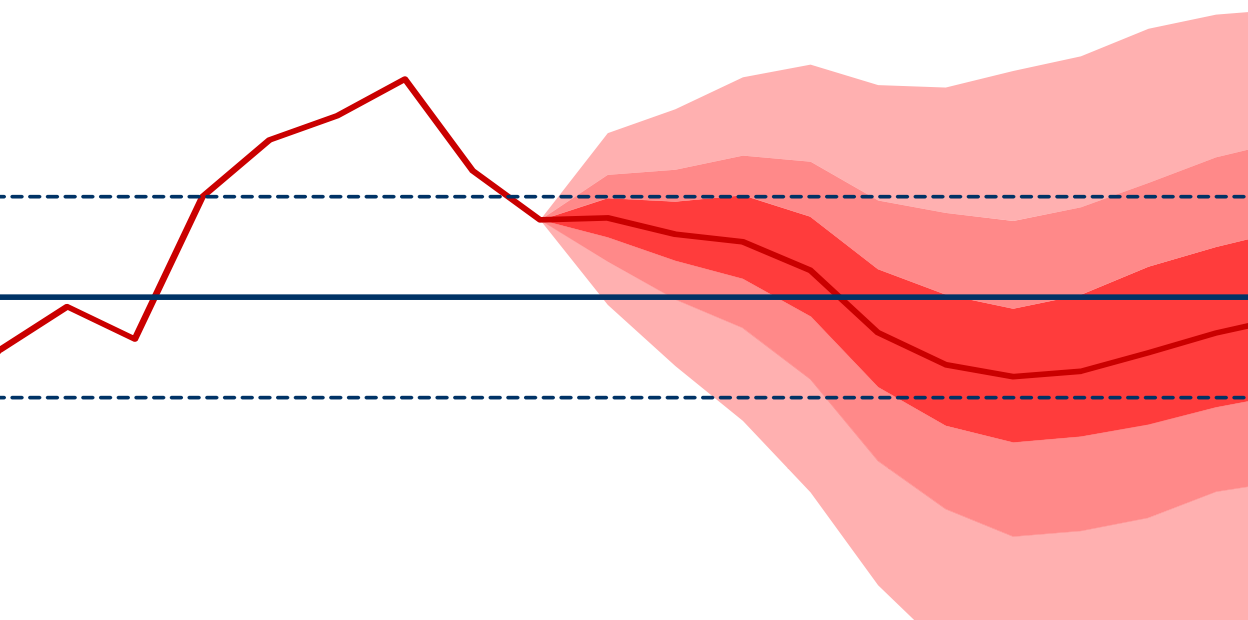


Redakcja naukowa  
Andrzej Sławiński

# Polityka pieniężna



PODRĘCZNIK REKOMENDOWANY PRZEZ KOMITET NAUK O FINANSACH PAN



# Polityka pieniężna

*Książkę dedykujemy jej Czytelnikom*

E

**Autorzy:**

Piotr Bańbuła **13**

Jakub Borowski **15**

S

Katarzyna Budnik **4**

Michał Gradzewicz **5**

Jacek Karwowski **9**

Z

Tomasz Łyziak **7**

Witold Małecki **14\***

Marek Rozkrut **10**

A

Michał Rubaszek **6**

Krzysztof Rybiński **12, 17**

Piotr Sałata **18**

Z

Andrzej Sławiński **1, 2, 3, 14\***

Mateusz Szczurek **11**

Dobiesław Tymoczko **8, 16**

I

E

---

\* współautorstwo

Redakcja naukowa  
Andrzej Sławiński

# Polityka pieniężna



Wydawnictwo C.H. Beck  
Warszawa 2011

Wydawca: Dorota Ostrowska-Furmanek  
Redakcja merytoryczna: Hanna Malarecka-Simbierowicz  
Recenzent: prof. zw. dr hab. Ryszard Wierzba

Projekt okładki i stron tytułowych: GRAFOS

Seria: Finanse



Podręcznik rekomendowany przez Komitet Nauk o Finansach PAN

Niniejsza książka została wydana dzięki wsparciu finansowemu  
Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie SA



