

## SYNTEZA

1. Stopa procentowa jest w ramach strategii BCI głównym instrumentem, za pomocą którego NBP realizuje cel inflacyjny. Utrzymanie stóp procentowych na międzybankowym rynku depozytów na pożądanym poziomie wymaga odpowiedniego zarządzania płynnością sektora bankowego. **Płynność banków uzależniona jest od stanu środków utrzymywanych na rachunkach w banku centralnym.** W celu jej odpowiedniego kształtowania banki centralne wykorzystują różne reżimy operacyjne. Podstawowym instrumentem oddziaływania na stopy procentowe są z reguły **operacje otwartego rynku.** Poza operacjami otwartego rynku wykorzystywane są również **rezerwa obowiązkowa i operacje kredytowo - depozytowe.**
2. Rezerwa obowiązkowa redukuje wpływ zmian płynności wynikających z czynników autonomicznych na rynkowe stopy procentowe oraz kreuje popyt na płynność. W celu dopasowania podaży środków na rachunkach banków w banku centralnym (płynności) do popytu bank centralny wykorzystuje operacje otwartego rynku oraz stawia do dyspozycji banków komercyjnych operacje kredytowo - depozytowe, pozwalające na eliminowanie wahań płynności.
3. Zmiany sumy środków na rachunkach banków w banku centralnym (zmiany płynności banków) są powodowane przez **czynniki autonomiczne** wobec stosowanych instrumentów polityki pieniężnej. Czynniki te pozostają poza wpływem banku centralnego, choć dotyczą jego własnego bilansu. Wśród najważniejszych czynników autonomicznych można wyróżnić: skup i sprzedaż walut przez bank centralny wynikający z transakcji klientów (głównie budżetu), zmiany stanów środków na rachunkach jednostek sektora publicznego, wpłaty z zysku do budżetu, zmiany obiegu pieniądza gotówkowego oraz zmiany poziomu rezerwy obowiązkowej, wynikające ze zmiany bazy naliczania.
4. W ostatnich latach NBP miał do czynienia z sytuacją strukturalnej, a także operacyjnej nadpłynności. Nadpłynność została w poprzednich latach (zwłaszcza 1995 – 1998) wygenerowana w głównej mierze przez skup netto walut przez NBP, wynikający z prowadzonej polityki kursowej. Mimo zaprzestania skupu walut w ramach transakcji fixingowych z bankami (od 7 czerwca 1999) oraz wstrzymania interwencji na krajowym rynku walutowym, nadpłynność nie ulega samoistnemu ograniczeniu. Wpływ na to mają powiększające płynność coroczne wpłaty z zysku NBP do budżetu (wysoki zysk jest pochodną znacznych rezerw walutowych, zakumulowanych głównie w okresie 1995-1998) oraz wypłacane bankom dyskonto i odsetki z tytułu operacji absorbujących płynność.
5. Wobec utrzymującej się nadpłynności, podstawowym instrumentem wpływania NBP na rynkowe stopy procentowe były absorbujące płynność operacje otwartego rynku. **Podstawowym typem operacji otwartego rynku, wytyczającym kierunek prowadzonej polityki pieniężnej, pozostawała emisja bonów pieniężnych NBP z 28-dniowym terminem zapadalności.** Stopą referencyjną, informującą o bieżącym kierunku polityki pieniężnej, była ustalana przez RPP stopa określająca minimalne oprocentowanie podstawowego typu operacji otwartego rynku. Wpływała ona na poziom stóp oferowanych na międzybankowym rynku depozytów o 1-miesięcznym terminie zapadalności.
6. W wyjątkowych sytuacjach NBP wykorzystywał również operacje o innych niż 28-dniowe terminach zapadalności. Były one prowadzone jedynie w sytuacjach

krótkoterminowych zaburzeń płynności. Stopa tych operacji uwzględniała poziom stopy referencyjnej. W grudniu 2001 r. NBP dwukrotnie emitował bony o krótszym terminie zapadalności niż 28 dni (bony 14-dniowe).

7. W ramach operacji o charakterze **strukturalnym** NBP kontynuował sprzedaż w trybie bezwarunkowym skonwertowanych obligacji skarbowych. Rentowność sprzedawanych obligacji była ustalana na przetargu i uwzględniała uwarunkowania rynkowe. Celem tych operacji była trwała redukcja aktywów NBP i skali nadpłynności. W 2001 r. NBP zaoferował do sprzedaży skonwertowane obligacje Skarbu Państwa o wartości nominalnej 15.600 mln zł. Łącznie zaakceptował oferty o wartości nominalnej 6.370 mln zł, która to kwota odpowiadała skali absorpcji nadpłynności z sektora bankowego w wysokości 5.813 mln zł.
8. Skala prowadzonych operacji otwartego rynku uzależniona była od kształtowania się czynników autonomicznych i pozostałych operacji NBP, wpływających na płynność sektora bankowego. Zmianę skali płynności, jaka dokonała się w ciągu 2001 roku, obrazuje zmiana średniego salda operacji otwartego rynku między grudniem 2000 r. a grudniem 2001 r. **W 2001 roku nastąpiło zmniejszenie nadpłynności o 3.713 mln zł** (saldo bonów pieniężnych wyniosło w grudniu 2000 r. średnio 18.986 mln zł, natomiast w grudniu 2001 r. – 15.273 mln zł). Spadek ten wynikał z przewagi czynników ograniczających płynność operacyjną nad czynnikami ją powiększającymi.
9. W kierunku zmniejszenia operacyjnej nadpłynności oddziaływały (wg średnich wartości dla okresów utrzymywania rezerwy obowiązkowej) m.in.: operacja outright (5.976 mln zł), przyrost pieniądza gotówkowego w obiegu (3.961 mln zł), wzrost salda depozytów na rachunkach sektora budżetowego (2.607 mln zł – z wyłączeniem rachunku walutowego), oraz wzrost rezerwy obowiązkowej banków (705 mln zł).
10. W kierunku zwiększenia płynności działały przede wszystkim: wpłata z zysku NBP do budżetu w kwocie 4.869 mln zł (dokonana w dniu 25 czerwca 2001 r.), wypłata dyskonta od bonów pieniężnych NBP (3.640 mln zł) oraz skup netto walut przez NBP (349 mln zł).
11. W ramach operacji kredytowo-depozytowych banki mogły korzystać z kredytu lombardowego oraz (od grudnia ub. r.) depozytu na koniec dnia. **Kredyt lombardowy** pełnił rolę *standing credit facility* - określał krańcowy koszt pozyskania pieniądza na rynku międzybankowym. Banki korzystały z kredytu lombardowego w sytuacji krótkotrwałych niedoborów płynności.
12. Od 1 grudnia 2001 r. NBP wprowadził nowy instrument - **depozyt na koniec dnia**. Umożliwiło to bankom deponowanie w NBP nadwyżek płynnych środków z terminem zwrotu w następnym dniu operacyjnym. Instrument ten był aktywnie wykorzystywany przez banki od 21 grudnia. Depozyt na koniec dnia stanowi drugie ogniwo operacji kredytowo – depozytowych, określających korytarz wahań najkrótszych stóp rynku międzybankowego (O/N). Górny poziom pasma wyznaczony jest przez stopę kredytu lombardowego, natomiast dolny przez stopę depozytową. W grudniu 2001 r. został utworzony symetryczny korytarz stóp procentowych banku centralnego, tj. rozpiętość pomiędzy stopą referencyjną, a stopą depozytową i stopą lombardową (licząc w pkt. proc.) jest taka sama.
13. Od grudnia 2001 r. został wprowadzony tzw. **kredyt techniczny**, tj. kredyt w ciągu dnia (ang. *intra-day credit*). Służy on bankom do usprawnienia rozliczeń w ciągu dnia operacyjnego i tym samym przyczynia się do rozwoju rynku międzybankowego. Po raz pierwszy wykorzystany był 18 grudnia 2001 r.

14. W 2001 roku **RPP sześciokrotnie podjęła decyzję o obniżeniu oficjalnych stóp NBP**. Obniżki te były stopniowe (100 – 150 punktów bazowych) i w sumie oficjalne stopy spadły o 7,5 pkt. proc. Stopa referencyjna, która w grudniu 2001 r. wynosiła 11,5%, wyznaczała najniższy poziom depozytów oferowanych na rynku międzybankowym o okresie zapadalności porównywalnym z prowadzonymi operacjami otwartego rynku, tj. WIBOR 1M. Poziom stopy depozytowej (wprowadzonej 1 grudnia 2001 r.) ustalono na 7,5%, natomiast oprocentowanie kredytu lombardowego wynosiło 15,5% - przedział ten wyznaczał pasmo wahań dla stawki O/N.
15. Stopy procentowe rynku pieniężnego, kształtowane przez oczekiwania na spadek stóp NBP, znajdowały się w trendzie spadkowym. Znaczne problemy w zarządzaniu płynnością sektora bankowego wystąpiły w końcu września i października. Wynikały one ze spekulacji banków na obniżenie stóp procentowych NBP i wzmożony zakup bonów pieniężnych finansowany przez zaciąganie kredytu lombardowego.
16. W 2001 r. podjęto prace nad modyfikacją systemu operacji otwartego rynku. Główne zmiany systemu dotyczyły: **wprowadzenia regularnej emisji bonów pieniężnych z terminem 28 dni oraz wprowadzenia operacji dostrajających**. Wprowadzenie w styczniu 2002 r. modyfikacji zbliżyło polski system do standardów Eurosystemu, co jest zgodne z długofalowym kierunkiem zmian procedur operacyjnych polityki pieniężnej.

