

## **Bezpieczeństwo rynku finansowego – rola Narodowego Banku Polskiego**

Stabilność systemu finansowego to stan, w którym pełni on swoje funkcje w sposób ciągły i efektywny, nawet w przypadku wystąpienia nieoczekiwanych i niekorzystnych zaburzeń o znacznej skali.

Szczególne znaczenie dla zachowania stabilności systemu finansowego ma utrzymanie stabilności systemu bankowego. Dzieje się tak ze względu na rolę, jaką banki odgrywają w finansowaniu gospodarki i w rozliczeniach płatniczych. Inną ważną funkcją banków jest tworzenie produktów umożliwiających innym podmiotom zarządzanie swoim ryzykiem finansowym. Z tych powodów szczególnie duży nacisk kładzie się na analizę i ocenę stabilności banków.

Stabilność systemu finansowego jest przedmiotem szczególnego zainteresowania NBP ze względu na powierzone Bankowi ustawowe zadanie działania na rzecz stabilności krajowego systemu finansowego oraz kształtowania warunków niezbędnych do rozwoju systemu bankowego. Z perspektywy banków centralnych utrzymanie stabilności systemu finansowego jest bardzo istotne, gdyż jest silnie związane z podstawowym zadaniem banku centralnego – utrzymaniem stabilności cen. System finansowy odgrywa kluczową rolę w transmisji impulsów polityki pieniężnej do sfery realnej. Niestabilność systemu finansowego może utrudnić jej skuteczne prowadzenie. Drugą przesłanką zaangażowania Narodowego Banku Polskiego w prace na rzecz stabilnego funkcjonowania systemu finansowego jest powierzenie bankowi centralnemu zadania organizacji rozliczeń pieniężnych. Warunkiem koniecznym dla sprawnego działania systemów płatniczych jest stabilne funkcjonowanie współtworzących je instytucji finansowych.

Ważnym czynnikiem wpływającym na stabilność polskiego systemu finansowego jest kształtowanie się kursu złotego i jego zależność od sytuacji gospodarczej krajów regionu (ryzyko regionalne).

W analizowanym okresie 2009 r. złoty umocnił się po silnym osłabieniu na początku roku. Do umocnienia złotego przyczyniło się istotnie zmniejszenie awersji do ryzyka inwestorów globalnych oraz zróżnicowanie ich polityki inwestycyjnej w zależności od sytuacji gospodarczej poszczególnych krajów regionu. W obecnych warunkach rynkowych pesymistyczne informacje dotyczące perspektyw gospodarczych innych krajów regionu w mniejszym stopniu wpływają na notowania na rynku polskim. Zjawiska te wraz z oceną fundamentów gospodarczych Polski wskazują, że ponowna silna i trwała deprecjacja złotego wydaje się obecnie mało prawdopodobna<sup>1</sup>.

## **1. Cele banku centralnego**

Podstawowe funkcje banków centralnych na świecie koncentrują się na realizacji dwóch kluczowych celów stabilności cen oraz stabilności systemu finansowego. Uznaje się, że cele te są ze sobą trwale powiązane i wzajemnie się warunkują, aczkolwiek za podstawowy i statutowy mandat banków centralnych uznawana jest stabilność monetarna. Niska inflacja sprzyja efektywnej alokacji zasobów i w długim okresie wspiera wzrost gospodarczy, co z kolei stwarza stabilne warunki funkcjonowania dla instytucji finansowych i ich klientów. Podobnie, stabilny system finansowy jest podstawą ukształtowania się przewidywalnego mechanizmu transmisji impulsów polityki pieniężnej do gospodarki i rzuca się do utrzymania stabilności monetarnej. Należy podkreślić, że choć stabilność cen postrzegana jako ostateczny i nadrzędny cel polityki banków centralnych jest warunkiem koniecznym do zapewnienia stabilności systemu finansowego, to jednak jeszcze jej nie gwarantuje. Ilustracją tej tezy jest przykład Ja-

---

<sup>1</sup> Raport o stabilności systemu finansowego – grudzień 2009 r.

ponii na początku lat 90., kiedy w środowisku niskiej inflacji narastały problemy sektora bankowego. Dlatego osiągnięcie niskiej i stabilnej inflacji nie oznacza jeszcze, że banki centralne mogą ignorować cel w postaci dbałości o stabilność finansową. Wielu ekonomistów twierdzi nawet, że pierwotnym celem banków centralnych jest zapewnienie stabilności systemu finansowego, bo dopiero ona jest warunkiem osiągnięcia stabilności cenowej.

Choć banki centralne nie kwestionują celu w postaci dbałości o stabilność systemu finansowego, to jednak tylko niektóre z nich mają odpowiedni zapis *explicite* w ustawie o banku centralnym lub innym oficjalnym dokumencie prawnym. W większości przypadków cel ten traktowany jest *implicite*, a ustawowa funkcja banków centralnych w zakresie wspierania stabilności systemu finansowego ograniczona jest do działania na rzecz efektywności i bezpieczeństwa systemu płatniczego.