GIEŁDA PAPIERÓW  
WARTOŚCIOWYCH  
W WARSZAWIE



© Wydawnictwo C.H. Beck 2011

Wydawnictwo C.H. Beck Sp. z o.o.,  
ul. Bonifraterska 17, 00-203 Warszawa

Skład i łamanie: IDENTIA

Druk i oprawa: Interdruk, Warszawa

ISBN 978-83-255-2949-9



ISBN ebook 978-83-255-2950-5

# Spis treści

---

Wstęp .....	9
<b>Część pierwsza</b>	
<b>Podstawowe funkcje banków centralnych.....</b>	<b>11</b>
<b>1. Emisja pieniądza (Andrzej Sławiński) .....</b>	<b>13</b>
1.1. Baza monetarna.....	13
1.2. Pieniądz depozytowy .....	15
1.3. Wpływ banku centralnego na podaż pieniądza.....	18
<b>2. Stabilizowanie inflacji (Andrzej Sławiński).....</b>	<b>22</b>
2.1. Długookresowa stabilność inflacji w systemie waluty złotej.....	22
2.2. Wielki Kryzys i aktywna polityka pieniężna.....	24
2.3. Zastosowanie strategii kontroli podaży pieniądza.....	29
2.4. Rozpowszechnienie się strategii celu inflacyjnego .....	36
2.5. Mechanizm transmisji polityki pieniężnej.....	43
<b>3. Stabilność finansowa (Andrzej Sławiński) .....</b>	<b>51</b>
3.1. Początki dyskusji na temat roli banków centralnych w zapewnianiu stabilności finansowej .....	53
3.2. Procykliczność akcji kredytowej .....	54
3.3. Zmiany w nadzorze bankowym.....	59
3.4. Konieczność koordynowania polityki pieniężnej i makroostrożnościowej .....	62
<b>Część druga</b>	
<b>Główne punkty odniesienia polityki pieniężnej.....</b>	<b>67</b>
<b>4. Prognozy inflacji (Katarzyna Budnik) .....</b>	<b>69</b>
4.1. Modele prognostyczne .....	70
4.2. Prognozowanie w banku centralnym.....	73
4.3. Prognozy w Narodowym Banku Polskim .....	76
<b>5. Naturalna stopa bezrobocia (Michał Gradzewicz) .....</b>	<b>79</b>
5.1. Wpływ polityki pieniężnej na gospodarkę .....	80
5.2. Krzywa Phillipsa .....	81

5.3. Koncepcja naturalnej stopy bezrobocia.....	82
5.4. „Rewolucja racjonalnych oczekiwań” i powstanie nowej ekonomii klasycznej ...	85
5.5. NAIRU i jej determinanty .....	88
5.6. Produkt potencjalny i luka popytowa.....	90
<b>6. Kurs równowagi (Michał Rubaszek) .....</b>	<b>92</b>
6.1. Wpływ kursu walutowego na gospodarkę.....	92
6.2. Wpływ banku centralnego na kurs walutowy .....	95
6.3. Kurs równowagi jako punkt odniesienia dla polityki pieniężnej .....	96
<b>7. Oczekiwania inflacyjne (Tomasz Lyziak) .....</b>	<b>105</b>
7.1. Modele formułowania oczekiwań inflacyjnych .....	106
7.2. Znaczenie charakteru oczekiwań dla kosztów dezinflacji .....	110
7.3. Wykorzystywanie bezpośrednich miar oczekiwań inflacyjnych w polityce pieniężnej .....	114
<b>Część trzecia</b>	
<b>Realizacja polityki pieniężnej .....</b>	<b>119</b>
<b>8. Operacje otwartego rynku (Dobiesław Tymoczko) .....</b>	<b>121</b>
8.1. Operacje otwartego rynku jako główny instrument polityki pieniężnej.....	122
8.2. Przygotowywanie i przeprowadzanie operacji otwartego rynku .....	125
8.3. Przyszłość operacji otwartego rynku .....	129
<b>9. Interwencje na rynku walutowym (Jacek Karwowski) .....</b>	<b>131</b>
9.1. Cele interwencji walutowych .....	132
9.2. Rodzaje interwencji walutowych.....	133
9.3. Wpływ interwencji na kurs walutowy.....	137
9.4. Przykłady interwencji walutowych.....	139
9.5. Skuteczność interwencji walutowych .....	140
<b>10. Polityka informacyjna banków centralnych (Marek Rozkrut) .....</b>	<b>142</b>
10.1. Przyczyny wzrostu znaczenia polityki informacyjnej.....	142
10.2. Cele polityki informacyjnej .....	144
10.3. Polityka informacyjna w warunkach niepewności .....	146
10.4. Instrumenty polityki informacyjnej .....	148
10.5. Polityka informacyjna polskich władz monetarnych .....	151
<b>11. Polityka pieniężna w Polsce (Mateusz Szczurek) .....</b>	<b>153</b>
11.1. Polityka pieniężna w okresie transformacji ustrojowej.....	153
11.2. Stosowanie kontroli podaży pieniądza i pasma wahań złotego .....	157
11.3. Zastosowanie strategii celu inflacyjnego.....	160
11.4. Nowe wyzwania wobec polityki pieniężnej NBP .....	163
<b>Część czwarta</b>	
<b>Wpływ globalizacji na bankowość centralną.....</b>	<b>165</b>
<b>12. Wpływ globalizacji na inflację i politykę pieniężną (Krzysztof Rybiński) .....</b>	<b>167</b>
12.1. Pojęcie globaliacji .....	167
12.2. Wpływ globalizacji na gospodarkę i inflację .....	169
12.3. Globalizacja a polityka pieniężna .....	172