# 1. ROLA OPERACJI OTWARTEGO RYNKU W INSTRUMENTARIUM POLITYKI PIENIĘŻNEJ NBP

## 1.1 Stopy procentowe jako podstawowy instrument polityki pieniężnej

Istnienie efektywnego rynku niezabezpieczonych lokat międzybankowych umożliwia bankowi centralnemu prowadzenie polityki pieniężnej i oddziaływanie na sytuację gospodarczą przy wykorzystaniu rynkowych instrumentów polityki pieniężnej. **Oddziaływanie to polega na kształtowaniu wybranej stopy procentowej rynku lokat międzybankowych na poziomie spójnym z przyjętym celem inflacyjnym lub kursowym. Niezależnie od realizowanej strategii polityki pieniężnej, kształtowanie stopy rynku międzybankowego jest z reguły najważniejszym, a najczęściej także jedynym instrumentem polityki pieniężnej na płaszczyźnie makroekonomicznej.**

Na podstawie praktyki funkcjonowania banków centralnych można wyróżnić trzy zasadnicze rodzaje strategii polityki pieniężnej:

1. kontrolę przyrostu podaży pieniądza,
2. strategię BCI,
3. kontrolę kursu walutowego.

Tylko w ramach strategii kontroli kursu walutowego można mówić o wykorzystywaniu bezpośrednich interwencji banku centralnego na krajowym rynku walutowym, jako podstawowym instrumencie polityki pieniężnej. Rolę tę może też pełnić inny mechanizm używany w celu stabilizowania kursu, jak np. funkcjonujący w przeszłości m.in. w Austrii i w Polsce transakcyjny fixing walutowy. W strategii tej kształtowanie krótkoterminowych stóp procentowych nadal pełni jednak istotną rolę instrumentu wspomagającego. Poziom stóp krajowych musi być dostosowywany w celu możliwie pełnego zamknięcia dysparytetu stóp procentowych (skorygowanego o premię za ryzyko inwestycji w walucie krajowej), tak, by przepływy kapitałowe nie destabilizowały przyjętego poziomu kursu. Oznacza to

konieczność sterylizowania zmian płynności sektora bankowego, wynikających z transakcji zawieranych przez bank centralny na rynku walutowym: refinansowanie równowartości sprzedanych przez bank centralny walut obcych lub absorpcję równowartości zakupionych walut obcych. Interwencje walutowe nie są (i nie mogą być) sterylizowane jedynie w reżimie izby walutowej, w którym bank centralny rezygnuje całkowicie z kontroli poziomu stóp procentowych.

W obu pozostałych rodzajach strategii banki centralne wykorzystują *de facto* wpływanie na poziom krótkoterminowych stóp procentowych jako podstawowy instrument oddziaływania na sytuację gospodarczą. Zmiany stóp procentowych wpływają zarówno bezpośrednio na poziom inflacji (w strategii bezpośredniego celu inflacyjnego), jak i pośrednio, poprzez kształtowanie przyrostu agregatów pieniężnych (cel pośredni).

Od 1999 roku NBP prowadzi politykę pieniężną opartą na strategii bezpośredniego celu inflacyjnego (BCI), określonej w *Średniookresowej Strategii Polityki Pieniężnej na lata 1999-2003*. Stopa procentowa jest głównym instrumentem, za pomocą którego RPP realizuje cel inflacyjny. **Prowadzenie polityki pieniężnej w systemie BCI polega na utrzymaniu wybranej stopy procentowej rynku międzybankowego na poziomie zapewniającym osiągnięcie przyjętego celu inflacyjnego.**

**Utrzymanie stóp procentowych na międzybankowym rynku depozytów na pożądanym poziomie wymaga odpowiedniego zarządzania płynnością sektora bankowego.** W tym celu banki centralne wykorzystują różne reżimy operacyjne. **Głównym instrumentem są zazwyczaj operacje otwartego rynku**, w niektórych krajach jest to też jedyny typ instrumentów stosowanych przez bank centralny. Zazwyczaj jednak, także w Polsce, poza operacjami otwartego rynku wykorzystywana jest **rezerwa obowiązkowa i operacje kredytowo - depozytowe**. Rolą rezerwy obowiązkowej jest kreowanie popytu ze strony banków komercyjnych na płynność, natomiast pozostałe dwa typy operacji umożliwiają dostosowanie podaży płynności do popytu. Dzięki temu bank centralny wpływa na koszt pozyskania pieniądza na rynku depozytów międzybankowych.

## 1.2 Ogólne warunki kształtowania się płynności sektora bankowego

Płynność sektora bankowego określa zdolność banków do realizowania transakcji. **Rozliczenia transakcji dokonywane są na rachunkach banków prowadzonych przez bank centralny.** Zmiany stanów środków na rachunkach banków są odzwierciedleniem:

1. Transakcji własnych banków, w tym dokonywanych na rynku międzybankowym.
2. Transakcji bezgotówkowych prowadzonych przez klientów banków.
3. Wypłat gotówkowych dokonywanych przez klientów banków, które wymagają zakupów znaków pieniężnych w NBP (monopol emisyjny ma bank centralny).

**Płynność banków uzależniona jest zatem od stanu środków utrzymywanych na rachunkach w banku centralnym.** Stany te są jednak przede wszystkim zdeterminowane przez konieczność utrzymania rezerwy obowiązkowej, określającej popyt na środki – z reguły wyższy niż wynikałoby to z potrzeb transakcyjnych. Utrzymanie niższego stanu środków od rezerwy wymaganej łączy się z dolegliwymi sankcjami (w Polsce jest to dwukrotność oprocentowania kredytu lombardowego odniesiona do kwoty niedoboru), natomiast nadwyżka nad poziomem wymaganym generuje straty alternatywne, gdyż zazwyczaj całość środków na rachunkach banków w banku centralnym (lub też ich nadwyżka nad poziomem rezerwy wymaganej) nie jest oprocentowana.

**Utrzymanie wybranej stopy rynku pieniężnego na pożądanym poziomie wymaga wyeliminowania wahań płynności w celu dopasowania podaży środków na rachunku w banku centralnym do popytu** (równego w przybliżeniu poziomowi wymaganej rezerwy obowiązkowej), gdyż nadmiar środków prowadzi do spadku stóp procentowych, a niedobór do ich wzrostu. **Zmiany sumy środków na rachunkach banków w banku centralnym (zmiany płynności banków komercyjnych) są powodowane przez czynniki autonomiczne wobec stosowanych instrumentów polityki pieniężnej.** Czynniki te pozostają poza wpływem banku centralnego, choć dotyczą jego własnego bilansu.

Ogólnie, zwiększenie płynności (sumy środków na rachunkach banków) to wynik wzrostu aktywów lub spadku pasywów, o ile nie jest on rekompensowany innymi zmianami w bilansie banku centralnego. Do wzrostu płynności prowadzi np. zwiększenie rezerw zagranicznych wynikające z zakupu walut przez bank centralny, spadek obiegu gotówkowego, spadek stanu rachunków budżetowych (wydatki budżetu, spłata zadłużenia)<sup>1</sup>. Zwiększeniem płynności skutkuje także wpłata z zysku banku centralnego do budżetu. Początkowo, po stronie pasywnej bilansu banku centralnego nastąpi spadek zysku i wzrost depozytów budżetu (zmiany w bilansie rekompensują się). Poziom depozytów budżetu nie jest jednak zdeterminowany przez nadzwyczajne przychody, jak wpływy z prywatyzacji, czy wpłata z zysku. Wpłata z zysku nie spowoduje zatem trwałego zwiększenia salda depozytów budżetowych, gdyż środki te zostaną wydatkowane, a stan depozytów szybko powróci do poprzedniego poziomu, co skutkuje wzrostem płynności.

Czynniki zmniejszające płynność sektora bankowego to spadek aktywów banku centralnego, np. w wyniku sprzedaży walut oraz wzrost pasywów, np. wzrost obiegu gotówkowego lub zwiększenie stanu rachunków budżetowych (dochody budżetu, wzrost zadłużenia).

## 1.3 Płynność sektora bankowego w Polsce

Kierunek prowadzonych operacji banku centralnego zależy od operacyjnej płynności sektora bankowego. W sytuacji, gdy układ czynników autonomicznych powoduje konieczność zasilenia banków w środki przez bank centralny, mówimy o sytuacji niedoboru płynności – w przeciwnym wypadku występuje nadpłynność. W ostatnich latach NBP miał do czynienia z sytuacją strukturalnej, a także operacyjnej nadpłynności. **Nadpłynność strukturalną** należy rozumieć jako zadłużenie netto ogółem banku centralnego w bankach komercyjnych, podczas, gdy **nadpłynność operacyjna** to ta część nadpłynności, która jest zaabsorbowana w instrumentach z pierwotnym terminem zapadalności krótszym niż okres utrzymywania rezerwy obowiązkowej (ok. 1 miesiąc).

