

**WPŁYW OPERACJI OTWARTEGO RYNKU NARODOWEGO BANKU  
POLSKIEGO NA PODAŻ PIENIĄDZA**

*The impact of the open market operations of the National Bank of Poland  
on the money supply*

**ABSTRACT**

The main research problem of the article is the impact of the National Bank of Poland's open market operations on the money supply. The specificity of the central bank is expressed i.a. in the disposition of certain monetary policy instruments to carry out the entrusted tasks. Open market operations belong to indirect monetary policy instruments. Through these operations, the central bank can regulate the liquidity of operating banks. The article analyzed all types of open market operations and tried to defend the thesis that these operations affect the money supply.

**Keywords:** National Bank of Poland, monetary policy instruments, open market operations, money supply

**1. UWAGI WSTĘPNE**

Narodowy Bank Polski<sup>1</sup> jest centralnym bankiem państwa. Należy podkreślić, że jest to podmiot o szczególnym statusie ustrojowym. Swoista pozycja ustrojowa znajduje wyraz nie tylko w konstytucyjnym umocowaniu organu, jego bilateralnej osobowości prawnej, czy też szeroko rozumianej niezależności. Specyfika banku centralnego wyraża się również w dysponowaniu przez niego określonymi instrumentami

---

<sup>1</sup> Dalej jako: NBP.

polityki pieniężnej w celu wykonywania powierzonych zadań. Polityka pieniężna, jaką prowadzi centralny bank państwa, polega na wyborze pieniężnych celów makroekonomicznych i ich realizacji przez regulowanie popytu na pieniądź i podaży pieniądza za pomocą wybranych instrumentów<sup>2</sup>. Instrumenty, jakimi podmiot ten wpływa na sytuację w sektorze bankowym, mogą przybrać postać instrumentów o charakterze ekonomicznym albo o charakterze administracyjnym. Pierwsze z nich określa się także mianem pośrednich. To właśnie do tej kategorii należą prowadzone przez NBP operacje otwartego rynku. Warto zaznaczyć, że zróżnicowany charakter instrumentów polityki pieniężnej pozostaje bez znaczenia dla skutków, jakie wywołuje ich zastosowanie, bowiem konsekwencją zawsze jest zmiana w popycie lub podaży pieniądza<sup>3</sup>. Wobec tego, teza niniejszej pracy sprowadza się do stwierdzenia, że operacje otwartego rynku regulują podaż pieniądza. Głównym celem opracowania jest dokładna analiza poszczególnych form operacji otwartego rynku oraz ocena efektywności przyjętych rozwiązań prawnych. Wybrany problem badawczy pozwala spojrzeć szerzej na instytucję NBP. Nie tylko z perspektywy centralnego banku państwa, dysponującego wyłącznym prawem emisji pieniądza, ale także banku, który wykorzystując wspomniane wyżej instrumenty polityki pieniężnej, ma realny wpływ na regulowanie płynności banków operacyjnych – zapewniając tym samym prawidłowe funkcjonowanie całego systemu bankowego<sup>4</sup>. W pracy wykorzystano dwie metody badawcze: formalno-dogmatyczną oraz analizy i krytyki piśmiennictwa.

## 2. ISTOTA OPERACJI OTWARTEGO RYNKU

Centralny bank państwa wpływa na podaż pieniądza poprzez zmianę wysokości krótkoterminowych stóp procentowych<sup>5</sup>. Zmiana ta ma na celu utrzymanie ich na poziomie stopy referencyjnej NBP i dokonuje się za pośrednictwem operacji otwartego rynku. Bank centralny prowadząc te operacje, kształtuje relację popytu i podaży na międzybankowym rynku pieniężnym<sup>6</sup>. Operacje otwartego rynku to

---

<sup>2</sup> W. Przybylska-Kapuścińska, M. Szyszko, *Istota polityki monetarnej*, [w:] *Współczesna polityka pieniężna. Perspektywa XXI wieku*, red. W. Przybylska – Kapuścińska, Warszawa 2017, s. 16.

<sup>3</sup> M. Wiśniewski, *Istota i klasyfikacje instrumentów polityki pieniężnej*, [w:] *Instrumenty współczesnej polityki pieniężnej*, red. M. Skopowski, M. Wiśniewski, Poznań 2014, s. 7.