Argumentem za tym przemawiającym jest fakt, że system płatniczy jest najważniejszym elementem infrastruktury rynków finansowych, a jego sprawność i bezpieczeństwo stanowią podstawowy warunek funkcjonowania systemu finansowego jako całości. Dlatego też zapis dotyczący funkcji wspierania przez banki centralne sprawnego funkcjonowania systemu płatniczego jest często interpretowany szerzej, jako zasadniczy wkład w działania na rzecz stabilności całego systemu finansowego.

Na przestrzeni lat skala zaangażowania banków centralnych w działania na rzecz realizacji dwóch najważniejszych celów: stabilizacji cen i wspierania stabilności systemu finansowego, zmienia się wraz z uwarunkowaniami zewnętrznymi. Po sukcesach polityki antyinflacyjnej w latach 80. i na początku lat 90. uwaga władz monetarnych na świecie zaczyna przesuwać się w kierunku stabilności finansowej. Pod wpływem doświadczeń z lat 90., kiedy światowe rynki finansowe doświadczają swoistej sekwencji szoków, zagadnienia te nabrały szczególnego znaczenia.

W tym okresie banki centralne angażowały się w działania łagodzące przebieg i skutki takich kryzysów, jak: kryzys bankowy w krajach skandynawskich

na początku lat 90., upadek brytyjskiego banku *Barings* w 1995 r., kryzys azjatycki w 1997 r. czy wreszcie kryzys funduszu LTCM.

Również wzrost niepewności na najważniejszych rynkach świata po ataku na *World Trade Center* we wrześniu 2001 r., zwrócił uwagę na znaczenie banków centralnych i ich współpracy w zapewnianiu instytucjom finansowym bezpieczeństwa<sup>2</sup>.

## **2. Instrumenty banku centralnego stosowane w sytuacjach kryzysowych**

Pomimo wielu cech wspólnych, jakimi charakteryzują się kryzysy w systemie finansowym, każdy z nich jest inny i cechuje się pewną specyfiką. Dlatego narzędzia wykorzystywane przez banki centralne w warunkach kryzysowych również są zróżnicowane i nie mają charakteru standardowego.

W zależności od konkretnych uwarunkowań banki centralne dostosowują swoje reakcje do wymogów stawianych przez otoczenie. Do najczęściej wykorzystywanych przez banki centralne sposobów zarządzania sytuacją kryzysową w systemie finansowym należą:

1. funkcja pożyczkodawcy ostatniej instancji,
2. polityka informacyjna, w której ramach wyróżnić można:
  - komunikację z rynkiem,
  - moralną perswazję (*moral persuasion*),
3. decyzja o braku interwencji.

W przeszłości dochodziło również do sytuacji wyjątkowych, kiedy w warunkach poważnego kryzysu w całym systemie finansowym, banki centralne zmuszone były podejmować działania znacznie wykraczające poza standardowy zbiór instrumentów władzy monetarnej. Należą do nich:

1. zasilenie banków w kapitał,

---

<sup>2</sup> O. Szczepańska, P. Sotomska-Krzysztofik, M. Pawliszyn, *Banki centralne wobec kryzysów w systemie bankowym*, Materiały i Studia 2004, nr 11, s. 179, Warszawa NBP 2004, s. 8-12.

2. tworzenie specjalnych instytucji zarządzających aktywami niskiej jakości.

Podkreślić należy, że działania te realizowane były w ścisłej współpracy z rządem oraz innymi instytucjami *Safety Net*.

### 3. Funkcja pożyczkodawcy ostatniej instancji

Najstarszą i najbardziej charakterystyczną funkcją banku centralnego w zakresie wspierania stabilności systemu finansowego jest rola pożyczkodawcy ostatniej instancji (*Lender of LastResort* – LoLR). Oznacza ona dyskrecyjne zasilenie w płynność indywidualnego banku lub całego systemu bankowego w reakcji na niekorzystny szok, wywołujący nadzwyczajny wzrost popytu na pieniądź rezerwowy, który nie może zostać zaspokojony z innych (np. prywatnych) źródeł.

Podstawową i wyróżniającą cechą tego instrumentu jest szybkość, z jaką bank centralny może zareagować na problem banku, wynikający z utraty płynności – żadna inna instytucja nie jest w stanie zasilić rachunku banku praktycznie natychmiast i teoretycznie bez ograniczenia kwoty zasilenia.

Koncepcja pożyczkodawcy ostatniej instancji została po raz pierwszy sformułowana w XIX w. przez brytyjskich ekonomistów H. Thorntona i W. Bagehota. Autorzy potwierdzili potrzebę pełnienia przez bank centralny tej funkcji, argumentując to koniecznością realizacji następujących celów:

- ochrony zasobów (podaży) pieniądza w gospodarce,
- działania zgodnie z długoterminowym celem stabilnego wzrostu podaży pieniądza,
- działania na rzecz stabilności całego systemu bankowego,
- ograniczenia skali niepewności, co do działania władz monetarnych w warunkach kryzysu.