<b>13. Wpływ czynników globalnych na kursy walutowe</b> ( <i>Piotr Bańbuła</i> ) .....	175
13.1. Podstawowe punkty odniesienia zmian kursów walutowych .....	176
13.2. <i>Carry trade</i> .....	177
13.3. Przyczyny współzmienności cen aktywów w skali globalnej .....	180
13.4. Wpływ czynników globalnych na kursy walut a polityka pieniężna.....	185
<b>14. Ewolucja systemów kursowych</b> ( <i>Witold Małeck, Andrzej Sławiński</i> ).....	187
14.1. Systemy kursowe .....	188
14.2. System waluty złotej.....	190
14.3. System z Bretton Woods.....	192
14.4. Kierunki ewolucji międzynarodowego systemu walutowego .....	193
14.5. Wpływ wyboru mechanizmu kursowego na inflację .....	195
<b>15. Doświadczenia pierwszej dekady funkcjonowania strefy euro</b> ( <i>Jakub Borowski</i> ) .....	201
15.1. Handel zagraniczny i inwestycje bezpośrednie .....	203
15.2. Realna konwergencja.....	205
15.3. Różnicowanie się konkurencyjności gospodarek strefy euro i niestabilne boomy kredytowe.....	207
15.4. Polityka fiskalna .....	211
15.5. Potrzeba większej koordynacji polityki gospodarczej krajów członkowskich ....	215
<b>Część piąta</b>	
<b>Banki centralne a rynki finansowe</b> .....	217
<b>16. Operacje banków centralnych w okresach kryzysowych</b> ( <i>Dobiesław Tymoczko</i> ).....	219
16.1. Reakcje banków centralnych na globalny kryzys bankowy.....	220
16.2. Wzrost skali i rozszerzenie form interweniowania banków centralnych na rynkach finansowych .....	223
16.3. Przekształcenie się kryzysu bankowego w kryzys fiskalny .....	227
<b>17. Zarządzanie rezerwami walutowymi</b> ( <i>Krzysztof Rybiński</i> ) .....	229
17.1. Korzyści i koszty związane z utrzymywaniem rezerw walutowych.....	230
17.2. Alternatywny koszt utrzymywania rezerw walutowych.....	232
17.3. Korzyści z dywersyfikacji rezerw walutowych .....	234
17.4. Dwie strategie radzenia sobie z problemem nadmiernych rezerw dewizowych...	236
<b>18. Krzywa dochodowości</b> ( <i>Piotr Sałata</i> ) .....	239
18.1. Podstawowe teorie krzywej dochodowości .....	240
18.2. Terminowe stopy procentowe jako odzwierciedlenie oczekiwanej wysokości stóp procentowych .....	244
18.3. Krzywa dochodowości jako wskaźnik koniunktury .....	245
<b>Bibliografia</b> .....	248





# Wstęp

---

Książka ta powstała z inicjatywy Komitetu Nauk o Finansach Polskiej Akademii Nauk. Jest pomyślana jako podręcznik do polityki pieniężnej dla kierunku „Finanse i Rachunkowość” na uczelniach ekonomicznych.

Chcąc uzyskać możliwie wielowymiarowy obraz polityki pieniężnej, zaprosiłem do pracy nad książką nie tylko kolegów wykładowców z uczelni ekonomicznych, ale także ekonomistów z banku centralnego i przedstawicieli rynków finansowych.