<sup>4</sup> P. Szczeński, *Narodowy Bank Polski jako centralny bank państwa*, [w:] *Prawo finansowe*, red. A. Hanusz, Warszawa 2022, s. 501.

<sup>5</sup> D. Tymoczko, *Operacje otwartego rynku*, [w:] *Polityka pieniężna*, red. A. Sławiński, Warszawa 2011, s. 121.

<sup>6</sup> A. Sławiński, *Wpływ banku centralnego na podaż pieniądza*, [w:] *Polityka pieniężna*, red. *idem*, Warszawa 2011, s. 19.

transakcje, w ramach których bank centralny skupuje bądź sprzedaje papiery wartościowe, o czym stanowi art. 48 pkt 2 ustawy o Narodowym Banku Polskim<sup>7</sup>. Podmiotem, który występuje z inicjatywą przeprowadzenia danej operacji, jest zawsze NBP<sup>8</sup>. Z tego powodu polityka otwartego rynku nazywana jest narzędziem subtelnej sterowania<sup>9</sup>. Pomimo tego, że inicjatorem jest bank centralny, prowadzone operacje są narzędziem o charakterze rynkowym. To z kolei oznacza, że NBP w ramach tych operacji występuje jako podmiot równorzędny w stosunku do pozostałych uczestników<sup>10</sup>. Banki komercyjne nie mają jednak obowiązku przystąpienia do zainicjowanej operacji. Omawiany instrument polityki pieniężnej kierowany jest indywidualnie do każdego z banków. Podejmując decyzję o przystąpieniu do danej operacji, bank komercyjny dokonuje oceny rentowności takiego działania<sup>11</sup>. Warto podkreślić fakt, że polityka otwartego rynku uważana jest za najważniejszy i jednocześnie najczęściej stosowany instrument polityki pieniężnej.

Operacje otwartego rynku można podzielić według różnych kryteriów. Ze względu na cel podejmowanych przez NBP działań wyróżnia się operacje podstawowe, dostrajające i strukturalne. Operacje podstawowe służą utrzymaniu płynności sektora bankowego. Stanowią zatem reakcję albo na jego nadpłynność, albo niedobór płynności. Wykorzystywane są do określania kierunku prowadzonej polityki pieniężnej, dlatego ich rentowność jest tożsama z wysokością stopy referencyjnej banku centralnego<sup>12</sup>. Funkcja, jaką pełnią operacje podstawowe, powoduje, że charakteryzują się one regularnością. Przeprowadzane są bowiem raz w tygodniu, a ich termin zapadalności to siedem dni. W Polsce do operacji podstawowych dostęp mają wszystkie podmioty, które posiadają rachunek bieżący w NBP prowadzony w systemie SORB-NET<sup>13</sup>. Operacje dostrajające podejmowane są z kolei w sytuacjach nieoczekiwanych i niepożądanych zmian w cenie pieniądza na rynku międzybankowym. Ze względu na swój charakter prowadzone są one nieregularnie i nie posiadają określonego terminu zapadalności. Możliwość uczestnictwa w tych operacjach jest

---

<sup>7</sup> Ustawa z dnia 29 sierpnia 1997 r. o Narodowym Banku Polskim (Dz. U. z 2022 r. poz. 2025), dalej jako: ustawa o NBP.

<sup>8</sup> P. Szczęśniak, *Narodowy Bank Polski jako centralny bank państwa...*, s. 503.

<sup>9</sup> P. W. Zawadzka, U. Banaszczyk-Soroka, P. Stanisławiszyn, D. Wojtczak-Samoraj, Komentarz do art. 48 ustawy o NBP, [w:] *Ustawa o Narodowym Banku Polskim. Komentarz*, red. *idem*, LEX 2013, pkt 2.

<sup>10</sup> M. Wiśniewski, *Operacje otwartego rynku*, [w:] *Instrumenty współczesnej polityki pieniężnej*, red. M. Skopowski, M. Wiśniewski, Poznań 2014, s. 75.