W. Bagehot po raz pierwszy sformułował również podstawowe elementy praktyki banku centralnego w odniesieniu do kredytowania banków w sytuacji nadzwyczajnej. Według tych zasad, w sytuacji kryzysu płynności bank centralny powinien pożyczać bez ograniczeń, ale po wyższej cenie niż nor-

malnie (tzn. przed kryzysem) i pod warunkiem otrzymania zabezpieczenia. Jednocześnie postulował, że w sytuacji kryzysu bank centralny może obniżyć wymagania stawiane wobec przyjmowanych zabezpieczeń i stosować rozszerzoną listę akceptowalnych zabezpieczeń<sup>3</sup>.

Poglądy na temat funkcji pożyczkodawcy ostatniej instancji zmieniały się wraz z rozwojem rynków finansowych i ewolucji bankowości centralnej. Współcześnie funkcja ta określana jest również jako awaryjne wsparcie płynnościowe (*Emergency Liquidity Assistance* – ELA). Przytoczona na wstępie definicja pożyczkodawcy ostatniej instancji jest ogólna, a inni autorzy ją potwierdzają, różniąc się jednak w interpretacji tej funkcji z punktu widzenia zasad i warunków udzielania wsparcia płynnościowego przez bank centralny.

Dyskusja dotyczy szczególnie dwóch kwestii:

1. czy funkcja pożyczkodawcy ostatniej instancji powinna być realizowana w stosunku do indywidualnych banków, czy tylko w odniesieniu do całego systemu bankowego,
2. czy wsparcie płynnościowe powinno być udzielane tylko bankom uznanym za wypłacalne.

Jeden z poglądów głosi, że wsparcie płynnościowe w reakcji na nadzwyczajny wzrost popytu na pieniądź rezerwowy powinno być udzielane przez bank centralny tylko całemu rynkowi za pośrednictwem operacji otwartego rynku. Wynika to z przekonania, że rynek najlepiej może dokonać alokacji płynności od tych, którzy posiadają nadwyżki płynności, do tych, którzy odczuwają niedobór, jednocześnie dokonując oceny wiarygodności kredytowej podmiotów pożyczających. Operacja służyć ma łagodzeniu wahań stóp procentowych na rynku. W takim ujęciu nie ma różnicy pomiędzy wypełnianiem przez bank centralny funkcji pożyczkodawcy ostatniej instancji i zwykłej realizacji polityki pieniężnej. Zasilenie całego systemu w płynność oznacza wzrost masy pieniądza rezerwowego, czyli rozluźnienie polityki pieniężnej w stosunku do stanu poprzedniego.

---

<sup>3</sup> Ibid.

Inny pogląd głosi, że skoro takie postępowanie nie różni się niczym od operacji otwartego rynku, realizowanych w ramach normalnego prowadzenia przez bank centralny polityki pieniężnej, to nie może być traktowane jako funkcja pożyczkodawcy ostatniej instancji. Należy uznać, że funkcję tę bank centralny może pełnić jedynie w odniesieniu do pojedynczych banków, które utraciły płynność. Bilateralna operacja kredytowa banku centralnego z bankiem komercyjnym nie musi powodować wzrostu masy pieniądza rezerwowego, ponieważ jej efekt może zostać zneutralizowany poprzez operację absorbującą w stosunku do reszty systemu, za pośrednictwem operacji otwartego rynku.

Zgodnie z założeniami sformułowanymi jeszcze przez W. Baghota w XIX w., bank centralny nie może angażować się w zasilanie w płynność banku uznanego za niewypłacalny i powinien pozwolić na upadek takiego banku. W praktyce jednak ocena wypłacalności banku, który nagle utracił płynność, jest trudna do wykonania ze względu na brak szybkiego dostępu do najbardziej aktualnych danych o banku w krótkim czasie, potrzebnym na podjęcie przez bank centralny decyzji.

Ponadto utrata płynności przez bank, szczególnie w warunkach kryzysu systemowego, może szybko przekształcić się w stan niewypłacalności. Dlatego w większości przypadków bank centralny, podejmując działania, dysponuje niepełną informacją i ponosi przez to poważne ryzyko. Ryzyko to ograniczane jest poprzez wymóg zabezpieczenia.

Powyższe kwestie, dyskutowane w literaturze przedmiotu, stanowią również poważne praktyczne dylematy, przed jakimi staje bank centralny w momencie, gdy nagła utrata płynności przez bank komercyjny stwarza zagrożenie dla stabilności systemu finansowego. Bank centralny musi wówczas podejmować decyzje, mogące mieć poważne skutki finansowe dla samego banku centralnego i dla całego systemu finansowego. Musi odpowiedzieć sobie na wiele pytań, wśród których najważniejsze dotyczą kwestii zasadniczych – czy udzieli wsparcia bankowi, a jeżeli tak, to według jakiej stopy procentowej i jakie akceptować zabezpieczenie.

Co do jednej kwestii panuje jednomyślność – awaryjne wsparcie płynnościowe ze strony banku centralnego powinno być uruchamiane tylko wtedy, gdy me-

tody rynkowe zawiodą, lub nie jest możliwe ich zastosowanie, oraz gdy istnieje zagrożenie rozprzestrzenienia się kryzysu na cały system finansowy.

