

mgr Gracjan Pietrzyk
Studium Doktoranckie Akademii Ekonomicznej im. Karola Adamieckiego w Katowicach
Promotor pracy doktorskiej: Prof. dr hab. Irena Pyka

Nadpłynność krajowego sektora banków komercyjnych w roli czynnika zakłócającego transmisję impulsów polityki pieniężnej do sfery realnej

Wstęp

Mechanizm transmisji impulsów polityki pieniężnej opisuje sposób, w jaki impulsy te przechodzą przez system i wywierają wpływ na nominalną i realną sferę gospodarki¹. Proces ten można więc zdefiniować jako zachowania instytucji oraz jednostek ekonomicznych stanowiące drogę (kanał), poprzez który polityka banku centralnego wpływa na decyzje cenowe i produkcyjne podmiotów ekonomicznych². Mianem impulsów polityki pieniężnej określa się impulsy pieniężne (monetarne) będące wynikiem działań banku centralnego, przede wszystkim zmian w narzędziach polityki pieniężnej³. W pewnym uproszczeniu można podzielić mechanizm transmisji na dwa etapy: reakcji banków komercyjnych na zmiany w instrumentach polityki pieniężnej banku centralnego oraz reakcji podmiotów gospodarujących (przedsiębiorstw i gospodarstw domowych) na zmiany oprocentowania depozytów i kredytów w bankach komercyjnych. Ponieważ to banki są pośrednikami impulsów polityki pieniężnej do realnego sektora gospodarki, brak odpowiedniej reakcji z ich strony oznacza znaczne opóźnienia dostosowań makroekonomicznych i w sytuacjach ekstremalnych. Przy małej elastyczności polityki fiskalnej może taka sytuacja prowadzić do zaburzeń i poważnego kryzysu w gospodarce, nawet jeśli zagrożenia zostały rozpoznane prawidłowo, a działania podjęte odpowiednio wcześniej⁴.

Jedną z przyczyn braku oczekiwanej przez bank centralny reakcji banków komercyjnych na stosowane instrumenty polityki pieniężnej jest nadpłynność krajowego sektora bankowego. Celem opracowania jest wykazanie negatywnego wpływu nadmiaru płynnych rezerw banków na kanały, którymi przekazywane są impulsy polityki monetarnej do sfery realnej. Dokładna znajomość mechanizmu transmisji impulsów polityki pieniężnej do sfery realnej jest bardzo istotna z punktu widzenia skuteczności prowadzenia polityki pieniężnej. Sytuacja, gdy system bankowy jest ważnym źródłem finansowania przedsiębiorstw, wymusza precyzyjne rozpoznanie procesów transmisji impulsów monetarnych banku centralnego na wolumen udzielanych kredytów przez banki komercyjne ich klientom oraz na oprocentowanie oferowanych przez nich depozytów i kredytów.

Charakterystyka kanałów transmisji impulsów polityki pieniężnej

Wyróżnić można następujące kanały transmisji⁵:

- a) tradycyjny,
- b) kredytowy,
- c) kursowy,
- d) giełdowe.

¹ M. Brzoza-Brzezina, M. Józefowska, *Bank centralny – Narodowy Bank Polski*, [w:] *Bankowość na świecie i w Polsce*, red. L. Oręziak, B. Pietrzak, Instytut Naukowo-Badawczy OLYMPUS, Warszawa 2001.

² R. Kokoszczyński, - *Mechanizm transmisji impulsów polityki pieniężnej. Przegląd głównych teorii oraz specyfika transmisji w Polsce*, „Materiały i Studia NBP” 1999, z. 91.

³ *Ibidem*.

⁴ A. Sławiński, J. Osiński, – *Międzybankowy rynek pieniężny*, [w:] *Rynek pieniężny w Polsce w drugiej połowie lat dziewięćdziesiątych. Stan i perspektywy*, red. Z. Polański, Instytut Badań nad Gospodarką Rynkową, Transformacja Gospodarki nr 96, Warszawa 1998.

⁵ R. Kokoszczyński, *op. cit.*; M. Musielak, *Ocena strategii bezpośredniego celu inflacyjnego w Polsce*, praca doktorska, Akademia Ekonomiczna, Poznań 2005.

