

NBP

Narodowy Bank Polski

Projekt dofinansowany ze środków Narodowego Banku Polskiego

## Bank banków

Odcinek trzeci: Jak ustala się wysokość stóp procentowych



♦ **Posiedzenia Rady Polityki Pieniężnej**, na których podejmowane są decyzje w sprawie oficjalnych stóp procentowych, odbywają się za zamkniętymi drzwiami

# Jak podejmuje się decyzje o stopach procentowych

**DECYZJE** | Ustalanie wysokości stóp to skomplikowany proces. Zazwyczaj zajmują się tym specjalne kolegiałne organy banków

**ŁUKASZ WILKOWICZ**

Stopy procentowe to podstawowy instrument, za pomocą którego banki centralne wpływają na sytuację w gospodarce (pisałem o tym obszernie tydzień temu). Ale kto i w jaki sposób podejmuje decyzje w sprawie wysokości stóp procentowych?

W Polsce w latach 90. odpowiadał za to osobiście prezes Narodowego Banku Polskiego. Formalnie decyzje były podejmowane jednoosobowo. W praktyce prezes korzystał z materiałów przygotowywanych przez departamenty analityczne banku centralnego. Na samą decyzję poważny wpływ mieli członkowie zarządu NBP. Ostatecznie jednak to sam szef banku centralnego wyznaczał poziom stóp procentowych.

Sytuacja zmieniła się w 1998 roku. Rok wcześniej uchwalona została nowa konstytucja, która w istotny sposób wpłynęła na funkcjonowanie banku centralnego w naszym kraju. Zgodnie z nią:

- Podstawowym celem działania banku centralnego jest stabilność cen. Bank centralny może wspierać rząd w staraniach dotyczących wzrostu koniunktury, ale tylko wtedy, gdy nie zagraża to głównemu celowi NBP.
- Bank centralny nie może finansować deficytu budżetowego.
- Oprócz prezesa i zarządu NBP wprowadzono nowy organ – Radę Polityki Pieniężnej.

To właśnie na Radzie Polityki Pieniężnej spoczęła odpowiedzialność za ustalanie wysokości stóp procentowych. Od wejścia w życie nowej ustawy

o NBP zarząd banku centralnego miał tylko zajmować się bieżącą realizacją decyzji RPP (Rada określa poziom stóp oficjalnych; o tym, na ile efektywnie będą się one przekładały na wysokość krótkoterminowych rynkowych stóp procentowych, decydują operacje otwartego rynku oraz system uśrednionej rezerwy obowiązkowej, za co operacyjnie odpowiada już zarząd banku centralnego).

## Związek z celem

Końcówka lat 90., kiedy decydowano o kształcie organizacji Narodowego Banku Polskiego, to okres, w którym na świecie mocno zyskiwało na popularności powoływanie kolegiałnych organów decydujących o poziomie oficjalnych stóp procentowych banku centralnego.

Na kilka miesięcy przed utworzeniem naszej Rady Polityki Pieniężnej podobny organ został powołany np. w Wielkiej Brytanii (MPC – Monetary Policy Committee). Podobną funkcję w Stanach Zjednoczonych pełni Federalny Komitet Otwartego Rynku (FOMC – Federal Open Market Committee).

Skąd ówczesna zmiana sposobu podejmowania decyzji w bankach centralnych? Wiąże się ona z wprowadzaniem tzw. bezpośredniego celu inflacyjnego. Wcześniej banki centralne skupiały się często na kontrolowaniu skali emisji pieniądza w gospodarce. Pod uwagę brano np. szybkość, z jaką zwiększa się podaż pieniądza. Od lat 90. takie podejście było stopniowo wypierane przez cele inflacyjne. Pierwszym krajem, w którym zdecydowano się oprzeć politykę pieniężną

na zasadzie celu inflacyjnego, była w 1990 r. Nowa Zelandia.

Strategia celu inflacyjnego oznacza, że bank centralny chce utrzymać inflację na pewnym z góry założonym poziomie. Dopuszczana inflacja jest zazwyczaj niewielka (Europejski Bank Centralny określa swój cel jako „nie więcej niż, ale w pobliżu 2 proc.”, w Wielkiej Brytanii jest to dokładnie poziom 2 proc., w naszym kraju od 2003 r. obowiązuje cel na poziomie 2,5 proc. – RPP dopuszcza odchylenia od celu o 1 pkt proc. w górę i w dół).

Określenie celu inflacyjnego wiąże się z koniecznością wypracowania takiego modelu funkcjonowania banku centralnego, który zwiększa prawdopodobieństwo realizacji celu. Dlaczego decyzje grupy osób miałyby być lepsze niż jednej – szefa banku centralnego? Ekonomisci uzasadniają to tak,

że jednoosobowe decydowanie wiąże się z poważnymi ograniczeniami: nawet najlepszy specjalista często nie jest w stanie uchronić się przed jednostronnym spojrzeniem na gospodarkę czy dopasowywaniem decyzji do z góry przyjętej tezy; na decyzje jednej osoby duży wpływ mają jej osobiste poglądy.