Istnieją dwie podstawowe przesłanki, których występowanie uzasadnia potrzebę pełnienia przez bank centralny funkcji pożyczkodawcy ostatej instancji:

- zjawisko asymetrii informacji na rynku finansowym, które powoduje, że nawet bank wypłacalny może być narażony na masowe wycofywanie depozytów lub lokat międzybankowych w czasie kryzysu,
- ryzyko systemowe na rynku finansowym, przejawiające się tym, że kryzys jednej instytucji finansowej może szybko przenieść się na resztę uczestników rynku i poważnie zakłócić funkcjonowanie całego systemu.

#### **4. Polityka informacyjna banku centralnego**

Jednym z instrumentów banku centralnego, używanym zarówno w czasie normalnego funkcjonowania rynku, jak i w momentach zagrożenia kryzysem, jest polityka informacyjna. Istotną rolę w tej polityce odgrywa przejrzystość banku centralnego oraz sposób komunikacji z rynkiem.

W ramach zwiększania przejrzystości banków centralnych MFW we współpracy z BIS stworzył *Kodeks dobrych praktyk w zakresie przejrzystości w polityce pieniężnej i finansowej*. Kodeks zawiera cztery główne kategorie dotyczące potrzeby transparentności banków centralnych:

1. określenie roli, zakresu odpowiedzialności oraz celów banku,
2. otwartość w kwestiach związanych z formułowaniem i raportowaniem podjętych decyzji,
3. dostęp społeczeństwa do informacji dotyczących prowadzonej polityki,
4. wiarygodność i zapewnienie o praworządnym działaniu banku centralnego.

Kodeks powstał przy założeniu, że publiczna wiedza i zrozumienie procesów zachodzących w gospodarce i polityce banku centralnego służyć będą efektywności prowadzonej polityki, a stosowanie dobrych praktyk podnosić będzie wiarygodność banku centralnego jako instytucji publicznej. Banki centralne w róż-



nym stopniu stosują się do wymogów Kodeksu, jednak w dużej mierze starają się realizować jego założenia. Warto zauważyć, że w przeszłości polityka banków centralnych była prowadzona w sposób mniej otwarty, natomiast obecnie przejrzystość banków centralnych na świecie wyraźnie się zwiększa, co z pewnością służy również poprawie komunikacji z rynkiem.

Podstawowym sposobem komunikacji z rynkiem w sytuacji zwyczajnej jest publikowanie wyraźnie określonych celów i zadań, za które odpowiedzialny jest bank centralny, warunków instytucjonalnych, w których działa, oraz zasad i reguł działania na rynkach finansowych. Drugim zakresem komunikacji jest przygotowywanie i publikacja okresowych raportów na tematy związane z rozwojem sytuacji w systemie finansowym, gospodarce czy prowadzonej polityce, w których bank centralny zawierać może swoje opinie w zakresie omawianych problemów. Regularne publikowanie zagregowanych danych, publikowanie wypowiedzi i oświadczeń władz banku, zawierających informacje i wyjaśnienia dotyczące stanowiska w kwestii podjętych decyzji, oraz ujawnianie protokołów ze spotkań władz monetarnych poświęconych zagadnieniom polityki banku centralnego stanowi również narzędzia komunikacji ze społeczeństwem i rynkiem w warunkach ich zwykłej aktywności.

Dzięki komunikacji z rynkiem w warunkach odpowiedniej transparentności, bank centralny zwiększa swoją wiarygodność i wspiera niezależność przy jednoczesnym ułatwieniu rynkom formułowania ich oczekiwań co do rozwoju sytuacji, zgodnie z tym jak postrzegana jest ona z perspektywy władz monetarnych. Jednocześnie warto też zauważyć, że transparentność odgrywa podobną rolę w dbałości o stabilność systemu finansowego, jak i w przypadku polityki pieniężnej, gdzie jej zalety zostały lepiej rozpoznane i są powszechnie akceptowane.

Ponieważ w warunkach kryzysowych najważniejsze znaczenie dla banku centralnego ma funkcja pożyczkodawcy ostatniej instancji, również w polityce informacyjnej kwestia ta stanowi zagadnienie kluczowe. Większość banków centralnych na świecie, mimo że ogólnie akceptuje i popiera ideę transparentności, zazwyczaj nie stosuje jej do kwestii związanych z pożyczkodawcą ostatniej in-

stancji. W tym przypadku banki centralne często prowadzą politykę zgodnie z zasadą konstruktywnej niejednoznaczności. Opiera się ona na założeniu, że dyscyplinie rynkowej i ograniczaniu zjawiska pokusy nadużycia w systemie bankowym najlepiej służą ograniczone do minimum przekazy informacji dotyczących zarządzania sytuacją kryzysową przez bank centralny i jego podejścia do roli pożyczkodawcy ostatniej instancji. Zgodnie z tą zasadą niewiele banków centralnych na świecie informuje o zasadach udzielania awaryjnego wsparcia płynnościowego. Politykę informacyjną opartą na tej zasadzie stosuje większość banków centralnych.

