.

⁶⁹ Ibidem, s. 24.

⁷⁰ Ibidem.

⁷¹ Ibidem, s. 25.

⁷² Ibidem.

Wykres 9. Operacje otwartego rynku w Polsce w 2001 roku (w mln PLN)

Źródło: Raport roczny NBP, 2001.

XIII. OPERACJE OTWARTEGO RYNKU W 2002 R.

Zgodnie z uchwałą Rady Polityki Pieniężnej z 29 stycznia 2002 r. wprowadzono nową klasyfikację operacji otwartego rynku, która wyodrębniła trzy zasadnicze ich rodzaje: podstawowe, dostrajające i strukturalne. Dokonane zmiany były zgodne z zawartymi w *Założeniach polityki pieniężnej na 2002 r.* i tym samym dostosowały polskie rozwiązania do systemu obowiązującego w Eurosystemie, przyczyniając się równocześnie do uelastycznienia zarządzania płynnością.

Absorbowanie nadpłynności operacyjnej w sektorze bankowym było nadal realizowane z wykorzystaniem 28-dniowych bonów pieniężnych, na regularnie odbywanych w każdy piątek aukcjach. Regularność przetargów była także dowodem na harmonizację instrumentów polityki pieniężnej z rozwiązaniami EBC.

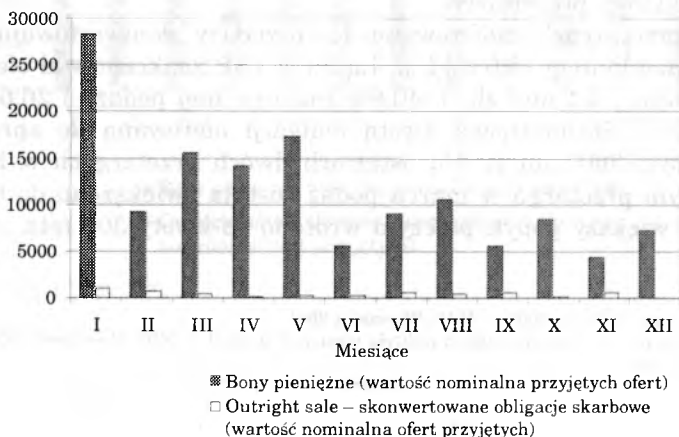
Wykres 10. Operacje otwartego rynku w Polsce w 2002 roku (w mln PLN)

Tabela 3

Operacje otwartego rynku w latach 1998-2002

Rok	Źródła kreacji pieniądza	Cel operacyjny	Instrumenty operacji otwartego rynku	Wpływ na stopy procentowe
1998	Nadmiar płynności wywołany wzrostem kredytów dla sektora niefinansowego i należności zagranicznych netto	Utrzymywanie stabilnego poziomu cen	Emisja 28-dniowych bonów pieniężnych	Spadek stóp procentowych Stopa referencyjna – stopa 28-dniowych bonów pieniężnych: 24% → 23% → 21,5% → 19% → 18% → 17% → 15,5%
1999	Nadmiar płynności spowodowany wzrostem kredytów dla sektora niefinansowego, należności zagranicznych netto oraz zadłużenia sektora budżetowego w systemie bankowym	Obniżenie tempa wzrostu cen	Emisja 28-dniowych bonów pieniężnych	Wzrost stóp procentowych Stopa referencyjna – stopa 28-dniowych bonów pieniężnych: 15,5% → 13% → 14% → 16,5%
2000	Należności od osób prywatnych i podmiotów gospodarczych. Spadek zadłużenia netto sektora budżetowego w systemie bankowym częściowo jednak tę nadpłynność absorbował	Obniżenie tempa wzrostu cen	Emisja 28-dniowych bonów pieniężnych Emisja bonów pieniężnych	Wzrost i stabilizacja stóp procentowych Stopa referencyjna – stopa 28-dniowych bonów pieniężnych: 16,5% → 17,5% → 19%
2001	Nadmiar płynności spowodowany wzrostem zadłużenia netto sektora budżetowego, kredytów dla sektora niefinansowego oraz aktywów zagranicznych netto	Obniżenie tempa wzrostu cen	Emisja 28-dniowych bonów pieniężnych Bezwarunkowa sprzedaż skonwertowanych obligacji skarbowych (Outright sale)	Spadek stóp procentowych Stopa referencyjna – stopa 28-dniowych bonów pieniężnych: 19% → 18% → 17% → 15,5% → 14,5% → 13% → 11,5
2002	Spadek podaży pieniądza spowodowany był głównie wzrostem długoterminowych zobowiązań finansowych sektora bankowego oraz spadkiem zadłużenia netto instytucji rządowych szczebla centralnego	Obniżenie tempa wzrostu cen	Emisja 28-dniowych bonów pieniężnych Bezwarunkowa sprzedaż skonwertowanych obligacji skarbowych (Outright sale)	Spadek stóp procentowych Stopa referencyjna – stopa 28-dniowych bonów pieniężnych (od grudnia – 14-dniowych): 11,5% → 10% → 9,5% → 9% → 8,5% → 8% → 7,5% → 7% → 6,75%

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych NBP.