Chociaż konsultacje prowadzone przez szefa banku np. z zarządem (w modelu, jaki obowiązywał w Polsce do 1998 roku) mogą nieco złagodzić te ograniczenia, to generalnie kolegiałne podejmowanie decyzji jest uznawane za lepsze rozwiązanie. Poszczególne człon-

dokończenie na ►12

Więcej informacji o rynku pieniężnym i banku centralnym na [www.nbpportal.pl](http://www.nbpportal.pl)



## Jak ustala się wysokość stóp procentowych

## Jak podejmuje się decyzje o stopach procentowych

dokończenie z s. 11

kowie organów decydujących o wysokości stóp procentowych mają nieco inne wykształcenie i doświadczenie - dzięki temu patrzą na problem z nieco innej perspektywy. W czasie dyskusji przed podjęciem decyzji na temat wysokości stóp procentowych wymieniają się poglądami, biorą pod uwagę różne aspekty sytuacji gospodarczej, są w stanie skorygować ewentualne błędy w myśleniu poszczególnych osób. W efekcie - decyzja powinna być bardziej wyważona i trafniejsza.

Wprowadzenie kolegalności ma również uzasadnienie polityczne. Decyzje o stopach procentowych są na tyle ważne dla całej gospodarki, że łatwiej uzasadnić oddanie ich grupie niż tylko jednej osobie. Zapewnienie, że ta grupa będzie wyłaniana przez organy władzy powołane w drodze wyborów powszechnych (jak jest u nas) daje jej mocniejszą legitymację do podejmowania decyzji.

Jak pisał kilka lat temu znany ekonomista Alan Blinder: „W wielu krajach, zmiana w kierunku komitetów (polityki pieniężnej - red.) szła ręką z rozprzestrzenianiem się niezależności banku centralnego. Gdy bank centralny wykonywał tylko rozkazy rządu, nie było powodu, aby na drugim końcu telefonu był cały komitet. Prezes banku centralnego wystarczał, co także ograniczało wysokość rachunku za telefon. Ale gdy banki centralne w kolejnych krajach zyskiwały niezależność, wybór między jednostką a komitetem nabrał znaczenia - zarówno w teorii, jaki w praktyce”.

## Wspólna decyzja

Nasza RPP, chociaż również jest realizacją zasady kolegalności, nie jest kalką podobnych organów w innych krajach. W Polsce RPP składa się z dziesięciu członków: prezesa Narodowego Banku Polskiego (powoływanego przez prezydenta za zgodą Sejmu) i dziewięciu członków (po trzech wybierają prezydent, Sejm i Senat). Zgodnie z ustawą o NBP członkami RPP powinni być „specjaliści z zakresu finansów”. Kadencja członka RPP trwa sześć lat. Ta sama osoba nie może być wybrana na kolejną kadencję. Zgodnie z przepisami, członkowie rady nie mogą się zajmować w trakcie kadencji inną działalnością zarobkową - z wyjątkiem pracy naukowej. Nie mogą być również członkami partii politycznych. Te ograniczenia mają zapewnić im niezależność w podejmowaniu decyzji dotyczących głównie wysokości stóp procentowych.

Dwa najbardziej znane przykłady kolegalnych decyzji w bankowości centralnej na świecie dotyczą Stanów Zjednoczonych i strefy euro (a przed nią - Niemiec). Amerykański FOMC składa się z 12 członków - siedmiu z Rady Gubernatorów Systemu Rezerwy



♦ Rada Prezesów EBC to jeden z najliczniejszych organów ustalających wysokość stóp procentowych

Federalnej oraz pięciu prezesów regionalnych federalnych banków rezerw. Członkowie Rady Gubernatorów są wybierani przez prezydenta USA (i zatwierdzeni przez Senat - wyższą izbę amerykańskiego Kongresu). Natomiast prezesi regionalnych banków rezerw są wybierani przez ich zarządy. Z kolei Rada Prezesów EBC - ciało, które decyduje o kształcie polityki pieniężnej w strefie euro - składa się z sześciu członków zarządu oraz prezesów banków centralnych poszczególnych krajów eurolandu.

Jak widać, główna różnica między naszą RPP a podobnymi ciałami w USA i strefie euro polega na tym, że w Polsce tylko prezes NBP - czyli przewodniczący rady - z racji funkcji musi na bieżąco zajmować się sprawami banku centralnego. Pozostali członkowie polskiej rady mają pod tym względem dużo więcej swobody.