<sup>1</sup> o ile bank centralny prowadzi rachunki budżetu

Pojawienie się nadpłynności wynikało z szybkiego przyrostu aktywów NBP, przewyższającego przyrost pieniądza rezerwowego. **Głównym źródłem przyrostu aktywów i nadpłynności był skup netto walut** (zarówno w interwencjach walutowych, jak i w formie transakcji fixingowych). Skup walut wynikał z przyjętej przez NBP polityki kursowej i był następnie odzwierciedlony we wzroście rezerw zagranicznych banku centralnego. Duża nadpłynność pojawiła się w 1995 roku, gdy NBP na znaczną skalę prowadził interwencję sterylizowaną, starając się zapobiec zbytniemu umocnieniu złotego. Jedną ze stosowanych form absorpcji nadpłynności było m.in. wprowadzenie przez NBP depozytów dla ludności w 1997 r.

W 2001 r. utrzymywała się wysoka nadpłynność strukturalna. Generowały ją w głównej mierze wpłaty z zysku NBP do budżetu oraz dyskonto i odsetki wypłacane bankom z tytułu zapadających operacji absorbujących płynność.

#### 1.4 System operacyjny NBP

Bank centralny eliminuje wahania płynności wynikające z czynników autonomicznych, dopasowując podaż środków na rachunkach banków do zgłaszanego popytu. Wykorzystuje w tym celu dwa podstawowe typy instrumentów: operacje otwartego rynku i operacje kredytowo-depozytowe (*standing facilities*).

W **operacjach otwartego rynku** bank centralny z własnej inicjatywy oferuje bankom sprzedaż lub kupno określonych aktywów, w wyniku czego następuje zmiana stanu dostępnych bankom środków: odpowiednio absorpcja lub zasilenie. **Operacje kredytowo-depozytowe** (*standing facilities*) są to transakcje zawierane z bankiem centralnym bezpośrednio z inicjatywy banków. Banki lokują (*standing deposit facility*) lub pożyczają środki w banku centralnym (*standing credit facility*) na warunkach oferowanych przez bank centralny. Rentowność obu typów operacji (stopy banku centralnego) wyznacza pożądany poziom lub przedział wahań wybranej stopy procentowej rynku pieniężnego.

**Wobec utrzymującej się nadpłynności, podstawowym instrumentem wpływającym na rynkowe stopy procentowe były**

**absorbujące płynność operacje otwartego rynku.** Prowadzone przez NBP operacje otwartego rynku można podzielić na trzy główne kategorie:

1. podstawowe,
2. dostrajające,
3. strukturalne.

**Podstawowe** operacje otwartego rynku wytyczały kierunek prowadzonej polityki pieniężnej. Rolę tę pełniła emisja bonów pieniężnych NBP z 28-dniowym terminem zapadalności. Stopą referencyjną, informującą o bieżącym kierunku polityki pieniężnej, była stopa określająca minimalne oprocentowanie podstawowego typu operacji otwartego rynku. Wpływała ona na poziom stóp oferowanych na międzybankowym rynku depozytów o określonym terminie zapadalności. Operacje były prowadzone nieregularnie, zgodnie ze wskazaniami wynikającymi z prognoz płynności.

W wyjątkowych sytuacjach w 2001 roku – podobnie jak w latach ubiegłych – NBP wykorzystywał operacje, polegające na emisji bonów o krótszych niż podstawowe terminach zapadalności. Były one prowadzone w sytuacjach krótkoterminowych, ale znacznych, zaburzeń płynności. Oprocentowanie tych operacji uwzględniało bieżący poziom stopy referencyjnej.

W ramach operacji o charakterze **strukturalnym** NBP sprzedawał w trybie bezwarunkowym skonwertowane obligacje skarbowe. Sprzedaż prowadzona była stopniowo tak, by jej wpływ na kształtowanie się krzywej dochodowości był możliwie ograniczony. Operacja ta prowadziła do trwałej redukcji nadpłynności, gdyż w trwały sposób zmniejszała aktywa NBP. Rentowność sprzedawanych obligacji była wyznaczana w trybie przetargowym na poziomie zbliżonym do rynkowego.

Rolę *standing credit facility* pełnił jednodniowy kredyt lombardowy, wykorzystywany przez banki w sytuacji krótkotrwałych niedoborów płynności. Zasadniczo oprocentowanie oferowanych na rynku międzybankowym kredytów na bazie O/N nie powinno przekraczać poziomu oprocentowania kredytu lombardowego. Możliwość zaciągnięcia kredytu lombardowego powinna bowiem prowadzić do zignorowania droższych kredytów oferowanych na rynku. W praktyce jednak stawki O/N

były w kilku okresach wyższe, ze względu na fakt, że niedobory płynności przekraczały dostępne zabezpieczenie kredytu lombardowego, jakim dysponowała część banków.

Pod koniec roku, w grudniu, NBP wprowadził *standing deposit facility* w formie depozytu (lokaty terminowej) banków w NBP na koniec dnia. Instrument ten był aktywnie wykorzystywany przez banki od 21 grudnia, zapobiegając spadkowi stawki O/N poniżej wyznaczonej przez RPP stopy depozytowej.

Wprowadzenie depozytu na koniec dnia pozwoliło na utworzenie korytarza dopuszczalnych wahań rynkowych stóp procentowych, charakterystycznego dla wielu banków centralnych. Korytarz ten jest wyznaczony przez oprocentowanie kredytu lombardowego i depozytu na koniec dnia. Jest on symetryczny wokół podstawowej stopy procentowej banku centralnego (stopy referencyjnej).

## 2. ANALIZA CZYNNIKÓW WPLYWAJĄCYCH NA PŁYNNOŚĆ SEKTORA BANKOWEGO

### 2.1 Czynniki determinujące płynność sektora bankowego

W 2001 roku nastąpił spadek płynności banków o 3.713 mln zł.

W ciągu okresu utrzymywania rezerwy obowiązkowej występują znaczne dzienne wahania skali operacji otwartego rynku. Wynika to z faktu, że rezerwa obowiązkowa jest uśredniona i banki mogą utrzymywać poziom środków na swoich rachunkach znacząco odbiegający od poziomu wymaganego. Średnio w okresie utrzymywania rezerwy odchylenie to jest natomiast nieznaczne – z reguły nie przekracza kilku procent rezerwy wymaganej *in plus*. Z tego powodu, właściwą miarą nad-płynności operacyjnej jest średnie saldo operacji otwartego rynku w miesiącu. W związku z tym, zmiana średniego salda operacji otwartego rynku między grudniem 2000 r. a grudniem 2001 r. obrazuje skalę zmiany płynności, jaka dokonała się w ciągu 2001 roku

W kierunku zmniejszenia płynności oddziaływały:

1. Sprzedaż obligacji skonwertowanych z portfela NBP 5.976 mln zł
2. Przyrost pieniądza gotówkowego w obiegu 3.961 mln zł
3. Wzrost salda depozytów sektora budżetowego (z wyłączeniem rachunku walutowego) 2.607 mln zł
4. Lokaty banków w NBP (depozyt na koniec dnia) 711 mln zł
5. Wzrost rachunków bieżących banków w NBP 705 mln zł
6. Wykup obligacji skarbowych nominowanych w USD 678 mln zł
7. Spłata kredytów refinansowych (bez lombardowego) 457 mln zł
8. Spłata kredytu lombardowego 51 mln zł

W kierunku zwiększenia skali nadpłynności oddziaływały:

1. Wpłata z zysku NBP do budżetu państwa 4.869 mln zł
2. Wypłata dyskonta od bonów pieniężnych NBP 3.640 mln zł
3. Pozostałe pozycje (netto)<sup>2</sup> 2.001 mln zł
4. Wypłata odsetek od obligacji NBP 574 mln zł
5. Skup netto walut przez NBP 349 mln zł

Przedstawione przepływy dotyczą **średnich wartości dla okresów utrzymywania rezerwy obowiązkowej**. Omówienie przyczyn, kierunków i uwarunkowań zmian czynników płynności w 2001 roku znajduje się w kolejnych podrozdziałach niniejszego raportu.

Czynniki autonomiczne determinujące płynność sektora bankowego zostaną omówione poniżej, natomiast wpływ pozostałych operacji NBP na płynność będzie przedmiotem następnego rozdziału.

### 2.2 Skup i sprzedaż walut przez NBP

Transakcje walutowe NBP, mające wpływ na zmiany płynności systemu bankowego, wynikają głównie z obsługi operacji zagranicznych Skarbu Państwa.

**Saldo wszystkich transakcji walutowych dokonywanych w 2001 r. przez jednostki organizacyjne NBP wyniosło średnio ok. 349 mln zł. O tyle też wzrosła płynność sektora bankowego.**

W kierunku zwiększenia salda transakcji walutowych oddziaływały przede wszystkim operacje:

- ✓ W dniu 10.01.2001 r. nastąpiło rozliczenie transakcji sprzedaży przez MF do

<sup>2</sup> Wzrost płynności w pozostałych pozycjach w 2001 r. wynikał głównie ze zmiany dwóch pozycji, a mianowicie: kosztów odsetek od lokat terminowych i od rachunków bieżących sektora rządowego oraz kosztów pozostałych operacji i kosztów działania NBP.