W 2002 r. saldo operacji otwartego rynku spadło do poziomu 7,5 mld zł na koniec 2002 r., tj. prawie o połowę w stosunku do 2001 r. Spadek ten był efektem zmniejszania się operacyjnej nadpłynności sektora bankowego, w którym istotną rolę odegrała sprzedaż skonwertowanych obligacji z portfela NBP, przyrost pieniądza gotówkowego w obiegu, wzrost salda środków budżetowych w NBP i sprzedaż walut netto przez NBP⁷³.

Nadal stosowano operacje bezwarunkowej sprzedaży skonwertowanych obligacji skarbowych. Zaoferowano je na 48 przetargach, w wysokości 14 mld zł. Popyt przewyższał podaż papierów wartościowych o 2/3. Obowiązywała nadal standardowa kwota obligacji oferowanych do sprzedaży na przetargu, tzn. 300 mln zł⁷⁴.

XIV. PODSUMOWANIE

W latach 1993-2002 NBP miał do czynienia z sytuacją zarówno strukturalnej, jak i operacyjnej nadpłynności. Był w związku z tym zmuszony do „rolowania” operacji absorbujących płynność w kolejno po sobie następujących miesiącach, w zależności od siły wzrostu wolnych rezerw banków.

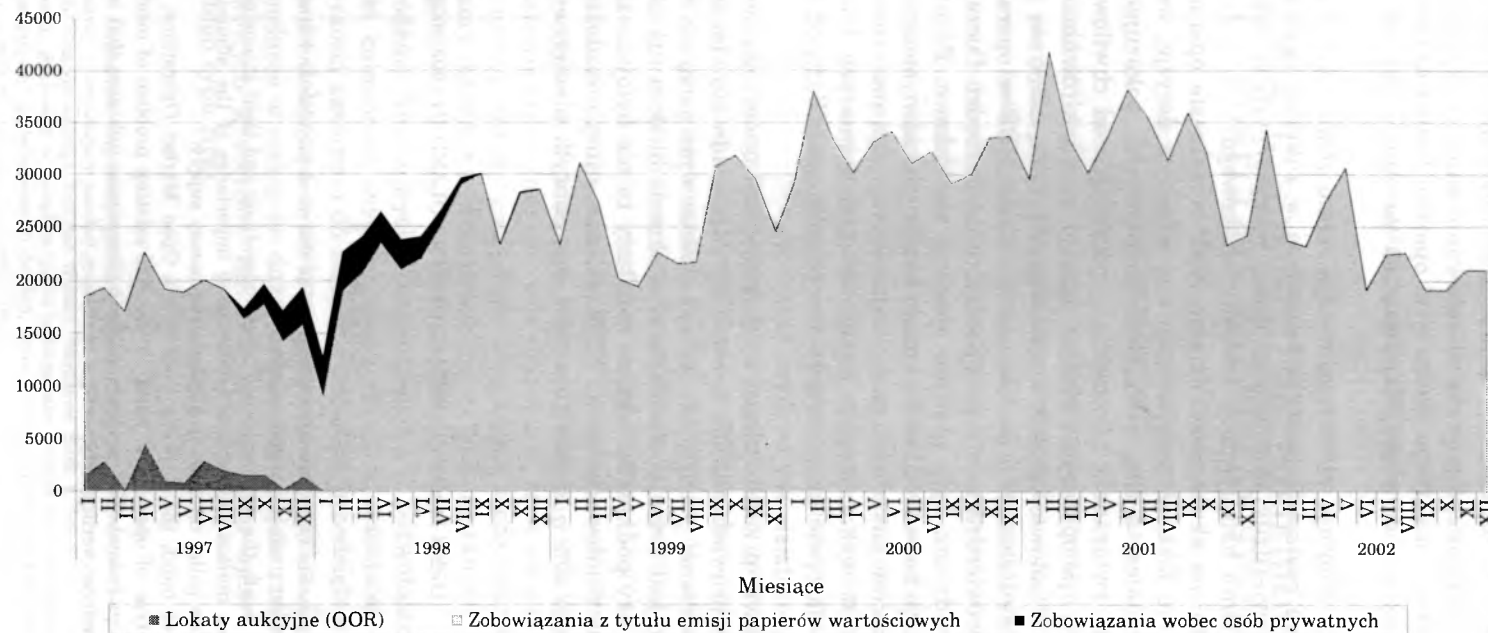
Przegląd dziesięciu lat funkcjonowania operacji otwartego rynku w Polsce wskazuje, że ich bilans jest generalnie korzystny. Nie udało się, co prawda, osiągnąć stanu braku płynności sektora bankowego, jak ma to miejsce w wysoko rozwiniętych gospodarkach państw Eurosystemu, tym niemniej obniżenie poziomu nadpłynności w polskiej bankowości należy uznać za sukces. Sukces tym większy, że działalność NBP i uruchomienie mechanizmu transmisji monetarnej odbywało się w trakcie minionego dziesięciolecia w bardzo zmiennych i niesprzyjających warunkach, przy znacznym poziomie niepewności i ryzyka, w obliczu realizacji różnych reform instytucjonalnych, prawnych i systemowych, które mogły sprawić, że oczekiwany wynik rozmijał się z rzeczywistością. Mając takie wewnętrzne warunki brzegowe, nie mówiąc już o ograniczeniach zewnętrznych, wynikających z otwarcia się polskiej gospodarki, przejmowania skutków internacjonalizacji rynków pieniężnych i kapitałowych, jak i procesów globalizacji – tym bardziej należy docenić osiągnięcia NBP w zakresie obniżenia inflacji do poziomu inflacji pełzającej, jak również w zakresie wykorzystania nowoczesnych instrumentów polityki pieniężnej.