Staraliśmy się pisać ją w sposób możliwie jasny i prosty, aby była łatwo zrozumiała dla wszystkich, których interesuje wpływ banków centralnych na gospodarkę i inflację. Jednocześnie jednak dążyliśmy do uwypuklenia wielości problemów i wyborów, przed jakimi stają banki centralne. Chcieliśmy pokazać w ten sposób, że studiowanie polityki pieniężnej jest zajęciem nie tylko interesującym, ale także pożytecznym, pomagającym lepiej rozumieć funkcjonowanie gospodarki i rynków finansowych. Wierzymy, że dzięki temu nasza książka wzbudzi zaciekawienie czytelników bankowością centralną. Liczymy również, że treść jej różnych rozdziałów okaże się dogodnym punktem wyjścia do ciekawych dyskusji w trakcie zajęć z polityki pieniężnej, makroekonomii i finansów międzynarodowych.

Wszystkim autorom ogromnie dziękuję za to, że zgodzili się wziąć udział w pisaniu książki i za przyjemność, jaką było jej redagowanie. Szczególne podziękowania składam Panu Profesorowi Ryszardowi Wierzbie za wnikliwą i pomocną dla nas recenzję oraz Pani Redaktor Hannie Simbierowicz za pomoc w uwalnianiu naszych tekstów od ich nadmiernej niekiedy hermetyczności.

*Andrzej Sławiński*



**Część pierwsza**

---

# **Podstawowe funkcje banków centralnych**



# 1 Emisja pieniądza

---

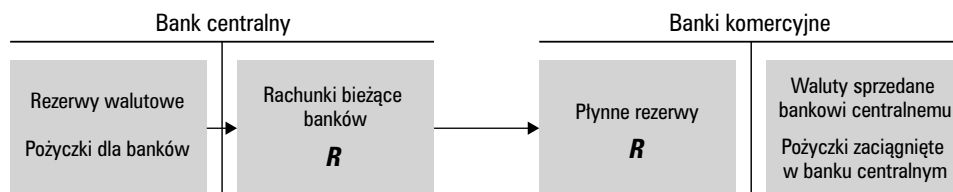
Książkę na temat polityki pieniężnej wypada zacząć od przedstawienia mechanizmu emisji pieniądza, skoro tak często słyszymy, że to banki centralne emitują pieniądź. Warto przedstawić mechanizm emisji pieniądza choćby po to, by pokazać, że rzeczywistość jest trochę inna, niż się dość powszechnie sądzi. Wprawdzie banki centralne rzeczywiście emitują pieniądź, ale tylko pieniądź gotówkowy, który stanowi małą część ogólnej podaży pieniądza. Pieniądź depozytowy, czyli środki płatnicze, które gospodarstwa domowe i przedsiębiorstwa trzymają na rachunkach bieżących w bankach, stanowiący zasadniczą część podaży pieniądza, jest kreowany kredytem w bankach komercyjnych. Mimo że bank centralny nie emituje pieniądza depozytowego, to jednak oddziałuje na ogólną wielkość emisji pieniądza, ponieważ ma wpływ na wysokość stóp procentowych, a tym samym na wielkość akcji kredytowej banków.

## 1.1. Baza monetarna

Przyglądanie się przebiegowi procesu emisji pieniądza zaczniemy od zajrzenia do bilansu banku centralnego, żeby zobaczyć, jak powstaje **baza monetarna** obiegu pieniężnego, którą tworzą płynne rezerwy banków i pieniądź gotówkowy.

**Płynne rezerwy** banków są to środki, które banki komercyjne utrzymują na rachunkach bieżących w banku centralnym. Kreacja płynnych rezerw jest efektem zakupu walut przez bank centralny od banków komercyjnych lub udzielania im pożyczek krótkoterminowych. Kupując waluty od banków komercyjnych lub udzielając im krótkoterminowych pożyczek, bank centralny zwiększa środki płatnicze na rachunkach bieżących banków, zwiększając w ten sposób ich płynne rezerwy (rys. 1.1).

Chcąc łatwo „czytać” zamieszczone w tym rozdziale schematy, wystarczy przypomnieć sobie, że lewa strona bilansu mówi nam o tym, jakie aktywa posiada dana instytucja, a prawa (pasywna) strona bilansu mówi o tym, jakie były źródła ich finansowania. Na rysunku 1.1 widzimy, że źródłem finansowania zakupu posiadanych przez bank centralny rezerw walutowych oraz źródłem finansowania pożyczek udzielanych bankom komercyjnym jest kreacja płynnych rezerw banków. W bilansie banków komercyjnych ich płynne rezerwy występują jako aktywa, których powstanie sfinansowała sprzedaż walut bankowi centralnemu lub zaciągnięcie w nim pożyczek krótkoterminowych.



**Rysunek 1.1.** Emisja płynnych rezerw banków

Źródło: opracowanie własne.