Jak wyglądają posiedzenia komitetów podejmujących decyzje o stopach procentowych? Ich członkowie najczęściej jeszcze przed spotkaniem mogą się zapoznać z materiałami analitycznymi przygotowywanymi w banku centralnym, które przedstawiają sytuację danej gospodarki. Na początku posiedzenia ma zwykle miejsce prezentacja bieżącej oceny gospodarki ze strony przedstawicieli departamentów analitycznych banku centralnego. Później trzeba podjąć decyzję w sprawie stóp procentowych.

W Polsce posiedzenie RPP ma charakter tajny. Po blisko miesiącu od posiedzenia publikowane jest wprawdzie spra-

wozowanie z jego przebiegu, ale dotyczy ono jedynie dyskusji na temat stanu gospodarki i nie wskazuje, jaka była opinia danego członka rady na określony temat. W sprawozdaniu znajdują się też informacje, jakie wnioski dotyczące stóp procentowych były przedmiotem głosowania na posiedzeniu (patrz również niżej). Z kolei najwcześniej po sześciu tygodniach od posiedzenia prezentowane są imienne wyniki głosowania nad zmianą stóp. Pod warunkiem że wniosek o zmianę poziomu stóp został przegłosowany. Jeśli nie - to informacja na temat imiennych wyników głosowania jest prezentowana dopiero w raporcie o inflacji (raporty są publikowane trzy razy do roku: w lutym, czerwcu i październiku).

W naszym przypadku wiadomo, że jeśli pojawiają się dwa różne wnioski o zmianę poziomu stóp procentowych, to jako pierwszy pod głosowanie poddawany jest bardziej radykalny. Jeśli zostanie zaakceptowany, to drugi nie jest już brany pod uwagę. Z wypowiedzi członków RPP dwóch poprzednich kadencji wynikało, że jeszcze przed formalnym głosowaniem każdy z członków deklarował swój punkt widzenia, co ułatwiało podjęcie decyzji całej radzie. Ważnym elementem procesu decyzyjnego naszej RPP jest to, że jeśli głosy rozkładają się po równo (np. pięciu członków chce podwyżki stóp procentowych, a pięciu jest za pozostawieniem ich na dotychczasowym poziomie) - decyduje zdanie prezesa, to on ma głos rozstrzygający. Podobne rozwiązanie jest stosowane również w innych ban-

kach centralnych, co zapobiega brakowi możliwości podejmowania decyzji. W przypadku polskiego banku centralnego, sposobem na uniknięcie takiej inercji jest również zakaz wstrzymywania się od głosu przez poszczególnych członków RPP przy decyzjach o stopach procentowych.

## Co biorą pod uwagę

Co bierze pod uwagę RPP - ale i podobne organy innych banków centralnych - przy decyzji o stopach procentowych? Możemy posłużyć się przykładem naszego banku centralnego. Publikuje on kilka dokumentów, które wskazują, jakie czynniki są dla RPP istotne w polityce pieniężnej:

- założenia polityki pieniężnej na kolejny rok (są przyjmowane zwykle we wrześniu, określają uwarunkowania, ale też cel i instrumenty polityki pieniężnej; trafiają do Sejmu razem z projektem ustawy budżetowej na kolejny rok);
- sprawozdanie z realizacji polityki pieniężnej (jest przedstawiane przez prezesa NBP Sejmowi po zakończeniu każdego roku);
- raport o inflacji (cykliczny dokument, w którym Rada Polityki Pieniężnej przedstawia bieżącą sytuację i perspektywę polityki pieniężnej, raport zawiera również projekcję inflacji i PKB - o której niżej);
- minutes - sprawozdania z posiedzeń RPP (publikowane blisko miesiąc po posiedzeniu);
- informacje po posiedzeniach RPP.

O bieżącej działalności rady najczęściej mówią dwa ostatnie dokumenty, które pokazują, jakie były uwarunkowania decyzji o stopach procentowych na określonym posiedzeniu. Informacja po posiedzeniu zaczyna się zwykle od części mówiącej o sytuacji w gospodarce światowej (uwaga jest skupiona zwykle na gospodarce amerykańskiej oraz w strefie euro). Później jest ocena realnej sfery gospodarki (tempo wzrostu gospodarczego, koniunktura, sytuacja w przemyśle, rynek pracy; zatrudnienie i wzrost płac), omówienie sytuacji na rynku kredytowym (dynamika kredytów zarówno dla przedsiębiorstw, jak i dla klientów indywidualnych), a także wyjaśnienie kształtowania się poziomu inflacji i jej perspektyw. Istotnymi czynnikami, na które zwraca uwagę RPP są także sytuacja finansów publicznych (tużna polityka budżetowa może skutkować wzrostem presji inflacyjnej), a także kurs walutowy (osłabienie waluty zwiększa ceny towarów importowanych, co przyczynia się do wzrostu inflacji; aprecjacja waluty działa w odwrotnym kierunku).