W pierwszym rządzie przeprowadzona prezentacja zmian dotyczących formalnych i rzeczywistych warunków realizacji operacji otwartego rynku wskazała na ewolucję wykorzystania narzędzi polityki pieniężnej, przejawiających się w stopniowym odchodzeniu od narzędzi administracyjnych do rynkowych. Podjąwszy raz decyzję o wykorzystaniu najbardziej elastycznego, choć niewątpliwie kosztownego instrumentu, jakim są operacje na papierach wartościowych, służące regulacji płynności systemu bankowego – NBP konsekwentnie się jej trzymał i nie przywrócił narzędzi przymusu monetarnego (poza regulacjami w prawie dewizowym).

⁷³ Sprawozdanie z założeń polityki pieniężnej w 2002 r., NBP, Warszawa 2003, s. 27.

⁷⁴ Ibidem, s. 28.

Wykres 11. Wybrane pozycje bilansu NBP związane z OOR w latach 1997-2002 (w mln zł)



Źródło: raporty roczne NBP, 1997-2002.

Po drugie, NBP wykazał się umiejętnością zwalczania sytuacji nadpłynności sektora bankowego poprzez zastosowanie gamy różnych instrumentów z zakresu operacji otwartego rynku – od operacji bezwarunkowych, poprzez warunkowe, swapy walutowe, depozyty, aż po emisję papierów wartościowych.

Po trzecie, operacje otwartego rynku, mimo rozmaitych barier bieżąco utrudniających realizację polityki pieniężnej w zakresie ograniczania nadpłynności, potwierdziły skuteczność władz monetarnych w zakresie „ujarzmienia” problemu nadpłynności systemu bankowego.

Po czwarte, na skuteczność działań NBP w zakresie operacji otwartego rynku wskazuje fakt, iż podejmowały one właściwe decyzje, we właściwym momencie i z należytą siłą, co do skali nadpłynności, pokazując różnego rodzaju sytuacje związane z płynnością – poczynając od chwilowych okresów braku płynności po operacyjną bieżącą nadpłynność, jak również nadpłynność strukturalną w połowie lat dziewięćdziesiątych, którą udało się przełamać.

Po piąte, skuteczność i nowoczesność działań NBP w operacjach otwartego rynku potwierdza ewolucję wykorzystania narzędzi. Początkowo stosowanymi narzędziami były głównie operacje warunkowe. Później dołączyły do nich operacje bezwarunkowe i emisja bonów pieniężnych czy swapów walutowych. Obecnie zasadniczym narzędziem, również preferowanym w Eurosystemie, jest wykorzystanie emisji krótkoterminowych bonów pieniężnych, które właściwie zdominowały te operacje począwszy od IV kwartału 1998 r. po dzień dzisiejszy (wykres 11).

Na podstawie przedstawionej analizy operacji otwartego rynku można stwierdzić, że prowadzenie ich przez NBP odpowiada standardom i wymaganiom nowoczesnej polityki pieniężnej, dobrze wpisującej się w rozwiązania unijne, co jest ważnym elementem w okresie bliskiej już akcesji. Równocześnie należy podkreślić fakt, że rezultaty te nie byłyby możliwe do uzyskania bez zbudowania przez NBP podstaw silnej niezależności, która jest warunkiem *sine qua non* sukcesów jego polityki pieniężnej.

OPEN MARKET OPERATIONS IN POLAND IN 1993-2002

S u m m a r y

The paper presents Open Market Operations as the most popular and innovative monetary policy instrument used in market economy.

On the one hand, the development of these operations and their intensive application in the Polish money market indicates the decreasing importance of the administrative instruments in the state policy on market regulation of money supply.

On the other hand, the growing scale of the Open Market Operations, as well as the changes in the type of operations, point to the still existing problem of overliquidity of the banking system in Poland. The presence of these phenomena indicates that some action has to be taken to reduce overliquidity.