Kwestie przejrzystości polityki komunikacyjnej banku centralnego można rozpatrywać z dwóch punktów widzenia:

- komunikacji *ex ante*,
- komunikacji *ex post*.

Komunikacja banku centralnego z rynkiem typu *ex ante* polega na tym, że wszelkie możliwe kanały informacyjne są wypracowane w warunkach spokoju, przed wystąpieniem ewentualnych napięć w systemie bankowym. Informacje dotyczące systemu są powszechnie dostępne, a bank centralny systematycznie publikuje swoje analizy, co umożliwi rynkowi lepsze zrozumienie intencji i polityki banku centralnego.

Tego typu komunikacja z otoczeniem odbywa się przede wszystkim w okresie normalnego funkcjonowania rynku, głównie za pomocą publikowanych raportów (np. raportów o stabilności finansowej), komunikatów czy protokołów z posiedzeń, oświadczeń i publicznych wypowiedzi władz banku centralnego. Większość banków centralnych na świecie prowadzi i rozwija politykę komunikacji z rynkiem typu *ex ante*.

Transparentność władz monetarnych typu *ex post* odnosi się głównie do działań podejmowanych przez bank centralny w warunkach zagrożenia kryzysem. W sytuacji zagrożenia, szczególnie w przypadku kryzysu pojedynczej instytucji finansowej, bank centralny najczęściej nie ujawnia rynkowi szczegółów zaistniałej sytuacji. Powszechna świadomość ryzyka systemowego i zaangażowania w sprawę

banku centralnego może sprzyjać powstaniu zachowań spekulacyjnych na rynku. Taka sytuacja może kreować dodatkowe ryzyko systemowe i jednocześnie obniżać skuteczność ewentualnych działań władz monetarnych. Uważa się, że bank centralny, ujawniając swoją rzeczywistą wiedzę na temat zagrożonych instytucji, mógłby spowodować pogorszenie sytuacji na rynkach finansowych i zwiększyć ryzyko rozprzestrzenienia i pogłębienia się kryzysu. Dlatego dopiero po zażegnaniu niebezpieczeństwa bank centralny może informować o podjętych działaniach i przesłankach decyzji. W ten sposób może potwierdzić swoją wiarygodność i działanie zgodne z prawem, przyjętymi zasadami i dobrymi praktykami.

Przykładem polityki informacyjnej banku centralnego *ex post* jest przypadek kryzysu LTCM.

Władze Systemu Rezerwy Federalnej po zażegnaniu kryzysu wyjaśniały przed Kongresem Stanów Zjednoczonych motywy, sposób i efekty działania FED wobec funduszu.

Ze względu na ryzyko utraty reputacji w przypadku zarządzania sytuacją kryzysową, bank centralny może też *ex post* ujawniać swoje działania w sposób selektywny, z zastosowaniem polityki konstruktywnej niejednoznaczności. Przykładem takiego podejścia była polityka informacyjna Banku Anglii po upadku BCCI oraz kryzysie małych i średnich banków.

Innym przykładem komunikatu *ex post*, którego publikacja skończyła się jednak negatywnymi konsekwencjami dla rynku i banku centralnego, jest ujawnienie prawdziwego poziomu rezerw walutowych Tajlandii w 1997 r. Komunikat banku centralnego o tym, że rezerwy walutowe kraju zostały dawno wyczerpane, stał się istotnym czynnikiem paniki na rynku finansowym. Ta strategia Banku Tajlandii została krytycznie oceniona przez MFW. Należy podkreślić, że negatywny skutek informacji *ex post* wynika głównie z nieprawidłowo prowadzonej polityki informowania *ex ante*, gdy bank centralny ukrywa np. przed rynkami finansowymi rzeczywisty poziom swoich rezerw walutowych.

Kanały komunikacji z rynkiem, wypracowane w warunkach spokoju na rynkach finansowych, stanowią istotny element polityki banku centralnego prowa-

dzonej w warunkach niestabilności czy też kryzysu. Wtedy główną zaletą komunikacji z rynkiem jest szybka dostępność informacji dla szerokiej publiczności. Zastosowanie tego narzędzia nie niesie ze sobą kosztów finansowych.

Jedynym kosztem dla banku centralnego może być ryzyko utraty reputacji, w przypadku, gdy podana informacja nie zapobiegłaby panice lub, co gorsza, okazałaby się niezgodna z prawdą<sup>4</sup>.