Kanał tradycyjny transmisji impulsów polityki pieniężnej wyrażony jest przez wpływ stóp procentowych rynku międzybankowego na poziom oprocentowania kredytów i depozytów w bankach, bowiem ich wysokość wpływa na decyzje dotyczące konsumpcji, oszczędności i inwestycji, podejmowane przez przedsiębiorstwa i gospodarstwa domowe. Należy jednak mieć na uwadze fakt, iż oprocentowanie jest jednym z wielu elementów wpływających na popyt wewnętrzny i źródła jego finansowania. Rynkowa stopa procentowa wyznaczana jest przez relację popytu i podaży na fundusze pożyczkowe. Wzrost podaży pieniądza do gospodarki, a więc wzmożona ekspansja kredytowa sektora bankowego, będąca wynikiem wzrostu płynnych rezerw banków (są to środki na rachunkach bieżących banków w banku centralnym), spowodowanego impulsem polityki pieniężnej, prowadzi przy danym popycie do spadku stóp procentowych w sferze realnej. Spadek ten jest konsekwencją obniżenia ceny pieniądza na rynku międzybankowym i wynika właśnie ze wzrostu płynnych rezerw banków. Niższy koszt kapitału zachęca do realizowania inwestycji i wzrostu konsumpcji finansowanej kredytem, co ma się przyczynić do wzrostu produkcji i zatrudnienia, zniechęcając jednocześnie do oszczędzania. Z kolei ograniczenie podaży pieniądza przez bank centralny hamuje działalność kredytową banków, co prowadzi do wzrostu ceny pieniądza. Skutkuje to oczywiście spadkiem produktu krajowego brutto, a zarazem zwiększa atrakcyjność oszczędzania. Bank centralny zatem, oddziałując na koszt pozyskania pieniądza, wywiera wpływ na poziom popytu konsumpcyjnego i inwestycyjnego.

Kolejnym kanałem transmisji impulsów polityki monetarnej do sfery realnej jest kanał kredytowy. Przesłanką funkcjonowania kanału kredytów bankowych (*bank lending channel*) jest założenie, że polityka pieniężna ma wpływ na bilanse banków komercyjnych, w tym na podaż kredytu, oraz że uczestnicy gry rynkowej nie mogą w pełni uniezależnić swojego popytu konsumpcyjnego oraz inwestycyjnego od zmian dostępności kredytu bankowego⁶. Stopy procentowe banku centralnego oddziałują w tym przypadku na podaż kredytu bankowego w gospodarce, a więc kształtowany jest poziom jego dostępności. W wyniku zmniejszenia ilości płynnych rezerw banków (np. za pomocą operacji otwartego rynku) rosną stawki na rynku międzybankowym. Towarzyszy temu zmiana struktury aktywów banków komercyjnych (wzrost papierów wartościowych oraz spadek wolnych środków na rachunkach w banku centralnym). W razie braku możliwości skompensowania spadku płynnych rezerw banków poprzez dostosowanie portfela papierów wartościowych (zamiana papierów wartościowych na wolne środki, mogące służyć ekspansji kredytowej) lub pozyskania funduszy niestanowiących podstawy naliczania rezerwy obowiązkowej, niezbędne staje ograniczenie podaży kredytów. Zwykle wiąże się to ze wzrostem stóp procentowych. Przekłada się to na spadek inwestycji i konsumpcji, zmniejsza się PKB oraz presja inflacyjna. Proces dostosowawczy gospodarki do wyższych stóp procentowych nie musi jednak prowadzić do ograniczenia popytu inwestycyjnego w takim stopniu, jak popytu konsumpcyjnego, długoterminowe stopy procentowe są bowiem słabiej determinowane przez krótkotrwałe fluktuacje na rynku pieniądza, a o wiele silniej zależą od przewidywań inflacyjnych, które wręcz mogą ulec redukcji w obliczu restrykcyjnej polityki prowadzonej przez bank centralny⁷.