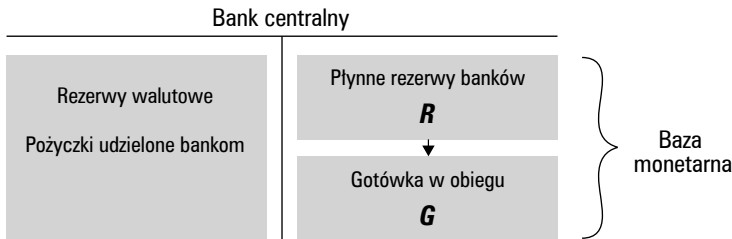
Jaką rolę odgrywają płynne rezerwy banków?

Po pierwsze, są wykorzystywane przez banki komercyjne jako środek płatniczy w rozliczeniach międzybankowych. Z tego względu banki komercyjne muszą utrzymywać płynne rezerwy nawet wtedy, gdy – jak to jest w kilku krajach – nie zobowiązuje ich do tego bank centralny, wyznaczając określony poziom stopy rezerw obowiązkowych.

Po drugie, płynne rezerwy banków komercyjnych są „surowcem” do kreacji pieniądza gotówkowego. Gotówka, którą wypłacamy z rachunku, jaki mamy w banku komercyjnym, jest kreowana w momencie, gdy nasz bank, żeby mieć zapas pieniądza gotówkowego na wypłaty dla nas i innych swoich klientów, zamienia na pieniądź gotówkowy część środków, jakie ma na rachunku bieżącym w banku centralnym.

Suma gotówki w obiegu oraz płynnych rezerw banków komercyjnych stanowi **bazę monetarną obiegu**, nazywaną **pieniądzem banku centralnego**, ponieważ chodzi tu o środki płatnicze kreowane bezpośrednio przez bank centralny, jakkolwiek do podaży pieniądza zaliczana jest tylko **gotówka w obiegu**, czyli pieniądź gotówkowy znajdujący się w posiadaniu gospodarstw domowych i przedsiębiorstw. Płynne rezerwy banków nie są traktowane jako składnik podaży pieniądza. Jest tak dlatego, że podaż pieniądza tworzą środki płatnicze utrzymywane przez gospodarstwa domowe i przedsiębiorstwa (w formie gotówki

i środków na rachunkach bankowych) po to, by móc finansować swoje bieżące wydatki na zakupy towarów i usług. Płynne rezerwy banków nie są wykorzystywane do finansowania zakupów towarów i usług, a więc nie są składnikiem podaży pieniądza.



**Rysunek 1.2.** Kreacja bazy monetarnej obiegu

Źródło: opracowanie własne.

## 1.2. Pieniądz depozytowy

**Pieniądz depozytowy** są to środki płatnicze gospodarstw domowych i przedsiębiorstw znajdujące się na rachunkach w bankach. Malejące od dawna znaczenie pieniądza gotówkowego sprawia, że to pieniądz depozytowy stanowi zasadniczą część podaży pieniądza.

Jak jest emitowany pieniądz depozytowy?

Część pieniądza depozytowego powstaje – rzecz jasna – w ten sposób, że przedsiębiorstwa i gospodarstwa domowe wpłacają całość swoich dochodów na rachunki bankowe, ale pewną ich ilość utrzymują na nich stale jako zapas środków płatniczych potrzebnych na finansowanie bieżących płatności.

To jednak nie wystarczyłoby do zaspokojenia popytu na pieniądź. Zwłaszcza przedsiębiorstw nie stać jest na zostawianie zbyt dużej części bieżących dochodów na rachunkach w banku. Przedsiębiorstwa i tak muszą „zamrażać” dużą część swych dochodów, między innymi w postaci zapasów i produkcji w toku, a muszą mieć także środki płatnicze na wypłatę pensji oraz na płatności podatkowe na rzecz rządu. Dlatego przedsiębiorstwa, by mieć odpowiednią ilość środków płatniczych na dokonywanie bieżących płatności, muszą je pożyczyć w bankach. Te udzielają przedsiębiorstwom kredytów krótkoterminowych, na przykład na finansowanie zapasów, których późniejsze upłynnienie staje się naturalnym źródłem spłaty zaciągniętego kredytu.

Jak widać, duża część pieniądza depozytowego jest kreowana w bankach komercyjnych wskutek udzielania przez nie kredytów finansujących bieżące wydat-



ki przedsiębiorstw, a w ostatnich dwóch dziesięcioleciach banki w wielu krajach zaczęły udzielać coraz więcej kredytów krótkoterminowych także gospodarstwom domowym.