Minutes pokazują już, o czym członkowie RPP mówili na konkretnym posiedzeniu, a także - jakie poglądy na określoną sprawę były prezentowane. Posłużmy się przykładem z ostatniego takiego sprawozdania, dotyczącego posiedzenia rady z listopada 2010 r. (sprawozdanie z posiedzenia grudniowego zostanie opublikowane w drugiej połowie stycznia 2011 r.): „W trakcie posiedzenia Rada Polityki Pieniężnej dyskutowała na temat perspektyw wzro-

stu gospodarczego i inflacji, sytuacji na rynku pracy, agregatów monetarnych i kredytowych oraz kształtowania się kursu złotego” - tak brzmi pierwsze zdanie dokumentu. Dalej przedstawiane są szczegółowo argumenty, jakie padały na posiedzeniu - ale bez podawania, kto je prezentował. Minutes nie zawierają również informacji, jak duża grupa członków RPP zgadzała się z danym poglądem. Na końcu podawana jest informacja na temat wniosków dotyczących zmiany stóp procentowych, jakie były zgłaszane na danym posiedzeniu RPP - nawet jeśli określony wniosek nie został przyjęty przez większość rady.

Na podjęciu decyzji o stopach rola komitetów polityki pieniężnej bądź też prezesów banków centralnych się nie kończy. Trzeba ją jeszcze przedstawić opinii publicznej. W wielu bankach centralnych moment ogłoszenia decyzji o stopach jest znany co do minuty i z niecierpliwością oczekiwani przede wszystkim przez inwestorów na rynkach finansowych. W Polsce wiadomo, że decyzja o stopach będzie ogłoszona po południu drugiego dnia posiedzenia rady (z góry znana jest godzina konferencji prasowej po posiedzeniu RPP).

Część banków centralnych już w komunikacie na temat ewentualnej zmiany stóp procentowych publikuje wyniki głosowania w tej sprawie (przykładem jest amerykański Fed). W Polsce - jak wspomniano - są one prezentowane najwcześniej sześć tygodni po posiedzeniu (takie ograniczenie wprowadza ustawa o NBP). ■



Jak ustala się wysokość stóp procentowych

# Najbardziej wpływowy bank centralny świata

**ZAGRANICA** | Amerykańska Rezerwa Federalna, ze względu na swoją unikalną rolę w światowym systemie finansowym, bywa nazywana bankiem centralnym świata

**GRZEGORZ SIEMIONCZYK**

Rezerwa Federalna, a ściślej rzecz biorąc System Rezerwy Federalnej, została powołana na mocy ustawy z 1913 r., w dużej mierze jako odpowiedź na szereg kryzysów bankowych z poprzednich dekad zwieczonych ostrą paniką z 1907 r. Została ona zahamowana niemal wyłącznie dzięki autorytetowi jednego człowieka, bankiera Johna Pierponta Morgana (ojca dzisiejszego banku JPMorgan Chase), który zdołał przekonać swoich kolegów z branży, aby wsparli słabsze instytucje finansowe oraz zgodnie ograniczyli wypłaty depozytów. To jednak silnie uderzyło w gospodarkę realną.

Wydarzenia te uświadomiły amerykańskim politykom i bankierom, że system bankowy będzie podatny na utratę płynności i zaufania deponentów dopóty, dopóki nie będzie miał w nadzwyczajnych sytuacjach dostępu do wiarygodnego źródła gotówki. Źródłem tym, czyli kredytodawcą ostatniej instancji, została właśnie Rezerwa Federalna (Fed). Wspólny dla całych Stanów Zjednoczonych legalny środek płatniczy – dolar amerykański – istniał bowiem już wcześniej. Drukował go jednak Urząd Kontrolera Waluty, działający w ramach Departamentu Skarbu. Wraz z powstaniem Fedu, to bank centralny zyskał monopol na emisję pieniądza.

## Długa lista obowiązków

Do dziś lista zadań Fedu znacząco wzrosła. Tak jak inne bratnie instytucje świadczy on usługi finansowe dla rządu i musi dbać o stabilność cen. W przeciwieństwie do wielu z nich nie ma jednak określonego celu inflacyjnego. Powszechnie uważa się jednak, że stara się utrzymywać roczne tempo wzrostu bazowego indeksu PCE (alternatywny wobec CPI wskaźnik cen konsumpcyjnych) na poziomie 1,7-2,0 proc. Głównym narzędziem, jakie wykorzystuje do realizacji tego celu, jest stopa funduszy federalnych, określająca oprocentowanie jednodniowych pożyczek, jakie banki komercyjne mogą uzyskać z Systemu Rezerwy Federalnej. Fed zarządza nią głównie za pomocą operacji otwartego rynku oraz wymogów dotyczących poziomu rezerw obowiązkowych.