Oddziaływanie banku centralnego na sferę realną dokonuje się także za pomocą kanału kursowego. Impulsy polityki monetarnej, powodujące zmianę stóp procentowych, uruchamiają procesy dostosowawcze wartości waluty krajowej w stosunku do walut zagranicznych. Spadek tych stóp zmniejsza atrakcyjność inwestowania w aktywa nominowane w walucie krajowej, co w konsekwencji powoduje odpływ kapitału za granicę w poszukiwaniu bardziej rentownych przedsięwzięć. Skutkiem takiej reakcji jest spadek wartości waluty krajowej. Poprawia to opłacalność eksportu, co może powodować jego wzrost, a przez to korzystniejsze kształtowanie się bilansu handlowego danego kraju. Eksport jest determinantą PKB, a zatem rośnie produkcja krajowa i zatrudnienie. Wzrost stóp procentowych wywołuje oczywiście reakcje przeciwne. Warunkiem sprawnego funkcjonowania tego kanału jest istnienie płynnego kursu walutowego. Ten efekt oddziaływania instrumentu w postaci stopy procentowej na gospodarkę jest jednak silnie zaburzony

⁶ R. Kokoszcyński, T. Łyziak, E. Wróbel, *Czynniki strukturalne we współczesnych teoriach mechanizmów transmisji polityki pieniężnej*, „Bank i Kredyt NBP” 2002, listopad – grudzień.

⁷ P. Szpunar, *Polityka pieniężna – cele i warunki skuteczności*, PWE, Warszawa 2000.

w warunkach reglamentacji przepływów kapitałowych, a także w systemie regulowanego lub quasi-stałego kursu walutowego⁸.

Ostatni kanał transmisji impulsów polityki monetarnej korzysta z pośrednictwa giełdy. Wspólną cechą teorii dotyczących wykorzystania giełdy jako kanału transmisyjnego jest założenie, iż w wyniku impulsów polityki pieniężnej następuje wzrost cen aktywów giełdowych. To, co różni te teorie, to następstwa wynikające ze wzrostu cen giełdowych papierów wartościowych, odnoszące się do różnych kierunków wykorzystania wzrostu wartości aktywów finansowych.

Pierwsza teoria wskazuje na zależność pomiędzy polityką pieniężną, a rozmiarami inwestycji przedsiębiorstw, zachodzącą w wyniku oddziaływania na giełdowe ceny akcji. Niska cena akcji świadczy o niskiej wartości rynkowej jednostki w stosunku do kosztu odnowy jej kapitału rzeczowego. Sfinansowanie zakupu nowych środków trwałych przez pozyskanie zewnętrznego kapitału własnego wiązałoby się w tym przypadku z emisją dużej liczby akcji. Z kolei wysoka cena akcji odzwierciedla sytuację odwrotną, tj. wysoką wartość giełdową danej firmy wobec jej wartości odtworzeniowej. Wobec tego koszty zakupu nowych składników kapitału rzeczowego są w stosunku do jego wartości na rynku niskie, co skłaniać może przedsiębiorstwa do emisji dodatkowego pakietu akcji w celu sfinansowania zakupów. Umożliwia im to zakup dóbr inwestycyjnych o dużej wartości emitując niewielką liczbę akcji. Łatwo zauważyć, że ten kanał transmisji zakłada występowanie rozwiniętego rynku kapitałowego. Powyższe związki przyczynowo-skutkowe zachodzą bowiem wówczas, gdy przedsiębiorstwa znacząco korzystają z emisji akcji i obligacji (oraz innych ewentualnie podobnych instrumentów – np. rolując *commercial papers*). Wpływ polityki pieniężnej na powyższe zależności realizowany jest poprzez wzrost płynnych rezerw banków, skutkujący wzrostem ich ekspansji kredytowej. W dyspozycji jednostek gospodarczych i osób fizycznych jest więcej funduszy pieniężnych (zakładając łatwą dostępność kredytu), co powoduje wzrost wydatków. We wzroście popytu globalnego ma też swój udział popyt na akcje. W rezultacie zwyżkują ceny akcji, co ma powodować zwiększenie wydatków inwestycyjnych, które są determinantą PKB. Impuls polityki pieniężnej działający w kierunku zmniejszenia podaży pieniądza w gospodarce ma oczywiście wywoływać skutki przeciwne.