Udzielane przez banki kredyty obrotowe dla przedsiębiorstw i inne kredyty krótkoterminowe zaspokajają popyt na pieniądź, który wynika z konieczności posiadania środków płatniczych potrzebnych na finansowanie bieżących wydatków. W języku makroekonomii powiedzielibyśmy, że chodzi tu o popyt na pieniądź wynikający z motywu **transakcyjnego**. Popyt ten rośnie wraz ze wzrostem dochodu narodowego i zapotrzebowania na środki płatnicze w wyniku zwiększającej się skali zawieranych w gospodarce transakcji. Co prawda występuje jeszcze **ostrożnościowy i spekulacyjny**<sup>1</sup> motyw popytu na pieniądź, jednak decydujące znaczenie ma motyw transakcyjny, co pozwala przyjąć, że popyt na pieniądź rośnie proporcjonalnie do tempa wzrostu dochodu narodowego i wielkości zawieranych w gospodarce transakcji.

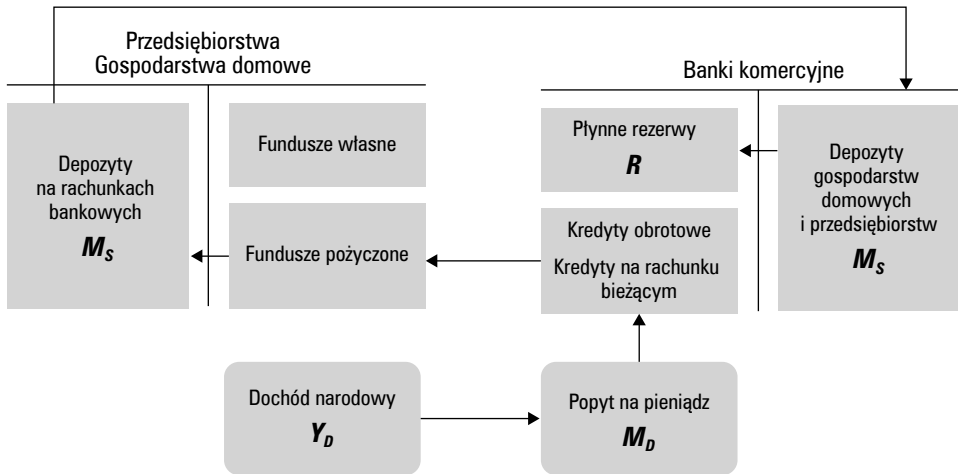
Wprawdzie rysunek 1.3, obrazujący mechanizm kreacji pieniądza w gospodarce, nie uwzględnia – dla uproszczenia – emisji pieniądza gotówkowego, w wyniku czego podaż pieniądza reprezentuje tylko pieniądź depozytowy, ale nie jest to duże uproszczenie, zważywszy na malejące współcześnie znaczenie pieniądza gotówkowego.

Skoro wiemy już, jak kreowany jest pieniądź depozytowy, musimy teraz odpowiedzieć na pytanie: co jest źródłem jego kreacji? W początkowej części rozdziału powiedzieliśmy, że banki centralne mogą kreować środki płatnicze „z niczego”<sup>2</sup>, zwiększając środki na rachunkach bieżących banków. Banki komercyjne nie mogą jednak tego robić. Mogą pożyczyć kredytobiorcom tylko to, co zostało wpłacone na ich rachunki. Skąd banki komercyjne mają środki na zwiększanie akcji kredytowej? Źródłem finansowania kredytów obrotowych nie mogą być ulokowane w nich oszczędności ludności, ponieważ banki wykorzystują je na finansowanie udzielanych firmom kredytów inwestycyjnych. Jakie są zatem źródła finansowania przez banki udzielanych przez nie kredytów obrotowych?

---

<sup>1</sup> Ostrożnościowy motyw popytu na pieniądź wynika, jak sama nazwa wskazuje, z dążenia do utrzymania środków płatniczych na wypadek wystąpienia nieoczekiwanych płatności. Spekulacyjny motyw popytu na pieniądź pojawia się w momencie, gdy oczekiwania na wzrost stóp procentowych i wiążąca się z tym obawa, że spadną wskutek tego ceny obligacji skarbowych, powodują wzrost skłonności do utrzymywania aktywów finansowych w formie środków pieniężnych. W rzeczywistości jednak spekulacyjny motyw popytu na pieniądź ma niewielkie znaczenie, ponieważ obawy przed spadkiem cen obligacji w dużo większym stopniu wywołują wzrost popytu na krótkoterminowe bony skarbowe niż wzrost popytu na pieniądź, który jest aktywem przynoszącym minimalne dochody z oprocentowania.