NBP walut o równowartości 1.799,4 mln zł (w dwóch transzach 990,9 i 808,5 mln zł). Transakcja ta miała miejsce, ponieważ obniżenie zadłużenia zagranicznego Polski umożliwiło uwolnienie części collateralu<sup>3</sup>.

- ✓ W końcu stycznia MF wyemitowało obligacje zagraniczne o nominalnej wartości nominalnej 750 mln EUR, za które otrzymało 739,7 mln EUR. Rozliczenie tej transakcji miało miejsce w dniu 12.02.2001 r., kiedy z powyższej kwoty 250 mln EUR zasiliło rachunek walutowy MF w NBP, a pozostała wielkość została sprzedana do NBP za kwotę 1.858,7 mln zł.

W kierunku zmniejszenia oddziaływała głównie:

- ✓ Spłata kapitału i odsetek wobec państw zrzeszonych w Klubie Paryskim na przełomie września i października przypadła w momencie braku środków na rachunku walutowym. W tej sytuacji w dniach 28.09.-1.10.2001 r. MF zakupiło od NBP waluty na kwotę 3.004 mln zł, z przeznaczeniem na spłatę zadłużenia zagranicznego.

NBP obsługuje rozliczenia z tytułu kredytów zaciąganych przez Rząd RP od międzynarodowych instytucji finansowych i innych państw (w ramach umów międzynarodowych) oraz z tytułu programów pomocowych Unii Europejskiej. Transakcje te są realizowane przez Departament Zagraniczny oraz przez Główny Oddział Walutowo - Dewizowy. Z tytułu kredytów zaciągniętych przez Rząd RP w międzynarodowych instytucjach finanso-

<sup>3</sup>Collateral - zabezpieczenie dla długu zagranicznego RP w ramach umowy w sprawie redukcji i reorganizacji nie gwarantowanego zadłużenia Polski z Klubem Londyńskim, podpisanego we wrześniu 1994 r.

Zgodnie z umową, w ramach zamiany pozostałego po redukcji polskiego zadłużenia zagranicznego, rząd polski wyemitował 20- i 30-letnie obligacje nominowane w USD. Dla zabezpieczenia części tej emisji rząd RP zakupił zerokuponowe obligacje skarbowe USA z 30-letnim terminem zapadalności za kwotę 620 mln USD. Obligacje te zostały zdeponowane w Banku Rezerwy Federalnej. Ich zapadalność przypada na 28 października 2024 r. i w tym momencie ich wartość pokryje płatności kapitałowe wynikające z wykupu naszych 30-letnich obligacji.

wych, a także otrzymanych od innych państw w 2001 r., NBP skupił waluty obce (USD i EUR) o równowartości 1.837,1 mln zł. Z tytułu programów pomocowych Unii Europejskiej, NBP skupił waluty obce (EUR) o równowartości 128 mln zł.

Obsługa zadłużenia zagranicznego w 2001 r. przebiegała odmiennie aniżeli w latach poprzednich. **Zobowiązania płatnicze w walutach obcych były realizowane (do wysokości salda) w dużej części ze środków pochodzących z prywatyzacji i emisji euroobligacji, znajdujących się na rachunku walutowym Ministerstwa Finansów w GOWD NBP.** Rachunek ten został utworzony w wyniku umowy zawartej pomiędzy MF i NBP w maju 2000 r. Na rachunku walutowym lokowane są środki walutowe pochodzące z kontraktów prywatyzacyjnych, emisji skarbowych papierów wartościowych na rynki zagraniczne oraz innych tytułów, przeznaczone na spłatę zobowiązań zagranicznych. Większość wypłat budżetu państwa z tytułu obsługi zadłużenia zagranicznego Polski dokonywana była w roku ubiegłym ze środków z rachunku walutowego.

Istotną operacją przeprowadzoną w 2001 r., która nie wpłynęła jednak na płynność sektora bankowego w Polsce, była spłata zadłużenia wobec Brazylii. W dniu 29.10.2001 r. podpisano umowę pomiędzy Polską a Federacyjną Republiką Brazylii o wcześniejszej spłacie części zadłużenia o nominalnej wartości 3,32 mld USD za kwotę 2,43 mld USD, tj. za 74% jego wartości. 13 listopada 2001 r. NBP zakupił od MF 2.140 sztuk obligacji nominowanych w USD o wartości nominalnej 1 mln USD każda. Obligacje te oprocentowane są na poziomie rezerw walutowych NBP. MF uzyskało 2.140 mln USD, pochodzących z rezerw dewizowych NBP. Rząd uzupełnił tę kwotę częścią środków zgromadzonych na rachunku walutowym MF w NBP. Wykup obligacji przez MF nastąpi w czterech ratach w ciągu dwóch lat

## 2.3 Kredyty refinansowe

Średnie wykorzystanie kredytów refinansowych w grudniu 2001 r. obniżyło się o 457,3 mln zł w stosunku do grudnia 2000 r. Zadłużenie banków z tytułu udzielonych przez NBP kredytów refinansowych zmniejszało się we wszystkich kwartałach i ukształtowało się wg stanu na koniec grudnia 2001 r. na poziomie 5.581,7 mln zł. **Obniżanie się wielkości kredytów refinansowych było związane przede wszystkim ze spłatą kredytu refinansowego na inwestycje centralne.**

Spłaty te były zgodne z harmonogramem wynikającym z zawartych z bankami umów w 2001 r

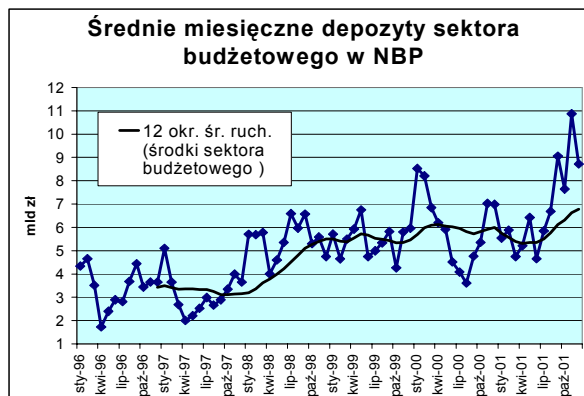
Dokonane spłaty spowodowały zmniejszenie zadłużenia banków z tytułu kredytu refinansowego na inwestycje centralne z kwoty 4.685,8 mln zł wg stanu na 31.12.2000 r. do kwoty 4.253,0 mln zł na koniec grudnia 2001 r., tj. o 9,2%. Kredyt ten ulegać będzie dalszemu obniżaniu o roczne raty spłaty.

**Redyskonto weksli w NBP wg stanu na 31.12.01 uległo zmniejszeniu, w porównaniu ze stanem na koniec 2000 r., o 17,8 mln zł.**

Zadłużenie banków z tytułu kredytu redyskontowego wzrastało w I i IV kwartale, natomiast w II i III kwartale ulegało obniżeniu, co było związane z sezonowością tego rodzaju kredytu. Kredyt był wykorzystywany głównie na skup płodów rolnych (sektor cukrowniczy).

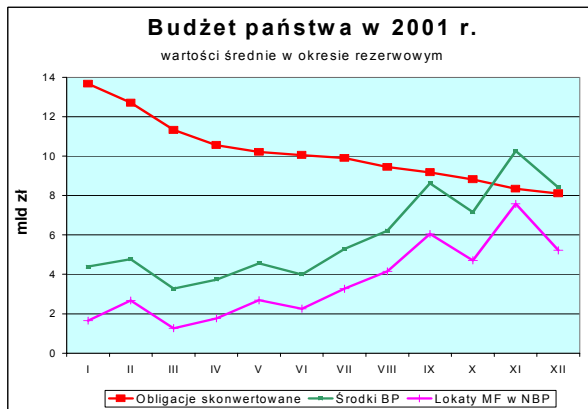
## 2.4 Depozyty sektora budżetowego w NBP

**Poziom depozytów sektora budżetowego w NBP (z wyłączeniem rachunku walutowego) charakteryzował się w 2001 r. znaczną zmiennością.** W skład depozytów wchodziły głównie środki jednostek budżetu państwa, lokaty terminowe Ministra Finansów w NBP oraz środki funduszy celowych.



Na zmiany zobowiązań wobec budżetu miały wpływ przepływy środków pomiędzy bankami a budżetem, wynikające z wydatków budżetowych, rozliczeń z tytułu emisji skarbowych papierów wartościowych oraz innych płatności związanych z pokrywaniem potrzeb pożyczkowych sektora publicznego (w tym wpływów z prywatyzacji) oraz innych tytułów. Mimo pewnych prawidłowości obserwowanych w skali miesiąca (terminy płatności podatkowych są stałe i skumulowane w drugiej połowie miesiąca) oraz roku, przepływy środków budżetowych charakteryzują się znaczną nieregularnością.