Druga teoria giełdowa dotyczy efektu niepełnej informacji w stosunku do transakcji pożyczkowych, które nie zostały jeszcze zawarte między bankami, a ich klientami. Hipoteza ta dotyczy postępowania banków wobec potencjalnych kredytobiorców w sytuacji braku dostatecznych informacji o sytuacji finansowej klientów. Działa to hamująco na ekspansję kredytową. Wzrost rynkowych cen akcji wskutek zwiększonego nań popytu, będącego konsekwencją impulsów polityki pieniężnej zorientowanych na zwiększenie ekspansji kredytowej banków, zmniejsza ryzyko nieetycznych zachowań podmiotów gospodarczych. Firmy o wysokim kapitale akcyjnym i dobrej pozycji rynkowej będą mniej skłonne do podejmowania ryzykownych przedsięwzięć, mogących narazić je na utratę prestiżu. W konsekwencji rozszerzenie działalności kredytowej banków, zorientowane głównie na silne kapitałowo podmioty, powoduje wzrost wydatków inwestycyjnych, zwiększając tym samym PKB.

Dwie ostatnie teorie giełdowe to hipotezy kładące nacisk na zależność pomiędzy wzrostem cen aktywów finansowych, a wzrostem wydatków na cele konsumpcyjne. Jedna z nich, zwana efektem zmiany wartości majątku, zakłada dążenie do równomiernego w czasie rozłożenia konsumpcji przez jednostki, przy założeniu, że zakup dóbr trwałego użytku nie jest wydatkiem konsumpcyjnym. Druga natomiast, zwana efektem płynności, odnosi się właśnie do zakupu dóbr trwałego użytku. Wzrost cen rynkowych papierów wartościowych, będących w posiadaniu jednostek, wywołany opisanym już wcześniej impulsem polityki pieniężnej, przekłada się na wyższą skłonność społeczeństwa do wzmoczonych wydatków konsumpcyjnych i dóbr trwałego użytku, które są pochodną rosnącej wartości rynkowej aktywów finansowych.

⁸ *Ibidem*.

Skuteczność mechanizmu transmisyjnego w świetle nadpłynności banków krajowych

Nadpłynność sektora bankowego jest nadwyżką podaży płynnych rezerw banków, tj. środków utrzymywanych przez banki komercyjne na ich rachunkach bieżących w banku centralnym nad popytem na te środki, wynikającym z potrzeb rozliczeniowych, konieczności utrzymania rezerwy obowiązkowej (w przypadku wykorzystywania tego instrumentu polityki pieniężnej) oraz ewentualnie konieczności ukształtowania właściwej struktury bilansu, która ma zapewnić odpowiedni stopień płynności banków w okresach przyszłych. *De facto* jednak środki te nie pozostają na rachunkach bieżących banków, co prowadziłoby do spadku stóp procentowych rynku międzybankowego, lecz są absorbowane przez bank centralny w operacjach otwartego rynku. Absorpcja nadmiaru płynnych rezerw ma zapewnić utrzymanie stóp procentowych rynku pieniężnego (zwłaszcza wybranej przez bank centralny stopy procentowej) na poziomie zgodnym z prowadzoną polityką pieniężną. Stan nadpłynności polskiego sektora bankowego utrzymuje się permanentnie od stycznia 1995 r., kiedy to NBP po raz ostatni przeprowadził operację zasilającą banki w płynne rezerwy.

Nadpłynność w polskim sektorze bankowym, powodująca zakłócenia w wyżej opisanych kanałach transmisji impulsów pieniężnych do sfery realnej, ogranicza skuteczność prowadzonej polityki pieniężnej. Sygnały wysyłane przez władzę monetarną, informujące o bieżącym kierunku prowadzonej polityki pieniężnej, są z pewnością prawidłowo interpretowane przez uczestników rynku, lecz nie wywołują pożądanych zmian w sferze realnej. Analiza kanałów pod kątem skuteczności transmisji impulsów polityki monetarnej wykazuje jednak pewne zróżnicowanie