Swoją pierwotną misję – gwarantowanie stabilności sektora finansowego – realizuje on nie

tylko poprzez pożyczki dla banków i utrzymywanie „elastycznej waluty”, przez co rozumie się jego zdolność do kontrolowania podaży pieniądza. W odróżnieniu od modelu brytyjskiego (i polskiego), gdzie sektor bankowy jest nadzorowany przez odrębną od banku centralnego instytucję, Fed jest w USA również najważniejszym regulatorem. Podlegają mu wszystkie instytucje depozytowe, które prowadzą działalność w całym kraju, a także niektóre banki stanowe. Ma też za zadanie obronę praw kredytowych konsumentów.

Najbardziej kontrowersyjnym elementem mandatu Rezerwy Federalnej jest jednak konieczność dbania o stabilne tempo wzrostu gospodarczego i maksymalny poziom zatrudnienia. Ten ostatni obowiązek został na nią nałożony w latach 70.

Choć na tle takich wiekowych instytucji jak szwedzki Riksbank i Bank Anglii Fed jest młodym bankiem centralnym, jego pozycja w światowym systemie pieniężnym jest zdecydowanie największa. Jest to z jednej strony pozostałość powojennego systemu sztywnych kursów walutowych z Bretton Woods, w którym dolar odgrywał kluczową rolę, z drugiej zaś wagi amerykańskiej gospodarki. W efekcie, jak argumentuje John B. Taylor, wykładowca na Uniwersytecie Stanforda, władze pieniężne wielu innych państw kopiuje politykę Fedu. W niektórych przypadkach jest to spowodowane polityką zarządzającego kursu walutowego (np. w Chinach), w innych zaś obawą, że nieskoordynowane z USA zmiany stóp procentowych poskutkują dużymi wahaniami kursu waluty wobec dolara.

## Prezesi, którzy trzęsą rynkami

Charakterystycznym elementem amerykańskiego banku centralnego jest też jego organizacja. Na System Rezerwy Federalnej składa się siedmioosobowa Rada Gubernatorów, która mieści się w Waszyngtonie, oraz 12 regionalnych oddziałów zlokalizowanych w dużych miastach, m.in. Nowym Jorku, Chicago i San Francisco. To w ich gestii leży realizacja codziennych zadań banku centralnego.

Członków Rady Gubernatorów, która jest w oficjalnym żargonie agendą władz federalnych, wybiera prezydent. Niezależność od rządu gwarantuje im jednak długa, 14-letnia kadencja. Z tego gremium głowa państwa wybiera też prezesa i wicepreze-

sa Fedu. Jego członkowie tworzą zrab Federalnego Komitetu Otwartego Rynku (FOMC), decyzyjnego ciała Fedu. W jego skład wchodzi też na zasadzie rotacji (zmieniają się co rok) pięciu prezesów banków regionalnych. To FOMC, który zwykle zbiera się osiem razy do roku, ustala poziom stopy funduszy federalnych.

Choć kadencja prezesa Fedu trwa cztery lata, od lat 50. na tym stanowisku zmiany następowały rzadko – zaledwie sześć razy. Urzędujący obecnie Ben Bernanke pełni tę funkcję drugą kadencję. Jego poprzednik Alan Greenspan, w kręgach bankowców tytułowany mianem Maestro, trzymał stery Fedu przez blisko dwie dekady, niemal tyle samo co rekordzista William McChesney Martin. Jest to jeden z czynników, oprócz prestiżu kierowanej przez nich instytucji, który przesądza o autorytecie, jakim cieszą się oni w światowym systemie finansowym.

## Bezprecedensowe interwencje

Banki centralne ze swojej natury są wdzięcznym obiektem ataków. Ich misja polega bowiem, jak powiedział wspomniany William McChesney Martin, na „zabranii wazy z ponczem, gdy impreza się na dobre rozkręca”. Nieufność Amerykanów wobec Fedu wydaje się jednak wyjątkowo silna. Jak wynika z grudnia sondażu agencji Bloomberg, 39 proc. z nich uważa, że Rezerwa Federalna powinna w większym stopniu odpowiadać za swoje decyzje przed Kongresem. Kolejnych 16 proc. jest zdania, że instytucja ta powinna zostać zlikwidowana. Obecne status quo – czyli niezależny od rządu i Kongresu bank centralny – popiera jedynie 37 proc. Amerykanów.