<sup>11</sup> H. Żywiecka, *Operacje otwartego rynku*, [w:] *Współczesna polityka pieniężna. Perspektywa XXI wieku*, red. W. Przybylska-Kapuścińska, Warszawa 2017, s. 160.

<sup>12</sup> *Ibidem*, s. 165.

<sup>13</sup> M. Wiśniewski, *Operacje otwartego rynku...*, s. 82.

ograniczona. Dostęp do nich posiadają wyłącznie banki, które uzyskały status tzw. dealera rynku pieniężnego, nadawany przez bank centralny<sup>14</sup>. Natomiast operacje strukturalne kształtują płynność finansową w długim okresie i również prowadzone są nieregularnie.

Kolejnym kryterium, według którego można podzielić operacje otwartego rynku, jest konstrukcja transakcji. Jednocześnie należy zaznaczyć, że jest to podział klasyczny i najbardziej rozpowszechniony. Z uwagi na konstrukcję wyróżnia się warunkowe oraz bezwarunkowe operacje otwartego rynku. Pierwsze z nich służą regulowaniu płynności systemu bankowego w krótkich okresach oraz ze wskazaniem terminu odkupu<sup>15</sup>. Operacje bezwarunkowe a *contrario* regulują płynność w okresach dłuższych i bez wskazania terminu. Zgodnie z powyższym kryterium wyróżnia się pięć podstawowych rodzajów operacji otwartego rynku: warunkową sprzedaż oraz warunkowy zakup papierów wartościowych, bezwarunkową sprzedaż papierów wartościowych i bezwarunkowy ich zakup, a także emisję papierów dłużnych banku centralnego. Zgodnie z art. 12 ust. 2 pkt 6 ustawy o NBP, ustalanie zasad operacji otwartego rynku jest kompetencją Rady Polityki Pieniężnej.

### **3. CHARAKTERYSTYKA POSZCZEGÓLNYCH FORM OPERACJI OTWARTEGO RYNKU**

Pierwszą formą operacji otwartego rynku, jaką należy przeanalizować, jest warunkowa sprzedaż papierów wartościowych. Transakcja ta określana jest mianem *reverse repo*. Jej istota sprowadza się do tego, że bank centralny sprzedaje papiery wartościowe bankom komercyjnym. Jak sama nazwa wskazuje, czyni to pod warunkiem ich odkupu w określonym terminie i po określonej cenie. Warunkowa sprzedaż jest tak naprawdę odpowiednikiem depozytu przyjmowanego przez NBP od banków komercyjnych<sup>16</sup>. W celu zapewnienia efektywności omawianej operacji bank centralny musi zagwarantować bankom korzystniejsze warunki niż te, które jest w stanie zaofiarować im rynek. To natomiast oznacza, że papiery wartościowe sprzedawane są przez NBP w cenie niższej od tej aktualnie obowiązującej na rynku. Jednocześnie bank centralny oferuje wyższą stopę procentową. Wszystko po to, by banki komercyjne były

---

<sup>14</sup> M. Wiśniewski, *op. cit.*, s. 82.

<sup>15</sup> Zob. P. Szczęśniak, *op. cit.*, s. 501.

<sup>16</sup> M. Wiśniewski, *op. cit.*, s. 78.

zainteresowane przystąpieniem do danej operacji. Transakcja warunkowej sprzedaży papierów wartościowych zaliczana jest do operacji dostrajających.

Operacje warunkowego zakupu papierów wartościowych nazywane są operacjami *repo*. Są to transakcje, podczas których bank centralny kupuje od banków komercyjnych papiery wartościowe. Warunkowy zakup jest w istocie odpowiednikiem kredytu, który NBP zaciąga w bankach pod zastaw papierów wartościowych<sup>17</sup>. Należy podkreślić, że warunkowy zakup analogicznie jak wszystkie warunkowe operacje otwartego rynku, dokonuje się z jednoczesnym zastrzeżeniem określonego zachowania w przyszłości. W tej sytuacji bank centralny zobowiązuje się do odsprzedaży nabytych papierów wartościowych w wyznaczonym terminie i po określonej cenie. Oprocentowanie tego swoistego kredytu zaciąganego przez NBP, czyli rentowność omawianej operacji, uwarunkowana jest różnicą pomiędzy ceną zakupu a ceną odsprzedaży papierów wartościowych<sup>18</sup>. Bank centralny decydując się na przeprowadzenie operacji warunkowego zakupu odpowiednio, jak miało to miejsce w przypadku warunkowej sprzedaży, musi zapewnić bankom korzystne warunki, dlatego kupuje papiery wartościowe po cenie wyższej niż cena rynkowa. Jednocześnie oferuje bankom niższą stopę procentową. Operacja *repo* zaliczana jest zarówno do operacji podstawowych, jak i dostrajających.