Kanał kredytowy transmitujący impulsy monetarne poprzez stopień dostępności kredytu w gospodarce nie funkcjonuje praktycznie w ogóle. Zbyt duży stan płynnych rezerw banków w stosunku do zapotrzebowania zgłaszanego przez banki zmniejsza potrzebę dostosowywania stanu ich rachunków, wynikającą z ewentualnie zamierzonej ekspansji kredytowej, ponieważ dysponują odpowiednią ilością własnych środków. Czynnikiem, który niewątpliwie osłabia działanie kanału kredytowego, jest nadpłynność sektora bankowego⁹. Banki, kierując się bieżącą sytuacją rynkową i swoimi preferencjami, część wolnych nadwyżek przeznaczyć mogą np. na zakup papierów skarbowych Ministerstwa Finansów czy bonów pieniężnych NBP, a część – na akcję kredytową, nie zmniejszając tym samym dostępności kredytu. Przed wzmożoną ekspansją kredytową powstrzymać może banki sytuacja w sferze realnej, związana głównie ze złym stanem finansowym wielu przedsiębiorstw oraz stosunkowo dużym udziałem kredytów zagrożonych w kredytach udzielonych ogółem. Z pewnością do wzrostu skuteczności procesów transmisyjnych kanału kredytowego przyczyniłby się strukturalny brak płynności w sektorze bankowym i towarzysząca mu dobra koniunktura gospodarcza, którą w zależności od potrzeb można by tym kanałem stymulować.

Kanał tradycyjny również nie jest zbyt drożny. Brak konieczności zadłużania się banków w banku centralnym powoduje małą ich wrażliwość na zmiany podstawowych stóp procentowych NBP. Mimo odpowiednich dostosowań na rynku międzybankowym impuls monetarny nie przenika – w warunkach nadpłynności banków – z pożądaną siłą do sfery realnej. Możliwość tańszego uzyskania kredytu na rynku pieniężnym czy od banku centralnego wskutek obniżek stóp procentowych nie jest dostatecznym bodźcem dla banków do obniżania kosztu kredytów oferowanych swoim klientom. Kierując się jednak żądzą zysku, chętnie obniżają oprocentowanie depozytów, powiększając tym samym *spread* pomiędzy stopą procentową od udzielanych kredytów i przyjmowanych depozytów, zniechęcając jednocześnie do oszczędzania w formie lokat bankowych.

Kanał kursowy wydaje się być najbardziej odporny na zakłócenia procesów transmisyjnych, wynikające z nadpłynności sektora bankowego, ponieważ miejsce przełożenia impulsów monetarnych koncentruje się na rynku finansowym (tj. na rynku pieniężnym i kapitałowym). Brak jest tu bezpośredniego oddziaływania na oprocentowanie kredytów i depozytów sfery realnej. Dysparytet stóp procentowych przyciąga obcy kapitał spekulacyjny z uwagi na większą rentowność instrumentów finansowych kraju o wyższych stopach procentowych. Wynikająca stąd aprecjacja waluty krajowej doprowadza do sytuacji realnego jej przewartościowania. Pogarsza to opłacalność eksportu,

⁹ R. Kokoszcyński, T. Łyziak, M. Pawłowska, J. Przystupa, E. Wróbel, – *Mechanizm transmisji polityki pieniężnej – współczesne ramy teoretyczne, nowe wyniki empiryczne dla Polski*, „Materiały i Studia NBP” 2002, z. 151.

jednocześnie mogą powodować wzrost importu. Narastający deficyt obrotów handlowych rachunku bieżącego finansowany jest wówczas właśnie napływającym z zewnątrz kapitałem. Pożądanym zatem z punktu widzenia wzrostu PKB jest impuls monetarny, w konsekwencji którego wzrasta opłacalność eksportu, a więc następuje obniżka stóp procentowych banku centralnego. Procesy dostosowawcze na rynku finansowym, związane z odpływem kapitału zagranicznego, osłabiają walutę krajową, ożywiając w ten sposób działania eksportowe podmiotów sfery realnej. Działania takie mogą być podejmowane w sytuacji niskiego i stabilnego wskaźnika inflacji i pod warunkiem, że – według szacunków banku centralnego – ożywienie gospodarcze, spowodowane obniżką stóp procentowych, nie wywoła wzrostu cen. Dostosowania kursowe i ewentualnie wynikająca z nich zmiana wartości eksportu są jednak tylko efektem ubocznym zmian podstawowych stóp procentowych NBP. Głównym celem zmian tych stóp jest informowanie uczestników rynków finansowych o stopniu stabilności warunków monetarnych, będących istotnym czynnikiem podejmowania decyzji inwestycyjnych.