W pewnym stopniu wynika to z ich głęboko zakorzenionego sceptycyzmu wobec centralnych władz. Ważniejszą przyczyną tego stanu rzeczy wydaje się jednak kanoniczna dziś interpretacja wielkiej depresji z lat 30. ubiegłego wieku jako pogłębionej błędami banku centralnego, który pozwolił na spadek podaży pieniądza, zamiast zwiększyć go w reakcji na oznaki hamowania gospodarki i paniki bankowej. Propagatorami tej teorii byli Milton Friedman i Anna Schwartz, którzy na jej podstawie zalecali, aby banki centralne utrzymywały stałą stopę wzrostu poda-

dokończenie ►I4



► Prezes Fedu Ben Bernanke cyklicznie składa sprawozdanie Kongresowi

► FED

## Prywatny bank centralny

**Bank centralny Stanów Zjednoczonych wyróżnia również... prywatny charakter. Inne banki centralne są zwykle własnością państwa. Tak jest również w Polsce.** W efekcie to państwo czerpie korzyści w postaci dywidendy z zysku (w Polsce mówimy o wpłacie z zysku banku centralnego). W przypadku Europejskiego Banku Centralnego kapitał jest opłacany przez banki centralne krajów strefy euro (w mniejszym stopniu również krajów Unii Europejskiej nienależących do euro landu – te banki nie uczestniczą jednak w pełni w ewentualnym podziale zysków).

W Stanach Zjednoczonych udziałowcami każdego z 12 banków rezerwy federalnej są natomiast prywatne banki. Status członków systemu Rezerwy Federalnej ma blisko dwie piąte z ok. 8 tysięcy działających w USA banków komercyjnych. Członkowie systemu mają obowiązek utrzymywania 3 proc. swojego kapitału w postaci udziałów w „swoich” regionalnych bankach Rezerwy Federalnej. Udziałowcy mają prawo do dywidendy z zysku. Nie mogą natomiast swobodnie sprzedawać ani kupować udziałów w danym regionalnym banku Rezerwy Federalnej. ■

Jak ustala się wysokość stóp procentowych

# Trzy kadencje Rady Polityki Pieniężnej

POLSKA | Najwięcej zmian w sposobie prowadzenia polityki pieniężnej wprowadziła RPP pierwszej kadencji

ŁUKASZ WILKOWICZ

Do Rady Polityki Pieniężnej są powoływani „specjaliści z zakresu finansów”. Dla ekonomistów wybór do RPP oznacza często zwieńczenie kariery naukowej. Kilku członków RPP pierwszej kadencji niestety już nie żyje. Janusz Krzyżewski zginął jeszcze w trakcie pierwszej kadencji rady (zastąpił go na kilka miesięcy Jan Czekaj, wybrany później do RPP II kadencji). W styczniu 2007 r. zmarł prof. Cezary Józefiak – mentor wielu ekonomistów z Uniwersytetu Łódzkiego (wśród nich byli np. Bogusław Grabowski i Jerzy Pruski z RPP I kadencji). W czerwcu 2009 r. odszedł Grzegorz Wójtowicz, który przed pracą w RPP miał już poważne doświadczenie w bankowości centralnej – przez kilka miesięcy w 1991 r. był prezesem Narodowego Banku Polskiego. W kwietniu 2010 r. w katastrofie pod Smoleńskiem zginął prezes NBP Sławomir Skrzypek, który stał na czele zarządu banku centralnego i przewodniczył pracom Rady Polityki Pieniężnej od stycznia 2007 r.

## Dokonania RPP

Rada Polityki Pieniężnej pierwszej kadencji została powołana na początku 1998 r. Już na początku swojego funkcjonowania wprowadziła znaczące zmiany w funkcjonowaniu banku centralnego. Po każdym posiedzeniu organizowała konferencje prasowe. W sierp-

niu 1998 r. opracowała średnio-terminową strategię polityki pieniężnej, której celem było obniżenie inflacji do poziomu niewiele odbiegającego od tego, jaki obowiązuje w strefie euro (po wejściu do Unii Europejskiej Polska ma obowiązek przyjęcia wspólnej waluty – po spełnieniu określonych warunków, wśród których jest też określony poziom inflacji). Przyjęła strategię bezpośredniego celu inflacyjnego. Co roku był wyznaczany nowy cel – niższy niż w poprzednim. Zgodnie z pierwotną strategią w 2003 r. inflacja miała być obniżona do poziomu 4 proc. (udało się to przed terminem).

Praktycznie od początku działania RPP za główną stopę procentową uznawała tzw. stopę interwencyjną (określającą minimalny poziom rentowności bonów pieniężnych, które służą NBP do absorbowania nadwyżek płynności w sektorze komercyjnym – początkowo bony pieniężne miały miesięczny termin zapadalności, stopniowo został on skrócony do jednego tygodnia).

RPP pierwszej kadencji wprowadziła też zmiany w systemie rezerwy obowiązkowej, które podniosły efektywność prowadzenia polityki pieniężnej. Obok zmian w polityce pieniężnej RPP pierwszej kadencji zajmowała się też kursem walutowym. To właśnie ona w kwietniu 2000 r. upłynniła kurs złotego (wcześniej był on powiązany z kosztykiem walut), zaprzestając także prowadzenia interwencji walutowych.