## **5. Specyfika polskiego systemu finansowego**

Jednym z elementów systemu finansowego są rynki finansowe. Najważniejszymi segmentami rynków finansowych są: rynek pieniężny, rynek kapitałowy oraz rynek walutowy. Podobnie jak w większości państw europejskich, główną rolę w polskim systemie finansowym odgrywa sektor bankowy (model kontynentalny). Jest to w dużej mierze konsekwencją przemian, które się dokonały w Polsce w ciągu ostatnich kilkunastu lat. Silny napływ kapitału zagranicznego przyczynił się do wzrostu jego udziału w aktywach sektora bankowego, który kształtuje się na poziomie ponad 70%. Inwestycje w sektor bankowy przyczyniły się do wzmocnienia konkurencji na rynku, co sprzyja wzrostowi efektywności banków, a także podniesieniu jakości świadczonych usług. Zwiększanie świadomości ekonomicznej ludności, w połączeniu ze wzrostem jakości świadczonych usług finansowych, jak również zróżnicowaniem kanałów, docierania przez banki do klientów (szczególną rolę odgrywa niezwykle dobrze rozwinięta bankowość internetowa), pozytywnie wpływa na rozwój finansowy Polski. Zwiększaniu akumulacji oszczędności oraz wzrostowi roli kredytu w gospodarce sprzyjają również relatywnie dobre uwarunkowania ekonomiczne oraz względnie niskie stopy procentowe.

Polski rynek kapitałowy można uznać za relatywnie wysoko rozwinięty. Zarówno pod względem notowań spółek, jak i kapitalizacji GPW stanowi jeden

---

<sup>4</sup> Ibid.

z najważniejszych rynków regulowanych w Europie Środkowo-Wschodniej i rywalizuje na tym polu z giełdą austriacką oraz węgierską. Należy jednak podkreślić wciąż wyraźną różnicę między głębokością rynku polskiego i rynków wysoko rozwiniętych państw strefy euro. Co więcej, jedną z charakterystycznych cech polskiego rynku kapitałowego jest dysproporcja pomiędzy relatywnie wysoką kapitalizacją a stosunkowo niewielkimi wolumenami obrotu. To również wskazuje na niski stopień rozwoju finansowego. Potwierdza to niewielki udział instrumentów notowanych na giełdzie w strukturze oszczędności gospodarstw domowych. Mimo rosnącego w ostatnich latach udziału rynku kapitałowego w strukturze finansowania działalności przedsiębiorstw, płynność rynku pozostaje względnie niska. W porównaniu z rynkami krajów wysoko rozwiniętych rynek walutowy jest względnie płytki, chociaż pod względem płynności wyraźnie dominuje nad krajami regionu. Płytkość rynku walutowego może stanowić zagrożenie, szczególnie w czasie przebywania w systemie ERM II. W sytuacji niskiej płynności rynku względnie niewielki napływ bądź odpływ kapitału mogą przyczynić się do wzrostu zmienności kursu złotego, który w okresie przebywania w ERM II nie może odchyłać się więcej niż 15% od parytetu centralnego. Aby zapobiec dużym wahaniom, bank centralny może wykorzystywać rezerwy walutowe do interwencyjnego zakupu lub sprzedaży złotego. Im większa skala takich operacji, tym większy potencjalny koszt uczestnictwa w ERM II<sup>5</sup>.

## **6. Działania banku centralnego**

Członkostwo w ERM II oznacza konieczność spełnienia kryterium stabilności kursowej, co może się wiązać z zagrożeniami towarzyszącymi uczestnictwu w systemie kursu quasi-sztynnego. Jedno z nich dotyczy tzw. trójkąta niemożności, co oznacza, że w warunkach swobodnego przepływu kapitału równoczesna realizacja celu kursowego i inflacyjnego jest utrudniona, a w dłuższym okresie

---

<sup>5</sup> *Raport na temat pełnego uczestnictwa Rzeczypospolitej Polskiej w trzecim etapie Unii Gospodarczej i Walutowej*, NBP, Warszawa 2009, s.133-135.

często niemożliwa. Gdy, na przykład, napływ kapitału doprowadzi do aprecjacji i zbliżania się kursu waluty krajowej do granicy dopuszczalnych wahań, może okazać się konieczne obniżenie stóp procentowych. To jednak może prowadzić do wzrostu presji inflacyjnej i stać w sprzeczności z innym celem banku centralnego, jakim jest stabilność cen. Taki brak spójności prowadzi także do trudności w komunikowaniu polityki pieniężnej, co może powodować dodatkowe zaburzenia na rynku finansowym.

Inne zagrożenie wiąże się z trudnością w stabilizacji kursu walutowego w warunkach bardzo szybko przemieszczającego się kapitału. Przepływy kapitałowe tym silniej oddziałują na poziom kursu, im mniejszy i mniej płynny jest rynek walutowy danego kraju. Do grupy rynków niewielkich zalicza się również polski rynek. Przepływ relatywnie dużych środków z polskiej gospodarki i do niej może być spowodowany czynnikami, na które krajowa polityka makroekonomiczna nie ma wpływu. W szczególności dotyczy to postępowania funduszy arbitrażowych (hedge funds), gdy zmieniają strukturę swoich portfeli inwestycyjnych. Relatywne obniżenie rentowności aktywów finansowych na rynkach rozwiniętych może spowodować ulokowanie przez te fundusze znaczącej – jak na polskie warunki – ilości kapitału. Gdy jednak atrakcyjność zagranicznych aktywów ponownie wzrośnie, wcześniej zainwestowane środki równie szybko mogą zostać z polskiego rynku wycofane. W konsekwencji, poprzez ulokowanie lub wycofanie kapitału, fundusze arbitrażowe mogą znacząco wzmacniać bądź osłabiać kurs waluty. Choć w ERM II bank centralny powinien przeciwdziałać silnym wahaniom kursowym, w powyższych warunkach skuteczność polityki pieniężnej może być bardzo ograniczona. Wejście funduszy arbitrażowych najczęściej łączy się z zaznaczeniem lub umocnieniem trendu wzrostowego na rynku walutowym. Taka tendencja sprzyja nasileniu spekulacji. Obniżki stóp procentowych mogą być wówczas mało skuteczne, co potwierdzają doświadczenia banków regionu. W takiej sytuacji również mało prawdopodobne byłoby prowadzenie bardzo dużych interwencji walutowych, ze względu na ich ograniczoną skuteczność oraz wysokie koszty neutralizowania skutków tych operacji.