Szczególną formą warunkowych operacji otwartego rynku, o której należy wspomnieć, są transakcje swapowe. Odmiennie niż miało to miejsce w przypadku operacji omawianych powyżej, przedmiotem transakcji swapowych nie są papiery wartościowe a waluty obce<sup>19</sup>. W ramach tych operacji bank centralny zobowiązuje się do sprzedaży albo kupna określonej ilości waluty obcej. Transakcje swapowe inicjowane są z zastrzeżeniem warunku, że w przyszłości NBP dokona operacji odwrotnej. Co istotne, efektywne oddziaływanie na płynność sektora bankowego za pomocą swapów walutowych, jest możliwe tylko wtedy, gdy sprzedaż lub kupno waluty obcej odbywa się za walutę krajową. Bank centralny za pośrednictwem transakcji swapowych wpływa nie tylko na płynność w sektorze bankowym, ale oddziałuje również na kurs walutowy<sup>20</sup>.

---

<sup>17</sup> H. Żywiecka, *Operacje otwartego rynku...*, s. 162.

<sup>18</sup> *Ibidem*.

<sup>19</sup> Zob. A. Majchrzycka-Guzowska, *Finanse i prawo finansowe*, Warszawa 2019, s. 438.

<sup>20</sup> *Ibidem*.

W przypadku bezwarunkowej sprzedaży i bezwarunkowego zakupu NBP również sprzedaje bankom papiery wartościowe bądź je od nich kupuje. Jednak czyni to bez zastrzeżenia, że w przyszłości zostanie dokonana czynność odwrotna. Operacje bezwarunkowe, w odróżnieniu od operacji warunkowych, realizowane są wyłącznie na rynku kasowym. Oznacza to, że dokonują się one w danym momencie i nie są kontynuowane na rynku terminowym<sup>21</sup>. Z tego powodu stanowią instrument polityki pieniężnej o charakterze natychmiastowym i są najprostszą formą operacji otwartego rynku. w wyniku ich przeprowadzenia dochodzi do nieodwracalnego przeniesienia własności<sup>22</sup>. Wobec powyższego operacje bezwarunkowe wywołują zmiany o charakterze relatywnie trwałym<sup>23</sup>.

Emisja papierów dłużnych banku centralnego stanowi szczególny rodzaj operacji otwartego rynku o charakterze bezwarunkowym. Transakcja ta polega na sprzedaży przez NBP wyemitowanych własnych papierów wartościowych. Należy podkreślić, że bank centralny dokonuje sprzedaży po cenie niższej niż wartość nominalna papierów wartościowych. Analizowana operacja sprowadza się w istocie do zaciągnięcia przez NBP kredytu w banku komercyjnym, który oprocentowany jest według stawki wynikającej z różnicy pomiędzy ceną emisyjną a ceną nominalną, po której w przyszłości nastąpi wykup<sup>24</sup>. Emisja papierów dłużnych ma na celu zmniejszenie płynności banków komercyjnych. Konieczność ograniczenia płynności wynika z faktu, że jej nadmiar mógłby spowodować spadek rynkowych stóp procentowych. Omawiana transakcja zaliczana jest przede wszystkim do operacji podstawowych, ale stanowi również instrument wykorzystywany w ramach operacji dostrajających. Warto zaznaczyć, że NBP ma możliwość wykupienia własnych obligacji, które znajdują się w bankach komercyjnych. Dokonuje on tego za pomocą operacji o charakterze strukturalnym<sup>25</sup>.