Art. 108 ust. 1 ustawy o finansach publicznych pozwala Ministrowi Finansów na dokonywanie oprocentowanych lokat terminowych w NBP w przypadku występowania przejściowych nadwyżek środków na centralnym rachunku bieżącym budżetu państwa. Zgodnie ze *Strategią zarządzania długiem sektora finansów publicznych w latach 2002-2004* od 2000 r., Ministerstwo Finansów dąży do optymalizowania zarządzania płynnością budżetu państwa i wdraża etapowo nowy system zarządzania płynnością. W ramach pierwszego etapu wprowadzono m.in. aktywniejsze zarządzanie systemem lokat w NBP. Lokaty w NBP służą gromadzeniu środków na zabezpieczenie bieżącej płynności budżetu państwa. Ministerstwo Finansów może m.in. okresowo intensyfikować sprzedaż skarbowych papierów wartościowych i lokować pozyskane środki w NBP celem zabezpieczenia planowanych płatności.



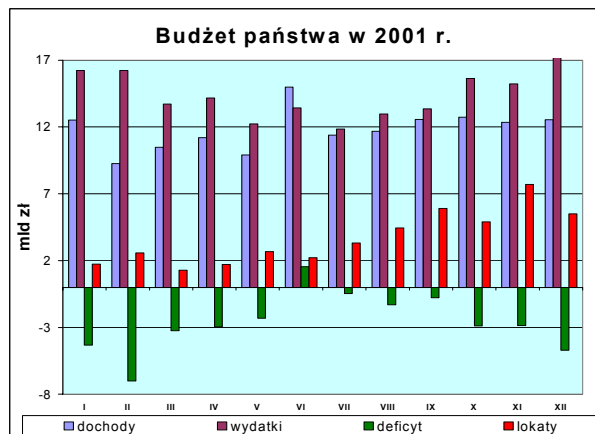
Ogółem w 2001 r. Ministerstwo Finansów złożyło w NBP 324 lokaty terminowe (z których 6 zostało zerwanych przed upływem terminu zapadalności i nie było oprocentowane). W przeciwieństwie do roku poprzedniego, Ministerstwo Finansów stosunkowo niewielkie środki lokowało w NBP w pierwszej połowie roku. Zintensyfikowanie wykorzystania możliwości gromadzenia przejściowych nadwyżek złotych w banku centralnym nastąpiło od lipca 2001 r. W rekordowym listopadzie MF utworzyło w NBP 48 lokat terminowych na łączną kwotę 69.306 mln zł, których średni dzienny poziom wyniósł 7.626,2 mln zł. Było to związane z gromadzeniem środków na realizację zobowiązań budżetu państwa na przełomie roku. W sumie w NBP zostało zdeponowane na lokatach terminowych 228,6 mld zł (dla porównania w 2000 r. MF zdeponowało w NBP 84,5 mld zł). Wartość jednostkowa lokat wynosiła od 200 do 3.000 mln zł<sup>4</sup>. Lokaty były składane na okresy od 3 do 29 dni. Oprocentowanie było uzależnione od rentowności bonów skarbowych oraz wysokości stawki WIBID i wynosiło od 8,46% do 20,29%. Odsetki od lokat MF wyniosły w 2001 r. 558,3 mln zł.

**Średni poziom depozytów sektora budżetowego w NBP w 2001 r. (z wyłączeniem rachunku walutowego) wyniósł 6.778,7 mln zł.** Z kwoty tej 2.299,2 mln zł, tj. 35,06% stanowiły depozyty państwowych jednostek budżetowych (bez uwzględnienia złotych lokat terminowych MF w NBP). W 2000 r. depozyty te wyniosły średnio 2.178,7 mln zł,

<sup>4</sup> oraz 2,1 mln zł w przypadku lokaty przeznaczonej na realizację roszczeń odszkodowawczych obywateli polskich, które w poprzednich latach były lokatami długoterminowymi, a teraz są składane na tych samych warunkach co lokaty pochodzące z nadwyżkowych środków Ministerstwa Finansów)

co stanowiło 36,81% poziomu depozytów sektora budżetowego. Poziom depozytów funduszy celowych średnio w roku wyniósł 892,6 mln zł, co odpowiada 15,08% całości depozytów - o 3,4 pkt. proc. więcej aniżeli w roku poprzednim. Średni dzienny poziom lokat terminowych MF w ciągu roku ukształtował się w wysokości 3.587,7 mln zł, co stanowiło 49,87% całości depozytów złotych. Spośród wymienionych pozycji największą zmienność wykazuje poziom lokat.

**Zmiana średniego poziomu depozytów sektora budżetowego w grudniu 2001 r. w stosunku do grudnia 2000 r. wyniosła 2.607 mln zł, co wpłynęło na zmniejszenie płynności sektora bankowego.**



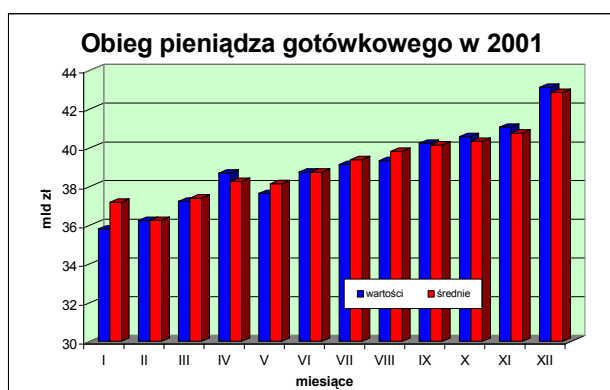
## 2.5 Obieg pieniądza gotówkowego



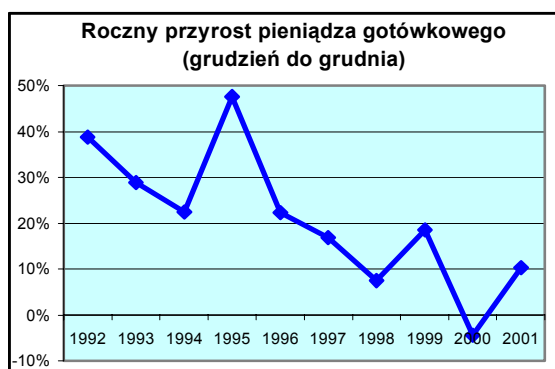
**W 2001 r. nastąpił przyrost pieniądza gotówkowego w obiegu o 4.566,2 mln zł (zmiana od 31.12.00 do 31.12.01) do poziomu 43.130,3 mln zł.** Wzrost obiegu pieniądza gotówkowego o 11,84% w ciągu roku należy uznać za wysoki, biorąc pod uwagę, iż

wskaźnik cen i usług konsumpcyjnych wyniósł w omawianym okresie zaledwie 103,6 w ujęciu grudzień do grudnia. Zmiana ta kontrastuje ze spadkiem obiegu w 2000 r. (wyniósł on 4.811,1 mln zł), który wynikał z zaburzeń związanych z tzw. problemem roku 2000.

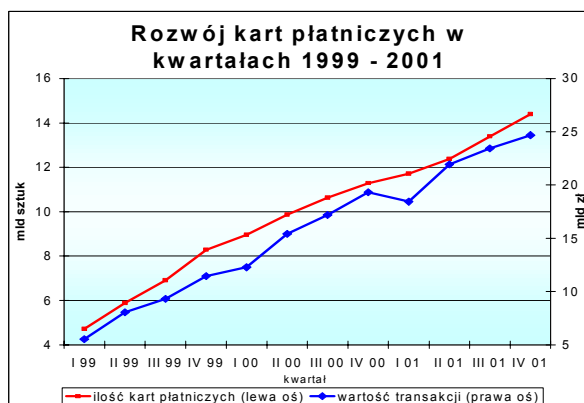
**Przyrost obiegu pieniądza gotówkowego, porównując średni stan w grudniu 2001 r. do grudnia 2000 r., wyniósł 3.966,6 mln zł (3.961 mln zł w okresach utrzymywania rezerwy obowiązkowej).**



W czwartym kwartale obserwowano większe wahania w poziomach obiegu gotówkowego poza kasami banków, co mogło być spowodowane przesunięciami środków pieniężnych związanymi z zapowiedzią opodatkowania dochodów od środków przechowywanych w bankach, zmiany przepisów związanych z ulgami podatkowymi oraz wymianą na euro znaków pieniężnych walut narodowych. Największy przyrost pieniądza gotówkowego odnotowano w grudniu. Wzrost w ciągu miesiąca o 2.086,8 mln zł stanowił 45,7% przyrostu rocznego. Zostało to spowodowane przede wszystkim skupem od osób prywatnych walut krajów strefy euro. Ponadto w końcu roku obserwujemy sezonowy wzrost obiegu gotówkowego w kasach banków.



**Struktura obiegu pieniądza gotówkowego była stabilna.** Pieniądz poza kasami banków zwiększył się w ciągu roku o 4.094,3 mln zł do poziomu 38.207,0 mln zł, tj. o 12,0%. Zanotowano również wzrost gotówki w kasach banków o 471,9 mln zł do poziomu 4.923,3 mln zł, co oznacza wzrost o 10,6%. Na koniec grudnia 2001 r. udział części pozostającej poza kasami banków wyniósł 88,59% i zwiększył się w ciągu roku zaledwie o 0,13 pkt. proc.