Waga zagrożeń wynikających z uczestnictwa w ERM II rośnie w obliczu obaw o wybuch kryzysu walutowego w trakcie pobytu Polski w systemie. Doświadczenia kryzysów lat 90., kiedy kursy sztywne (bądź stabilizowane w ramach określonych przedziałów wahań) okazały się szczególnie podatne na spekulacyjne przepływy kapitału, uzasadnia takie obawy. System ERM II może zwiększać zagrożenie wystąpienia kryzysu. W sytuacji materializacji takowego ryzyka pogorszeniu może ulec relacja korzyści do kosztów wejścia do strefy euro.

Polski rynek walutowy, z racji swoich rozmiarów i płynności, przyciąga licznych inwestorów portfelowych. Jednocześnie jest na tyle płytki, że odpływ kapitału może doprowadzić do silnego osłabienia złotego. W efekcie kurs złotego jest w znacznym stopniu podatny na skutki decyzji inwestorów portfelowych, którzy z reguły mniej chętnie lokują kapitał na słabiej rozwiniętych rynkach regionu. Pożądane jest zatem uniknięcie sytuacji w czasie uczestnictwa Polski w ERM II, w której – aby spełnić kryterium stabilności cen – konieczne byłoby obniżenie inflacji, co wiązałoby się ze wzrostem stóp procentowych.

Czynnikiem ważnym dla zmienności kursu walutowego, który zwiększa ryzyko zmiany sentymentu rynkowego i gwałtownego odpływu kapitału, jest tzw. efekt zarazania. Występuje on wtedy, gdy niekorzystne zjawiska w jednym kraju przenoszone są na inne gospodarki. Wyjście inwestorów z rynku regionu Europy Środkowo-Wschodniej i silna deprecjacja waluty jednego z takich krajów mogą wpłynąć na stan polskiej gospodarki i stabilność systemu finansowego<sup>6</sup>.

Ryzyko wystąpienia takiego scenariusza zostało ograniczone poprzez rosnącą integrację polskiej gospodarki z gospodarką europejską. Złoty jest postrzegany przez dealerów na globalnym rynku walutowym jako waluta coraz silniej powiązana z euro. Niemniej do momentu przyjęcia euro Polska wciąż będzie narażona na zwiększone wahania złotego w wyniku zawirowań na światowych rynkach finansowych. Mimo opisanych zagrożeń, w pewnych warunkach członkostwo w ERM II może sprzyjać stabilizacji kursowej.

---

<sup>6</sup> *Raport na temat pełnego uczestnictwa Rzeczypospolitej Polskiej w trzecim etapie Unii Gospodarczej i Walutowej*, NBP, Warszawa 2009, s. 203-205.

Pomimo szerokiego pasma wahań, odpowiednio określony parytet powinien spełniać rolę magnesu dla kursu rynkowego (magnet effect – Schadler 2005). Aby kurs centralny mógł skutecznie ograniczać wahania złotego, powinny być spełnione warunki:

uczestnicy rynku muszą być przekonani, że Polska w momencie oceny spełni wszystkie kryteria zbieżności w sposób trwały, gdyż tylko wtedy będzie możliwe przyjęcie euro,

okres uczestnictwa w ERM II powinien być możliwie krótki, co – przez przybliżenie momentu zamiany złotego na euro – będzie zwiększać wiarygodność bieżącego kursu centralnego,

zwiększenie wiarygodności władz monetarnych i tym samym parytetu poprzez wysoki poziom rezerw walutowych.

Doświadczenia uczestników ERM i ERM II pokazują, że interwencje walutowe są bardzo ważnym instrumentem umożliwiającym ograniczenie krótkookresowych wahań kursowych w ramach wyznaczonego pasma wahań. Wysoki poziom rezerw zwiększa wiarygodność realizowanej ścieżki integracji monetarnej i zniechęca spekulantów do podejmowania prób osłabienia waluty krajowej. Niski zasób dewiz banku centralnego świadczyłby z kolei o ograniczonych możliwościach obrony kursu i zachęcałby do ataku spekulacyjnego w celu osiągnięcia łatwego zysku.