#### **4. MECHANIZM ODDZIAŁYWANIA OPERACJI OTWARTEGO RYNKU NA SYSTEM BANKOWY**

Kierunek oddziaływania na sytuację płynnościową systemu bankowego warunkowany jest formą inicjowanej transakcji. Można bowiem dostrzec, że bank centralny

---

<sup>21</sup> H. Żywiecka, *op. cit.*, s. 161.

<sup>22</sup> *Ibidem*, s. 163.

<sup>23</sup> A. Majchrzycka-Guzowska, *Finanse...*, s. 436.

<sup>24</sup> Zob. H. Żywiecka, *op. cit.*, s. 163.

<sup>25</sup> R. Lipiec, *Rynek pieniężny i walutowy*, [w:] *Rynki, instrumenty i instytucje finansowe*, red. J. Czekaj, Warszawa 2017, s. 216.

chcąc podnieść wysokość stóp procentowych na rynku, decyduje się na sprzedaż papierów wartościowych. W istocie oferuje on bankom komercyjnym korzystną formę ulokowania nadwyżki ich płynności<sup>26</sup>. Banki kupując papiery wartościowe, płacą za nie środkami zgromadzonymi na swoich rachunkach bieżących w NBP<sup>27</sup>. Takie działanie prowadzi nie tylko do zredukowania płynnych środków w obiegu, ale ogranicza również możliwość kreacji pieniądza wkładowego przez banki. Wzrost stóp procentowych powoduje, że pieniądza w obiegu jest mniej. Natomiast następstwem zmniejszenia się jego podaży jest wzrost oprocentowania lokat bankowych<sup>28</sup>. Co więcej, mniejsza dostępność pieniądza na rynku prowadzi do ograniczenia akcji kredytowej banków komercyjnych. Bank centralny celem oddziaływania w powyższy sposób na system bankowy decyduje się na przeprowadzenie absorbujących operacji otwartego rynku, czyli operacji, w wyniku których dochodzi do ograniczenia płynności<sup>29</sup>.

Mechanizm oddziaływania na płynność systemu bankowego kształtuje się odmiennie w sytuacji, gdy bank centralny zamierza obniżyć wysokość rynkowych stóp procentowych. Wówczas inicjuje on operacje otwartego rynku o charakterze zasilającym. Konsekwencją ich zastosowania jest zwiększenie się płynności. Należy zaznaczyć, że bank centralny kupując papiery wartościowe po cenie wyższej niż rynkowa, oferuje bankom bardziej opłacalną formę kredytu<sup>30</sup>. Banki przystępując do transakcji, zyskują możliwość pokrycia niedoborów swojej płynności<sup>31</sup>. W wyniku zakupu papierów wartościowych przez NBP zwiększa się ilość środków, które banki komercyjne gromadzą na swoich rachunkach bieżących w banku centralnym. Ponadto następstwem takiego działania jest większa ilość płynnych środków w obiegu. Tym samym obniżenie rynkowych stóp procentowych przyczynia się do wzrostu podaży pieniądza.

## 5. UWAGI KOŃCOWE

Mając na uwadze powyższe rozważania, należy przyjąć, że właściwe jest stwierdzenie, iż prowadzone przez bank centralny operacje otwartego rynku regulują podaż pieniądza. Podstawowym celem działalności NBP jest utrzymanie stabilnego poziomu cen. Realizując założenia polityki pieniężnej, bank centralny stosuje strategię

---

<sup>26</sup> Zob. M. Wiśniewski, *op. cit.*, s. 79.

<sup>27</sup> D. Tymoczko, *Operacje otwartego rynku...*, s. 121.

<sup>28</sup> Zob. M. Wiśniewski, *op. cit.*, s. 79.

<sup>29</sup> H. Żywiecka, *op. cit.*, s. 162.

<sup>30</sup> Zob. M. Wiśniewski, *op. cit.*, s. 79.