Zakłóceniom procesów transmisyjnych, będących konsekwencją nadpłynności banków, nie opierają się skutecznie teorie wykorzystujące kanał giełdowy do przesyłania impulsów pieniężnych do sfery realnej. Elementem wspólnym tych hipotez jest wzrost wartości rynkowej akcji przedsiębiorstw, wywołujący reakcje popytowe zarówno wśród samych przedsiębiorstw, jak i osób fizycznych, posiadających aktywa finansowe. W każdym z wymienionych przypadków wzrost popytu na walory giełdowe, powodujące wzrost ich cen, wywołany jest impulsem polityki pieniężnej, w wyniku którego następuje wzrost płynnych rezerw banków, a w konsekwencji – wzrost ich ekspansji kredytowej. W sytuacji nadpłynności sektora bankowego w Polsce banki dysponują wystarczającą ilością środków własnych do rozszerzenia ekspansji kredytowej. Działania NBP, w wyniku których powiększą się płynne rezerwy banków (np. przez obniżenie wskaźnika poziomu rezerwy obowiązkowej czy zmniejszenie skali operacji otwartego rynku absorbujących płynność), bardziej przyczynią się do destabilizacji sytuacji na rynku międzybankowym, niż do wzrostu wolumenu udzielonych przez banki kredytów mających zwiększyć popyt globalny.

Ograniczona skuteczność prowadzonej – w warunkach nadpłynności sektora bankowego – przez NBP polityki pieniężnej powinna inspirować go do podjęcia wzmożonych działań, zmierzających do osiągnięcia stanu strukturalnego braku płynności, co niewątpliwie tę skuteczność by poprawiło. Niezmiernie trudno jest procentowo określić efektywność poszczególnych kanałów transmisyjnych na skutek zaistniałych impulsów monetarnych. Nie ulega wątpliwości, że choć osłabione i oddziałujące z opóźnieniem, impulsy te trafiają do sfery realnej, nie zawsze jednak wywołując oczekiwane przez bank centralny skutki.

Literatura

1. Brzoza-Brzezina M., Józefowska M., *Bank centralny – Narodowy Bank Polski*, [w:] *Bankowość na świecie i w Polsce*, red. L. Oręziak, B. Pietrzak, Instytut Naukowo-Badawczy OLYMPUS, Warszawa 2001.
2. Kokoszczyński R., *Mechanizm transmisji impulsów polityki pieniężnej: przegląd głównych teorii oraz specyfika transmisji w Polsce*, „Materiały i Studia NBP” 1999, z. 91.
3. Kokoszczyński R., Łyziak T., Wróbel E., *Czynniki strukturalne we współczesnych teoriach mechanizmów transmisji polityki pieniężnej*, „Bank i Kredyt NBP” 2002, listopad – grudzień.
4. Kokoszczyński R., Łyziak T., Pawłowska M., Przystupa J., Wróbel E., *Mechanizm transmisji polityki pieniężnej – współczesne ramy teoretyczne, nowe wyniki empiryczne dla Polski*, „Materiały i Studia NBP” 2002, z. 151.
5. Musielak M., *Ocena strategii bezpośredniego celu inflacyjnego w Polsce*, praca doktorska, Akademia Ekonomiczna, Poznań 2005.
6. Sławiński A., Osiński J., *Międzybankowy rynek pieniężny*, [w:] *Rynek pieniężny w Polsce w drugiej połowie lat dziewięćdziesiątych: stan i perspektywy*, red. Z. Polański, Instytut Badań nad Gospodarką Rynkową, Transformacja Gospodarki nr 96, Warszawa 1998.
7. Szpunar P., *Polityka pieniężna – cele i warunki skuteczności*, PWE, Warszawa 2000.