## **7. Główne cele i zadania NBP do realizacji na lata 2010-2012<sup>7</sup>**

### **Monitorowanie i wspieranie stabilności polskiego systemu finansowego w kontekście europejskim i globalnym**

NBP jest jedną z instytucji publicznych działających na rzecz utrzymania stabilności systemu finansowego w Polsce. W ramach swoich kompetencji NBP dąży do lepszego rozpoznania zagrożeń stabilności systemu finansowego, monitoruje je, informuje o nich, oraz, w razie materializacji ryzyka, przeciwdziała zagrożeniom. NBP będzie zmierzał do rozwoju współpracy w ramach ESBC w zakresie monitorowania i analiz zagrożeń stabilności europejskiego systemu finansowego. Ze względu na rosnącą współzależność między systemami finansowymi w Polsce oraz za granicą działania NBP będą w coraz większym stopniu uwzględniać międzynarodowy wymiar stabilności systemu finansowego. Aby stworzyć sprawny system identyfikacji ryzyka, NBP będzie rozwijał kontakty z uczestnikami rynków finansowych w Polsce i za granicą, a także zacieśniał współpracę z instytucjami tworzącymi krajową i europejską sieć bezpieczeństwa finansowego.

Uznając decydującą rolę systemów płatniczych w utrzymaniu stabilności finansowej, NBP będzie zapewniał sprawne i bezpieczne funkcjonowanie systemów rozliczeń, w pełni zintegrowanych z europejskim systemem bankowym.

### **Prowadzenie działania na rzecz optymalizacji zarządzania rezerwami dewizowymi**

NBP spełnia funkcje centralnej bankowej instytucji dewizowej poprzez gromadzenie rezerw dewizowych, zarządzanie nimi oraz podejmowanie czynności bankowych i innych, mających na celu zapewnienie bezpieczeństwa obrotu dewizo-

---

<sup>7</sup> *Plan działalności Narodowego Banku Polskiego na lata 2010-2012*, NBP, Warszawa 2009, s. 8-10.

wego oraz płynności płatniczej kraju. Rezerwy dewizowe służą przede wszystkim zapewnieniu wiarygodności i stabilności finansowej kraju, a ich wielkość i struktura powinny umożliwić skuteczne prowadzenie polityki pieniężnej i kursowej.

Realizując zadania związane z zarządzaniem rezerwami dewizowymi, NBP dąży do osiągnięcia jak najwyższej dochodowości rezerw, przy zapewnieniu wysokiego bezpieczeństwa inwestowanych środków i niezbędnej płynności rezerw dewizowych.

Jednym z najważniejszych elementów procesu zarządzania rezerwami jest zarządzanie ryzykiem finansowym. NBP stosuje mechanizmy kontrolne ograniczające ryzyko kredytowe, kursowe, płynności i stopy procentowej. NBP zapewnia bezpieczeństwo i efektywność zarządzania rezerwami dewizowymi poprzez wyraźne oddzielenie funkcji *front-office*, *middle-office* i *back-office* w procesie inwestycyjnym oraz dzięki stosowaniu najlepszych praktyk rynkowych.

### **Wniesienie istotnego wkładu w przygotowanie i realizację programu pełnego uczestnictwa Polski w Unii Gospodarczej i Walutowej oraz – jako bank centralny Polski – przygotowanie się do przystąpienia do strefy euro**

Jako uczestnik Europejskiego Systemu Banków Centralnych NBP będzie nadal realizował zadania dostosowujące prawo, sprawozdawczość statystyczną i system płatniczy do Eurosystemu. NBP zaplanuje zmiany wewnętrznych zakresów odpowiedzialności, struktur i procesów, które będą niezbędne po wejściu do strefy euro, i osiągnie gotowość do wprowadzania tych zmian w miarę pojawiania się potrzeb. NBP wniesie istotny wkład w prowadzenie dialogu z instytucjami odpowiedzialnymi za realizację polityki gospodarczej oraz przygotowanie Polski do pełnego uczestnictwa w Unii Gospodarczej i Walutowej. NBP będzie wspierał koordynację polityki pieniężnej i polityki fiskalnej, dążąc do wybrania najkorzystniejszej strategii przystąpienia Polski do strefy euro. W tym celu będzie współdziałał w tworzeniu krajowej strategii wejścia do strefy euro.

## **Zwiększenie znaczenia Narodowego Banku Polskiego w międzynarodowej debacie ekonomicznej oraz rozszerzenie współpracy technicznej z innymi bankami centralnymi**

NBP będzie dążył do zacieśnienia współpracy z innymi ważnymi ośrodkami naukowymi, bankami ESBC i innymi bankami centralnymi oraz instytucjami międzynarodowymi. W ten sposób zwiększy swoją rolę w międzynarodowej debacie ekonomicznej oraz wpływ na podejmowane decyzje. NBP będzie stale dokonywał oceny zasadności i skuteczności uczestnictwa własnych ekspertów w pracach gremiów międzynarodowych.

Ponadto NBP będzie wzmacniał swoje znaczenie we współpracy międzynarodowej poprzez doradztwo dla wybranych banków centralnych krajów przechodzących, podobnie jak Polska, okres transformacji gospodarczej.