W lutym 2003 r. RPP pierwszej kadencji przyjęła strategię

polityki pieniężnej po 2003 r. Wyznaczono w niej obowiązujący do dziś cel inflacyjny na poziomie 2,5 proc. (RPP dopuszcza odchylenia od celu w granicach 1 pkt proc. w górę i w dół).

RPP drugiej kadencji podtrzymała strategię przyjętą przez swoich poprzedników. Początek jej kadencji przypadł na okres wchodzenia Polski do Unii Europejskiej. Wiązały się z nim obawy gwałtownego przyspieszenia inflacji (w związku z podwyżką stawek celnych i podatkowych na część towarów). Bank centralny zorganizował wówczas szeroko zakrojoną akcję monitorowania cen. Przeciwdziałając ryzyku wzrostu inflacji, RPP podnosiła stopy procentowe, które niedługo potem obniżono. Kolejne lata przypadły na okres szybkiego wzrostu gospodarczego, zakończony kryzysem finansowym na świecie. Po jego wybuchu RPP zdecydowała się na serię obniżek stóp procentowych, które sprowadziły stopy w Polsce do najniższego poziomu w historii (na którym pozostają do dziś). Z inicjatywy prezesa Sławomira Skrzypka RPP podjęła też szereg działań na rzecz wspierania sektora bankowego, jak np. zapewnienie bankom dostępu do płynności. W miarę ustępowania symptomów kryzysu finansowego, działania te były stopniowo ograniczane.

Rada Polityki Pieniężnej trzeciej kadencji działa od niespełna roku. W tym czasie pozostawiła stopy procentowe na niezmiennym poziomie. Podtrzymała dotychczasowe cele polityki pieniężnej.



✦ Zmarli członkowie RPP I kadencji: Janusz Krzyżewski, Cezary Józefiak, Grzegorz Wójtowicz

✦ KTO ZASIADAŁ W RADZIE

## Skład Rady Polityki Pieniężnej

### I KADENCJA (1998-2004)

#### Przewodniczący:

- Hanna Gronkiewicz-Waltz (1998-2000)
- Leszek Balcerowicz (2001-2004)

#### Członkowie Rady Polityki Pieniężnej

- Marek Dąbrowski
- Bogusław Grabowski
- Cezary Józefiak
- Janusz Krzyżewski (1998-2003, zginął w wypadku samochodowym, zastąpił go Jan Czekaj)
- Wojciech Łączkowski
- Jerzy Pruski
- Dariusz Rosati
- Grzegorz Wójtowicz
- Wiesława Ziółkowska

### II KADENCJA (2004-2010)

#### Przewodniczący:

- Leszek Balcerowicz (2004-2007)
- Sławomir Skrzypek (2007-2010)

#### Członkowie Rady Polityki Pieniężnej

- Jan Czekaj
- Dariusz Filar
- Stanisław Nieckarz
- Marian Noga
- Stanisław Owsiak
- Mirosław Pietrewicz
- Andrzej Sławiński
- Halina Wasilewska-Trenkner
- Andrzej Wójtyna

### III KADENCJA (OD 2010 R.)

#### Przewodniczący:

- Sławomir Skrzypek (do 10 kwietnia 2010 r.)
- Marek Belka

#### Członkowie Rady Polityki Pieniężnej

- Andrzej Bratkowski
- Elżbieta Chojna-Duch
- Zyta Gilowska
- Adam Glapiński
- Jerzy Hausner
- Andrzej Kaźmierczak
- Andrzej Rzońca
- Jan Winiecki
- Anna Zielińska-Głębocka

## Najbardziej wpływowy bank centralny świata

dokończenie z 13

ży pieniądza, pozwalając na swobodne kształtowanie się stóp procentowych.

Przywiązanie do friedmanowskiego wyjaśnienia wielkiej depresji wielokrotnie podkreślał obecny prezes Fedu Ben Bernanke, znawca dzieł tamtego okresu. – Chciałbym powiedzieć Miltonowi i Annie, że w odniesieniu do wielkiej depresji mieliście rację, popełniliście błąd. Bardzo przepraszamy, ale dzięki wam więcej tego nie zrobimy – oświadczył w 90. urodziny Friedmana. Gdy w 2007 r. pękła bańka na rynku nieruchomości, Fed pod kierownictwem Bernanke'go podjął wszelkie możliwe działania, aby historia się nie powtórzyła. Udzielał m.in. nadzwyczajnych pożyczek instytucjom finansowym, które nie będąc członkami Systemu Rezerwy Federalnej, teoretycznie nie miały do tego prawa. Odstąpił też od zasady przyjmowania pod za-

staw pożyczek wyłącznie aktywów o najwyższych ratingach (udzielał np. w zamian za papiery wartościowe oparte na kredytach, a nawet akcje wspieranych spółek). Ostatnim z szeregu niestandardowych narzędzi Fedu jest tzw. ilościowe łagodzenie polityki pieniężnej (QE), czyli skup aktywów za dodrukowane pieniądze. Zasadniczym celem tego programu, którego druga runda trwa od listopada, jest obniżka rentowności obligacji skarbowych, z którą powiązane jest oprocentowanie kredytów o analogicznym terminie zapadalności.