<sup>31</sup> *Ibidem*, s. 79.

bezpośredniego celu inflacyjnego. Zgodnie z tą koncepcją NBP zobowiązuje się do utrzymywania inflacji na określonym poziomie. W momencie, gdy inflacja przewyższa zamierzony cel, bank centralny decyduje się na podniesienie podstawowych stóp procentowych. Natomiast ich obniżenie jest następstwem utrzymywania się inflacji na poziomie niższym niż ten, który został ustalony. Polityka otwartego rynku umożliwia bezpośrednie oddziaływanie na wysokość stóp procentowych. Jedynie pośrednim skutkiem jest wpływ na podaż pieniądza. Z powyższego wynika, że operacje otwartego rynku służą realizacji dwóch celów polityki pieniężno-kredytowej. Jednak cele te nie mogą być realizowane jednocześnie. Kształtowanie poziomu rynkowych stóp procentowych prowadzi do utraty kontroli nad podażą pieniądza. Z kolei staranne dążenie do utrzymania odpowiedniego poziomu podaży, powoduje utratę kontroli nad rynkowymi stopami procentowymi.

Wnioskując *de lege ferenda*, należy przyjąć, że bank centralny realizując politykę pieniężną, powinien przywiązywać większą wagę do kontroli rynkowych stóp procentowych. Przyjmuje się, że rola NBP w kreowaniu podaży pieniądza jest stosunkowo niewielka. Istotne znaczenie w tej kwestii ma działalność banków komercyjnych. Wynika to z faktu, że bank centralny emituje wyłącznie pieniądź gotówkowy, natomiast banki udzielając kredytów, kreują pieniądź depozytowy. W istocie zainteresowanie kredytem, a w konsekwencji ilość pieniądza w obiegu, zależy od poziomu rynkowych stóp procentowych. To właśnie operacje otwartego rynku stwarzają możliwość regulowania ich wysokości. Zasadny zatem wydaje się postulat, by bank centralny w głównej mierze dążył do stabilizacji poziomu rynkowych stóp procentowych. Podkreślenia wymaga jednak fakt, że mimo niemożności łącznej realizacji wspomnianych wyżej celów, polityka otwartego rynku jest najskuteczniejszym instrumentem pośrednim, jakim dysponuje NBP. Czynności otwartego rynku pozwalają bowiem na dokonywanie szybkich i skutecznych interwencji na rynku międzybankowym. Natomiast oddziaływanie na gospodarkę za ich pośrednictwem odbywa się w sposób łagodny i płynny.

## **BIBLIOGRAFIA**

1. Lipiec R., *Rynek pieniężny i walutowy*, [w:] *Rynki, instrumenty i instytucje finansowe*, red. J. Czekał, Warszawa 2017.



2. Majchrzycka-Guzowska A., *Finanse i prawo finansowe*, Warszawa 2019.
3. Przybylska-Kapuścińska W., Szyszko M., *Istota polityki monetarnej*, [w:] *Współczesna polityka pieniężna. Perspektywa XXI wieku*, red. W. Przybylska-Kapuścińska, Warszawa 2017.
4. Sławiński A., *Wpływ banku centralnego na podaż pieniądza*, [w:] *Polityka pieniężna*, red. *idem*, Warszawa 2011.
5. Szczęśniak P., *Narodowy Bank Polski jako centralny bank państwa*, [w:] *Prawo finansowe*, red. A. Hanusz, Warszawa 2022.
6. Tymoczko D., *Operacje otwartego rynku*, [w:] *Polityka pieniężna*, red. A. Sławiński, Warszawa 2011.
7. Wiśniewski M., *Istota i klasyfikacje instrumentów polityki pieniężnej*, [w:] *Instrumenty współczesnej polityki pieniężnej*, red. M. Skopowski, M. Wiśniewski, Poznań 2014.
8. Wiśniewski M., *Operacje otwartego rynku*, [w:] *Instrumenty współczesnej polityki pieniężnej*, red. M. Skopowski, M. Wiśniewski, Poznań 2014.
9. Zawadzka P. W., Banaszczak-Soroka U., Stanisławiszyn P., Wojtczak-Samoraj D. [w:] *Ustawa o Narodowym Banku Polskim. Komentarz*, red. *idem*, Warszawa 2013.
10. Żywiecka H., *Operacje otwartego rynku*, [w:] *Współczesna polityka pieniężna. Perspektywa XXI wieku*, red. W. Przybylska-Kapuścińska, Warszawa 2017.