**Nadal następował dynamiczny rozwój rozliczeń bezgotówkowych przy wykorzystaniu kart płatniczych.** W początkowym okresie były to głównie karty bankomatowe, jednak w końcu 2001 r. stanowiły one już zaledwie 3,1% ilości wyemitowanych kart. 96,6% kart bankowych stanowiły karty płatnicze z funkcją wypłaty gotówki z bankomatu, a wartość transakcji dokonanych przy użyciu tego rodzaju kart stanowiła w IV kwartale 2001 r. 93,9% wszystkich transakcji dokonanych za pomocą kart płatniczych. Za pomocą kart płatniczych (głównie debetowych, ale także obciążeniowych i kredytowych) dokonano w 2001 r. transakcji na kwotę 88.494,9 mln zł, tj. o 37,8% więcej niż w 2000 r. **Rozwój transakcji przeprowadzanych za pomocą kart płatniczych z ograniczeniem dokonywania wypłat bankomatowych ograniczał przyrost obiegu gotówkowego.**

## 2.6 Rachunek bieżący i rezerwa obowiązkowa

Zgodnie z art. 38 ust. 2 ustawy o NBP rezerwę obowiązkową stanowi część środków pieniężnych na rachunkach bankowych, środków uzyskanych ze sprzedaży papierów wartościowych oraz innych środków przyjętych przez bank podlegających zwrotowi. Środki przyjęte

od innego banku krajowego, a także środki pozyskane z zagranicy na co najmniej dwa lata są wyłączone z podstawy naliczania rezerwy. Aktem wykonawczym do ustawy do końca 2001 r. była uchwała nr 10/98 Zarządu NBP w sprawie zasad i trybu naliczania i utrzymywania rezerwy obowiązkowej, określająca szczegółowe uwarunkowania, które banki muszą spełnić, aby prawidłowo naliczyć i utrzymywać rezerwę.

Rezerwę obowiązkową naliczały i utrzymywały wszystkie banki z wyjątkiem tych, które decyzją Zarządu NBP<sup>5</sup> były zwolnione z utrzymywania rezerwy obowiązkowej w okresie realizacji programu postępowania naprawczego. Kwota zwolnionej rezerwy na 31 grudnia 2001 r. wyniosła 1.904 mln zł. W 2001 r. Zarząd NBP nie zwolnił żadnego banku z rezerwy obowiązkowej, obowiązywały jednak zwolnienia udzielone w latach ubiegłych. Głównymi przyczynami odmowy zwolnień były: realizacja z wyprzedzeniem założeń naprawczych, poprawa parametrów i wyników finansowych, niespełnienie wymogów formalnych bądź nieskuteczność działań podejmowanych przez zarządy na rzecz poprawy sytuacji banku.

**W 2001 r. obowiązywała stopa rezerwy obowiązkowej w wysokości 5% dla wszystkich rodzajów depozytów<sup>6</sup>.** Rezerwa obowiązkowa była utrzymywana na rachunkach w NBP. Do 10% rezerwy wymaganej banki mogły utrzymywać w formie zadeklarowanego zapasu gotówki w swoich kasach. Ponieważ banki z reguły utrzymywały więcej gotówki niż wielkość deklarowana, efektywna stopa rezerwy obowiązkowej, po odliczeniu gotówki, wyniosła około 4,5%.

W grudniu 2001 r. podjęte zostały uchwały, które obniżyły stopę rezerwy obowiązkowej do 4,5% przy jednoczesnym wyłączeniu możliwości utrzymywania rezerwy w formie gotówki w kasach banków. Uchwały te weszły w życie z dniem 1 stycznia 2002 r. i miały zastosowanie począwszy od rezerwy obowiązkowej podlegającej odprowadzeniu w dniu 28 lutego 2002 r. Decyzje te miały w sumie neutralny wpływ na stopień płynności sektora bankowego.

Zmiany w wysokości rezerwy obowiązkowej w 2001 r. przedstawia tablica:

w mln zł

L.p.	Wyszczególnienie	Stan na 31.12. 2000 r.	Przyrost w ciągu kwartałów				Stan na 31.12. 2001 r.
			I	II	III	IV	
1.	Rezerwa wymagana; ogółem z tego:	12.240	- 504	494	497	942	13.669
1.1.	Rezerwa na rachunku w NBP	11.031	- 525	442	456	885	12.289
1.2.	Zapasy gotówki w kasach banków	1.209	21	52	41	57	1.380

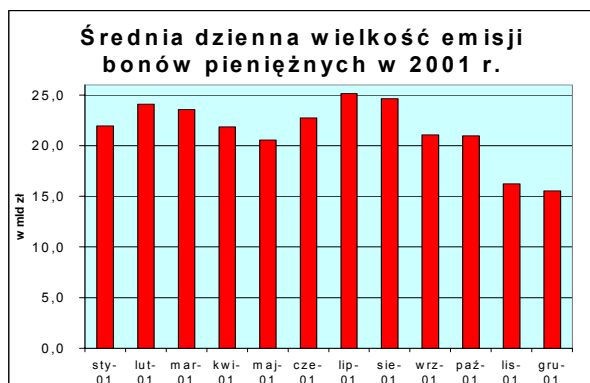
We wszystkich okresach rezerwowych w 2001 r. utrzymywała się nadwyżka średniego stanu środków rezerwy obowiązkowej na rachunku bieżącym w stosunku do wymaganego poziomu rezerwy wahająca się od 48 mln zł w październiku do 349 mln zł w listopadzie (wykresy przedstawiające odchylenia średniego rachunku bieżącego od rezerwy wymaganej w załączniku). Średnio w 2001 r. nadwyżka ta wyniosła 141,7 mln zł, podczas gdy w 2000 r. 164,9 mln zł (spadek o 14%). Wielkość rezerwy obowiązkowej na koniec 2001 r. wzrosła w porównaniu ze stanem na 31.12.2000 r. o 1.429 mln zł, tj. o 11,7% przy wzroście depozytów będących podstawą naliczania rezerwy w tym okresie o 20,1%. Średnio w grudniu 2001 r. rezerwa (wraz z utrzymaną nadwyżką) była wyższa o 713,5 mln zł w stosunku do grudnia 2000 r. (711 mln zł w okresach utrzymywania rezerwy obowiązkowej).

<sup>5</sup> na podstawie art. 39 ust. 3 ustawy o NBP

<sup>6</sup> Uchwała RPP Nr 12/1999 z dnia 21 lipca 1999 r. w sprawie stopy rezerwy obowiązkowej banków

### 3. INSTRUMENTY NBP

#### 3.1 Operacje otwartego rynku – emisja bonów pieniężnych NBP



Operacje otwartego rynku były, podobnie jak w większości banków centralnych, podstawowym instrumentem wykorzystywanym w celu kontroli poziomu płynnych rezerw banków i stabilizowania rynkowych stóp procentowych.

Operacje otwartego rynku są pozycją wynikową - saldo operacji wynika z określonego kształtowania się poszczególnych źródeł płynności. W 2001 r. saldo operacji otwartego rynku - w ujęciu bilansowym - spadło ogółem o 6,2 mld zł.

Popyt na bony pieniężne, odmiennie niż w roku 2000, przewyższał ich podaż (NBP zaoferował do sprzedaży bony pieniężne o wartości nominalnej 204,5 mld zł otrzymując od banków oferty zakupu w wysokości 287,1 mld zł - relacja 140%). NBP zaakceptował oferty banków o wartości nominalnej 187,7 mld zł. Krótki termin zapadalności bonów pieniężnych powodował, że nadpłynność rolowana była z jednego okresu utrzymywania rezerwy obowiązkowej na następny. **Emisja 28-dniowych bonów pieniężnych była w omawianym okresie głównym instrumentem wykorzystywanym przez NBP w celu absorpcji płynności.**

W 2001 r. RPP sześciokrotnie podjęła decyzje o zmianie minimalnej rentowności 28-dniowych bonów pieniężnych NBP. W ich wyniku minimalna rentowność emitowanych bonów pieniężnych była na koniec 2001 roku niższa o 7,5 pkt. proc. od rentowności z końca 2000 r. i wynosiła 11,5%.

Formowanie przez uczestników rynku, przed posiedzeniem RPP, silnych oczekiwań na obniżenie stóp procentowych NBP powodowało, iż banki kupowały więcej bonów pieniężnych NBP niż wynikało to z ich potrzeb płynnościowych i zmuszone były do zaciągania kredytu lombardowego w następnych dniach. Skala spekulacji uczestników rynku na obniżenie stopy referencyjnej NBP istotnie nasilała się w czerwcu, sierpniu, wrześniu, październiku i listopadzie tuż przed posiedzeniem RPP. W tych okresach miał miejsce tzw. **overbidding - banki zgłaszały popyt na aukcji sprzedaży bonów pieniężnych przekraczający salda środków pieniężnych jakimi dysponowały na rachunkach w NBP.**<sup>7</sup>

W grudniu 2001 r. NBP emitował dwukrotnie bony o krótszym terminie zapadalności niż 28 dni – były to bony 14-dniowe, co było związane z koniecznością zapewnienia bankom niezbędnej płynności jeszcze w okresie przedświątecznym i pod koniec grudniowego okresu utrzymywania rezerwy obowiązkowej. Nominalna wartość oferty sprzedaży wynosiła w sumie 3,5 mld zł, popyt na bony wynosił ponad 7,6 mld zł, ostatecznie sprzedano bony pieniężne 14-dniowe w wielkości równej podaży przy stopie dyskonta 11,50% i średnim zysku z bonów równym 11,55%.