Skutkiem tych działań był wzrost wartości aktywów w bilansie amerykańskiego banku centralnego z około 800 mld USD do niemal 2,4 bln USD, co potencjalnie naraża go na znaczne straty. Ponieważ ostatecznie musiałby je pokryć rząd, część amerykańskich polityków uważa, że Fed wkroczył w domenę polityki fiskalnej. W ubiegłym roku jed-

nak instytucja ta, która 94 proc. swoich zysków musi przekazywać do budżetu, wypłaciła rządowi rekordowe 47 mld USD (z pozostałych 6 proc. finansuje swoją działalność).

### Lata pod prężeniem krytyki

Antykryzysowe inicjatywy naraziły Fed na zarzut nadmiernej arbitralności i tajemniczości działań. W 2008 r. agencja Bloomberg, powołując się na ustawę o wolnym dostępie do informacji, zażądała od amerykańskiego banku centralnego ujawnienia szczegółów programów pomocowych, m.in. listy ich beneficjentów. Ostatecznie Fed został do tego zmuszony zapisami w ustawie reformującej system regulacji finansowych w USA z lipca 2010 roku. Odtąd jego aktywność jako kredytodawcy ostatniej instancji ma podlegać nadzorowi Kongresu.

W przeszłości Rezerwa Federalna wielokrotnie była krytykowana za brak przejrzystości. Jednym z powodów było to, że FOMC jeszcze w pierwszej połowie lat 90. nie ogłaszał publicznie swoich decyzji w sprawie wysokości stóp procentowych. Firmy powoływały wówczas specjalnych obserwatorów, którzy starali się wychwytywać zmiany w polityce pieniężnej na podstawie działań dilerów Fedu i przesunąć w publikowanych co tydzień bilansach. Jak tłumaczył Alan Greenspan, ta tajemniczość powodowała „kreatywną wieloznaczność”: niepewność co do kierunku, w którym podążają stopy procentowe, miała wytwarzać na rynku długu odpowiednią ilość ofert kupna i sprzedaży, co zwiększało jego płynność. Ostatecznie, w dużej mierze pod wpływem presji polityków, Fed uznał, że w związku z rozwojem rynków finansowych płynność i tak jest dostateczna.

Ostatnio w związku z programem QE w Waszyngtonie odżyła debata na temat wspomnianego obowiązku Fedu, aby gwarantować wysoki poziom zatrudnienia. Zdaniem części obserwatorów – m.in. byłego głównego ekonomisty Międzynarodowego Funduszu Walutowego Raghura Rajana – stał się on źródłem zbyt luźnej polityki pieniężnej w USA. Począwszy od lat 90., ożywieniu w tamtejszej gospodarce nie towarzyszyły bowiem proporcjonalna poprawa koniunktury na rynku pracy. W efekcie bank centralny znajduje się pod nieustanną presją, aby stymulować gospodarkę, co prowadzi do baniek na rynkach aktywów. Republikanci politycy, którzy obawiają się dodatkowo, że ilościowe łagodzenie polityki pieniężnej skutkuje wybuchem inflacji i załamaniem kursu dolara, przedstawili niedawno projekt ustawy, która jednym z celów Fedu uczyniłaby dbałość o stabilność cen i ochronę dolara.

Prezes oddziału Rezerwy Federalnej z St. Louis oświadczył na początku grudnia, że nie miałby nic przeciwko takim zmianom. Jak jednak podkreślił, Fed tak czy inaczej uważa, że najlepszym sposobem na utrzymanie gospodarki w dobrej kondycji jest zagwarantowanie jej stabilności cen. Zasugerował w ten sposób, że pozbawienie amerykańskiego banku centralnego tzw. podwójnego mandatu nie zmieni jego polityki.

Zarzuty pod adresem Fedu nie oznaczają, że rząd planuje ograniczenie jego roli. Przeciwnie, wspomniana ustawa regulacyjna zwiększa jego kompetencje w dziedzinie monitorowania ryzyka systemowego oraz przewiduje utworzenie w jego ramach nowego Urzędu Ochrony Klientów Instytucji Finansowych. Skoro bank centralny USA powstał w odpowiedzi na kryzys finansowy, nie powinno dziwić, że kolejny krach skutkuje poważnymi zmianami w jego obowiązkach.