<sup>2</sup> Z punktu widzenia gospodarki jako całości określenie „z niczego” nie jest prawdziwe. Jeśli części naszych dochodów nie wydajemy, chcąc utrzymywać je w formie zapasu gotówki, to znaczy, że źródłem jej kreacji są nasze oszczędności. Trzymając gotówkę, udzielamy pożyczki NBP, tak jak wszyscy, którzy trzymają dolary amerykańskie udzielają w ten sposób pożyczki Bankowi Rezerwy Federalnej Stanów Zjednoczonych.



**Rysunek 1.3.** Emisja pieniądza depozytowego

Źródło: opracowanie własne.

Odpowiedź łatwo znajdziemy w każdym podręczniku do makroekonomii, gdzie znajduje się opis **mnożnika kredytowego**. Rzecz sprowadza się do tego, że jeśli jakiś bank udzieli określonemu przedsiębiorstwu kredytu obrotowego, to przedsiębiorstwo to użyje pożyczonych środków do dokonania płatności na rzecz innych przedsiębiorstw mających rachunki w innych bankach komercyjnych. Te z kolei wykorzystają wpłacone do nich środki na sfinansowanie kredytów obrotowych. Wykreowane w ten sposób środki płatnicze trafią do następnych firm i innych banków, które także będą mogły zwiększyć swoją akcję kredytową. W ten sposób pieniądz depozytowy, wykreowany kredytem obrotowym w określonym banku, „mnoży się”, ponieważ staje się źródłem finansowania kredytów w kolejnych bankach.

W świecie podręcznikowym mnożnik kredytowy ma tendencję do samoczynnego wygasania, ponieważ każdy z banków musi „odłożyć” część środków, które wpłacają jego klienci, na swoim rachunku bieżącym w banku centralnym w proporcji odpowiadającej ustalonej w danym kraju stopie rezerwy obowiązkowej. W świecie rzeczywistym nie musi tak być, ponieważ banki mogą zaciągać pożyczki w banku centralnym lub w bankach zagranicznych. W praktyce czynnikami ograniczającymi akcję kredytową banków są podwyżki stóp procentowych banku centralnego i wymóg posiadania przez banki kapitału w odpowiedniej relacji do wielkości aktywów.

Rysunek 1.3 mówi nam, że warunkiem zachowania stabilności inflacji w gospodarce jest to, by podaż pieniądza ( $M_S$ ) zwiększała się mniej więcej w takim

tempie, w jakim rośnie popyt na pieniądz ( $M_D$ ) wynikający z długookresowego tempa wzrostu dochodu narodowego i zwiększania się skali zawieranych w gospodarce transakcji. Jak jednak osiągnąć taki stan rzeczy?

Jeśli założymy – co nasza intuicja przyjmie za rzecz oczywistą – że banki komercyjne przed udzieleniem kredytów analizują zdolność przedsiębiorstw i gospodarstw domowych do ich spłaty z przyszłych dochodów, to może powinniśmy też założyć, że wielkość udzielanych przez banki kredytów z natury rzeczy ma tendencję do zwiększania się w tempie zbliżonym do długookresowego tempa wzrostu dochodu narodowego, dzięki czemu bank centralny nie musi się obawiać o to, że wzrost podaży pieniądza depozytowego stanie się przyczyną wzrostu inflacji. Sytuację taką uwzględnia **teoria realnych cykli koniunkturalnych**, która przyjmuje **hipotezę racjonalnych oczekiwań**, zakładającą, że uczestnicy życia gospodarczego znają najbardziej prawdopodobny bieg przyszłych zdarzeń w gospodarce, co powoduje, że ani klienci banków nie zaciągają kredytów, których nie byłoby w stanie spłacić z przyszłych dochodów, ani banki nie udzielają im takich kredytów [King, Plosser, 1984]. W rzeczywistym świecie przyszłość jest jednak niepewna. Można więc łatwo wyobrazić sobie sytuację, w której uczestnicy życia gospodarczego mieliby nadmiernie optymistyczne oczekiwania dotyczące przyszłej koniunktury i tempa wzrostu swoich dochodów. Akcja kredytowa zaczęłaby w takiej sytuacji rosnąć zbyt szybko. W gospodarce pojawiłaby się z czasem presja inflacyjna.