Skala operacji otwartego rynku realizowanych w 2001 r.

(saldo bonów na dzień w mln zł wg wartości nominalnej)

	31 XII 2000	31 III 2001	30 VI 2001	30 IX 2001	31 XII 2001	XII 2001 (w por. do XII 2000)
BONY PIENIĘŻNE NBP	20475	23251	27847	25467	14270	-6204

<sup>7</sup> Istotą tego zjawiska jest celowe zgłaszanie większego popytu przez banki, aby przy danej podaży i spodziewanej redukcji ofert zakupić większą część bonów.

### 3.2 SPRZEDAŻ SKONWERTOWANYCH OBLIGACJI SKARBU PAŃSTWA Z PORTFELA NBP

W 2001 r. Narodowy Bank Polski prowadził sprzedaż skonwertowanych obligacji zgodnie z „Załoženiami Polityki Pieniężnej na 2001 r.”. Na 49 przetargach zaoferował do sprzedaży skonwertowane obligacje o wartości nominalnej 15.600 mln zł. Popyt zgłoszony przez inwestorów w ciągu roku wyniósł 23.955 mln zł, co stanowiło 153,6% podaży. **Łącznie NBP zaakceptował oferty o wartości nominalnej 6.370 mln zł, tj. 40,8% zaoferowanej podaży i 26,6% zgłoszonego popytu, co odpowiadało wartości aukcyjnej 5.813 mln zł. (w rozliczeniu średnich wartości dla okresów utrzymywania rezerwy obowiązkowej 5.976 mln zł). Kwota ta odpowiadała skali absorpcji nad-płynności z sektora bankowego.**

Standardową kwotą obligacji oferowaną do sprzedaży na przetargu było 300 mln zł. Na ostatnich dwóch przetargach w lutym (15.02.2001 r. - CK 0403, 22.02.2001 r. - PK 0704) oraz na pierwszym przetargu w marcu (1.03.2001 r. - DK 0809) podaż została zwiększona do 600 mln zł, po czym, w obawie o możliwość wywierania zbyt dużego wpływu na rentowności na rynku wtórnym, powrócono do poprzedniej wielkości oferty.

W rozbięciu na poszczególne typy obligacji w 2001 r. kształtowała się w następujący sposób:

Typ Obligacji	Zapadalność	Podaż w mln zł	Popyt w mln zł	Sprzedaż w mln zł	Maks. spread w pkt. proc.*
KO 0402	29 kwi 02	3900	6613	1332	0,065-0,407
TK 1202	22 gru 02	3000	4783	1938	0,076-0,637
CK 0403	22 kwi 03	3000	5049	1370	0,051-0,563
PK 0704	22 lip 04	2700	3787	519	0,097-0,567
DK 0809	22 sie 09	3000	3723	1211	0,024-0,547

\*) różnica pomiędzy maksymalną zaakceptowaną rentownością na przetargu a średnią rentownością na rynku wtórnym obligacji o podobnym okresie zapadalności

#### Obligacje o terminie wykupu 29.04.2002 (KO 0402)

Średnia rentowność na przetargach w 2001 r. kształtowała się w granicach od 16,799%

(styczeń) do 11,848% (grudzień). Powyższe obligacje największym zainteresowaniem cieszyły się na początku roku (styczeń, luty), kiedy to popyt przekraczał 800 mln zł, aby spaść do niespełna 200 mln zł w grudniu. Po ostatniej w 2001 r. operacji outright dotyczącej ww. obligacji do sprzedaży pozostało 1.948,911 mln zł wg wartości nominalnej. Oznacza to, że od rozpoczęcia sprzedaży obligacji skonwertowanych w dniu 19.09.2000 r. do końca 2001 r. sprzedano 52,86% początkowej kwoty obligacji KO 0402.

W dniu 27.12.2001 r. została zawarta umowa pomiędzy MF i NBP dotycząca konwersji części zobowiązań Skarbu Państwa, na zasadzie odnowienia długu. Będące w posiadaniu NBP obligacje zerokuponowe o terminie wykupu 29.04.2002 r. o wartości nominalnej 1.948,9 mln zł, zostały skonwertowane na obligacje asymilowane do obligacji o stałym oprocentowaniu i terminie wykupu 12.10.2002 r. (OS 1002) o wartości nominalnej 1.820,8 mln zł. Wartość nominalna obligacji wydanych NBP została ustalona według cen rynkowych.

#### Obligacje o terminie wykupu 22.12.2002 (TK 1202)

Średnia rentowność na przetargach kształtowała się w granicach od 15,951% (marzec) do 11,839% (listopad). Największy odnotowany popyt przypadł na luty (1.066 mln zł), natomiast najmniejszym zainteresowaniem obligacje cieszyły się w lipcu, kiedy to popyt wyniósł 140 mln zł. Po ostatniej w 2001 r. operacji outright dotyczącej ww. obligacji do sprzedaży pozostało 784,265 mln zł wg wartości nominalnej. Oznacza to, że od rozpoczęcia sprzedaży obligacji skonwertowanych do końca 2001 r. sprzedano 74,51% początkowej kwoty obligacji TK 1202.

#### Obligacje o terminie wykupu 22.04.2003 (CK 0403)

Średnia rentowność na przetargach kształtowała się w granicach od 15,703% (marzec) do 10,812% (grudzień). Rekordowy popyt notowano w lutym (1.031 mln zł) i październiku (1.041 mln zł). Najmniejszy popyt zgłoszono w sierpniu i w listopadzie, kiedy to osiągnął on odpowiednio wartości 105 i 110

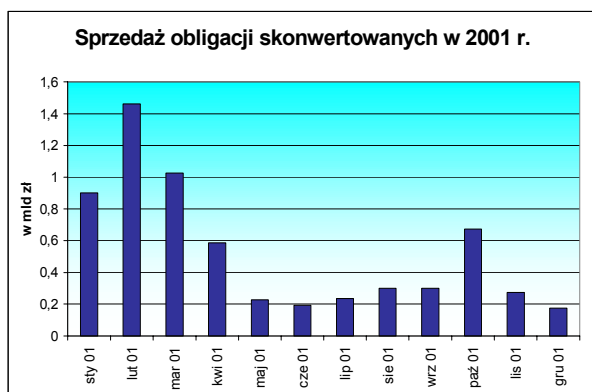
mln zł. Po ostatniej w 2001 r. operacji outright dotyczącej ww. obligacji do sprzedaży pozostało 1.363,265 mln zł wg wartości nominalnej. Oznacza to, że od rozpoczęcia sprzedaży obligacji skonwertowanych do końca 2001 r. sprzedano 55,68% początkowej kwoty obligacji CK 0403.

#### Obligacje o terminie wykupu 22.07.2004 (PK 0704)

Średnia rentowność na przetargach kształtowała się w granicach od 14,427% (maj) do 10,025% (grudzień). Największy popyt notowano w lutym, w kwietniu i w maju (odpowiednio 786, 825 i 750 mln zł), natomiast najmniejszy w październiku i w grudniu, kiedy to spadł poniżej 200 mln zł i wyniósł odpowiednio 180 i 100 mln zł. Po ostatniej w 2001 r. operacji outright dotyczącej ww. obligacji do sprzedaży pozostało 2.386,265 mln zł wg wartości nominalnej. Od rozpoczęcia sprzedaży obligacji skonwertowanych do końca 2001 r. sprzedano 22,43% początkowej kwoty obligacji PK 0704.

#### Obligacje o terminie wykupu 22.08.2009 (DK 0809)

Średnia rentowność na przetargach kształtowała się w granicach od 12,093% (maj) do 10,190% (październik). Największy popyt został zgłoszony w marcu – 1.316 mln zł, najmniejszy w październiku – spadek do 95 mln zł. Po ostatniej w 2001 r. operacji outright dotyczącej ww. obligacji do sprzedaży pozostało 1.364,265 mln zł wg wartości nominalnej. Oznacza to, że od rozpoczęcia sprzedaży obligacji skonwertowanych do końca 2001 r. sprzedano 55,65% początkowej kwoty obligacji DK 0809.



Sprzedaż obligacji z portfela NBP od początku 2000 r. kształtowała się następująco:

(wartości nominalne w mln zł)

Symbol	Nominał	Oprocentowanie	Wartość sprzedanych	Wartość portfela NBP
TK1202	3076,265	10,0%	2292,000	784,265
CK0403	3076,265	10,0%	1713,000	1363,265
PK0704	3076,265	8,5%	690,000	2386,265
DK0809	3076,265	6,0%	1712,000	1364,265
KO0402	4133,911	0,0%	2185,000	1948,911
	<b>16438,97</b>		<b>8592,000</b>	<b>7846,971</b>

### 3.3 Operacje kredytowo – depozytowe

Do operacji kredytowo – depozytowych zalicza się kredyt lombardowy i depozyt na koniec dnia.