Co może robić bank centralny, żeby zapobiec nadmiernemu wzrostowi akcji kredytowej banków i nadmiernemu wzrostowi podaży pieniądza?

### 1.3. Wpływ banku centralnego na podaż pieniądza

W podręcznikach do makroekonomii przyjmuje się często dla uproszczenia, że bank centralny wpływa na podaż pieniądza poprzez kontrolowanie bazy monetarnej obiegu. Gdyby to była prawda, to celem operacyjnym banków centralnych byłoby odpowiednie kształtowanie wielkości tej bazy. Tymczasem w mediach stale słyszymy i czytamy, że banki centralne ogłaszają swoje decyzje nie o tym, jaka będzie wielkość bazy monetarnej obiegu, lecz o tym, jaka będzie wysokość stóp procentowych.

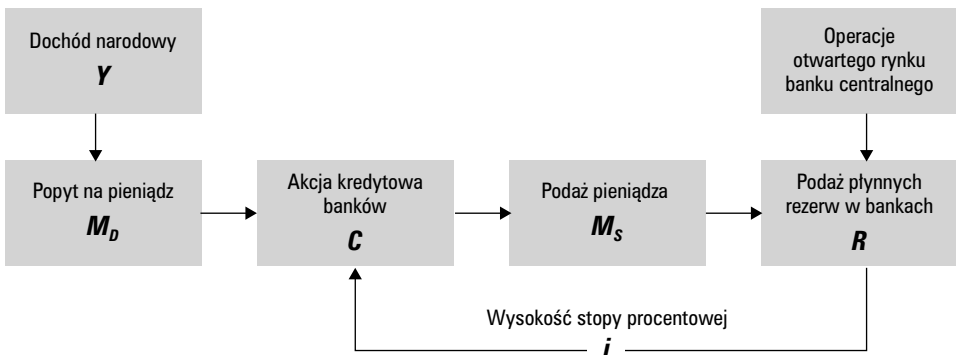
Przyczynę takiej sytuacji łatwo dostrzeżemy, spoglądając ponownie na rysunek 1.3, na którym widać, że to nie podaż pieniądza (depozytowego) zależy od ilości płynnych rezerw banków, lecz ilość płynnych rezerw w bankach zależy od podaży pieniądza depozytowego, skoro od każdego wpłaconego depozytu

bank komercyjny musi wpłacić na swój rachunek w banku centralnym kwotę o wielkości wynikającej z ustalonej przez bank centralny stopy rezerwy obowiązkowej [Goodhart, 2009].

Dlaczego jednak podawana w podręcznikach do makroekonomii informacja o tym, że banki centralne wpływają na podaż pieniądza poprzez odpowiednie kształtowanie wielkości bazy monetarnej jest jednak uprawnionym uproszczeniem? Jest tak dlatego, że bank centralny oddziałuje wprawdzie na podaż pieniądza poprzez wpływ, jaki wywiera na wysokość stopy procentowej, ale możliwość wpływania na wysokość krótkoterminowych stóp procentowych bierze się stąd, że bank centralny kształtuje – poprzez operacje otwartego rynku – relację popytu i podaży na międzybankowym rynku pieniężnym, na którym banki komercyjne pożyczają sobie wzajemnie swoje płynne rezerwy. Mówiąc najkrócej, bank centralny jest na tym rynku głównym „graczem”, w związku z czym może „dyktować” na nim cenę, którą jest w tym przypadku wysokość krótkoterminowej stopy procentowej (rozdz. 8).

Jak widać na rysunku 1.4, mechanizm kreacji pieniądza jest rzeczywiście taki, jak powiedzieliśmy na początku rozdziału. Bezpośredni udział banku centralnego w kreowaniu podaży pieniądza jest stosunkowo mały, ponieważ emituje on tylko pieniądź gotówkowy. Znacznie większy udział w kreacji pieniądza mają banki komercyjne, które kreują kredytem pieniądź depozytowy. Niemniej bank centralny ma decydujący wpływ na ogólną wielkość emisji pieniądza, ponieważ – wpływając na zmiany stopy procentowej – oddziałuje na wielkość podaży kreowanego kredytem pieniądza depozytowego.

I na tym stwierdzeniu moglibyśmy zakończyć rozdział na temat emisji pieniądza, skoro powiedzieliśmy już o rzeczach podstawowych. Jeśli jednak zwró-



**Rysunek 1.4.** Wpływ banku centralnego na podaż pieniądza

Źródło: opracowanie własne.