Kredyt lombardowy umożliwia uzupełnienie bieżącej płynności banków. **Stopa kredytu lombardowego pełni funkcję stopy maksymalnej, określającej krańcowy koszt pozyskania pieniądza na rynku międzybankowym.**

Najwyższe - średnie w miesiącu – wykorzystanie kredytu lombardowego wystąpiło w IV kwartale ub. r. i wahało się od 25,9 mln zł w grudniu do 997,8 mln zł w październiku, jednakże dzienne stany zadłużenia sięgały pod koniec października nawet 6,3 mld zł.

W poszczególnych kwartałach średnie dzienne wykorzystanie kredytu lombardowego kształtowało się następująco:

- I kw. – 124,3 mln zł,
- II kw. – 66,2 mln zł,
- III kw. – 271,6 mln zł,
- IV kw. – 473,5 mln zł.

**W 2001 r. banki zasadniczo zadłużały się pod koniec okresów utrzymywania rezerwy obowiązkowej na rachunku bieżących w NBP, szczególnie w I kwartale oraz w październiku 2001 r. Wynikało to ze spekulacji banków pod wpływem oczekiwań na obniżkę stóp procentowych NBP.** Wysokie zaangażowanie w zakup bonów pieniężnych zmusiło banki do utrzymywania bieżącej płynności poprzez zadłużenie w NBP.

Odsetki od kredytów lombardowych, zapłacone przez banki w ubiegłym roku w wyso-



kości 43,2 mln zł, stanowiły 7,5% odsetek od kredytów refinansowych. Zapłata odsetek następowała ostatniego dnia miesiąca.

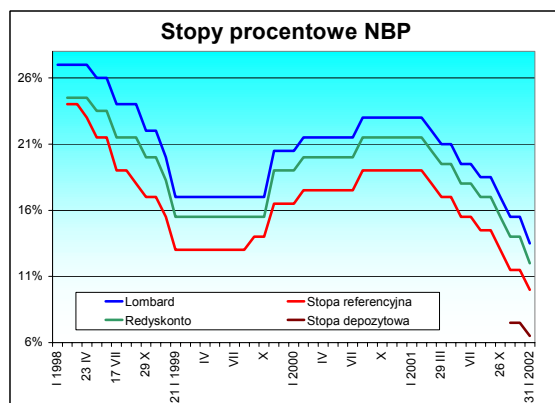
Z dniem 1 grudnia NBP wprowadził nowy instrument – **lokaty terminowe** – umożliwiający bankom deponowanie w NBP nadwyżek płynnych środków z terminem zwrotu w następnym dniu operacyjnym. Banki mogą lokować środki do czasu zamknięcia rozrachunku międzybankowego w NBP. Wraz ze zwrotem kwoty depozytu przez NBP następuje również wypłata należnych odsetek. **Stopa depozytu, określana przez RPP, ogranicza od dołu korytarz wahań stóp rynku międzybankowego.**

**Instrument ten był wykorzystywany przez banki od 21 grudnia. Średnia wartość depozytów w grudniu wyniosła 714,5 mln zł (711 mln zł w okresach utrzymywania rezerwy obowiązkowej), zaś najwyższa kwota złożonej lokaty 1,9 mld zł. Najwyższe stany lokowanych w NBP środków wystąpiły przed dniami wolnymi od pracy, co wydłużało okres utrzymywania depozytu do kilku dni.**

## 4. OPERACJE NBP A STOPY PROCENTOWE RYNKU MIĘDZYBANKOWEGO

### 4.1 Zmiany oficjalnych stóp procentowych NBP

Rok 2001 był okresem **znacznego spadku oficjalnych stóp procentowych NBP**. Przez większą część roku utrzymywały się pozytywne tendencje z punktu widzenia procesów inflacyjnych: miał miejsce spadek tempa wzrostu cen towarów i usług konsumpcyjnych, cen produkcji przemysłowej, a także obniżały się oczekiwania inflacyjne osób prywatnych i analityków bankowych. W pierwszych trzech kwartałach 2001 r. utrzymywały się korzystne zjawiska w zakresie wzrostu depozytów oraz nastąpił spadek dynamiki akcji kredytowej. Nastąpiła także znacząca poprawa salda rachunku bieżącego bilansu płatniczego. Spolnieniu uległa dynamika wzrostu gospodarczego tak w Polsce, jak i strefie euro oraz Stanach Zjednoczonych. Wszystkie te czynniki korzystnie wpływały na procesy inflacyjne. W efekcie RPP sześciokrotnie podjęła decyzję o obniżeniu oficjalnych stóp NBP. **Obniżki te były stopniowe, zazwyczaj wynosiły 100-150 punktów bazowych** (daty i skala obniżek w kalendarium). **W sumie stopa referencyjna została obniżona z poziomu 19% w styczniu do 11,5% w grudniu, stopa lombardowa z 23% do 15,5% zaś stopa redyskontowa z 21,5% do 14%.** Stopa referencyjna, czyli minimalne oprocentowanie krótkookresowych operacji otwartego rynku, wyznaczała najniższy poziom stóp dla międzybankowego rynku depozytów o okresie zapadalności porównywalnym z prowadzonymi operacjami.



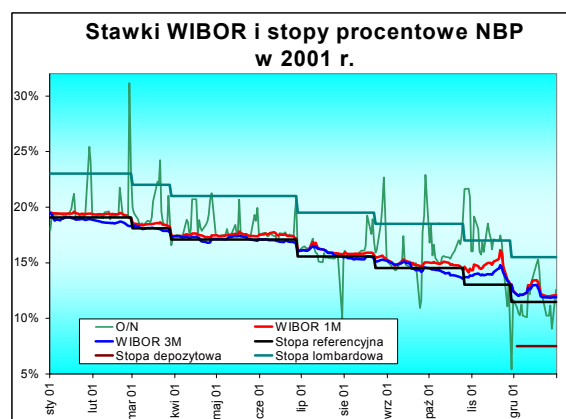
Dodatkowo, z dniem 1 grudnia 2001 r., została wprowadzona stopa depozytowa banku centralnego, której poziom ustalono na 7,5%. RPP w dalszym ciągu utrzymywała neutralne nastawienie w polityce pieniężnej.

### 4.2 Kształtowanie się stóp procentowych na rynku międzybankowym

Stopy procentowe rynku pieniężnego, kształowane przez oczekiwania na spadek stóp NBP, znajdowały się w trendzie **spadkowym**. Od stycznia do grudnia WIBOR 1M spadł o 741 p.b., a 12-miesięcznego o 799 p.b. Spadek oprocentowania stawki WIBOR 1M odpowiadał skali obniżek stóp procentowych banku centralnego o 750 p.b. dokonywanych przez RPP w 2001 r. Następował zatem proces dostosowywania się stawki WIBOR 1M do nowego poziomu stopy referencyjnej.

Charakter zmian stóp procentowych powyżej jednego miesiąca (prawie równoległe przesunięcie krzywej dochodowości w dół) świadczył natomiast o kontynuacji oczekiwań dotyczących obniżek stóp procentowych.

Mimo utrzymywania się trendu spadkowego stóp procentowych na rynku międzybankowym, kilkakrotnie miał miejsce ich przejściowy wzrost; m.in. w listopadzie i w grudniu w związku z wystąpieniem zaburzeń o charakterze płynnościowym.



Oczekiwania rynku odnośnie poziomu przyszłych krótkoterminowych stóp procentowych w roku 2001 pokazuje oprocentowanie kontraktu FRA 9x12 zawartego na początku 2001 r. Rynek oczekiwał wówczas, że we wrześniu WIBOR 3M wyniesie 15,48%, co odpowiadało skali oczekiwanych obniżek wynoszącej ok.

420 p.b. Faktyczna wielkość cięć stóp NBP wyniosła 450 p.b., co wskazuje że **skala obniżek w pierwszych trzech kwartałach została w dużej mierze wcześniej zdyskontowana przez rynek.**

Spadek inflacji oraz malejąca aktywność gospodarcza przyczyniły się do nasilenia oczekiwań na kolejną zmianę stóp procentowych NBP w IV kwartale. Zostały one dodatkowo wzmocnione wydarzeniami w USA 11 września. Obniżki podstawowych stóp procentowych dokonane przez FED i EBC w dniu 17 września były impulsem do wzrostu oczekiwań rynku na redukcję stóp procentowych przez RPP.

## 5. DOSTOSOWANIE INSTRUMENTARIUM NBP DO EUROSYSTEMU

### 5.1 Modyfikacje systemu operacji otwartego rynku

W 2001 r. zrealizowano kolejny etap zadań związanych z harmonizacją instrumentów polityki pieniężnej NBP z Eurosystemem.

1. Zgodnie z "Załoženiami Polityki Pieniężnej na 2001 r.", od 1 grudnia 2001 r. NBP wprowadził instrument w postaci depozytu na koniec dnia w banku centralnym. Instrument ten stanowi drugie ogniwo operacji kredytowo – depozytowych (*ang. standing facilities*) i został określony jako lokata terminowa przyjmowana od banków przez NBP. Banki posiadające nadwyżki wolnych rezerw na koniec dnia mogą złożyć w banku centralnym depozyt na bazie O/N. Zlecenie przekazania środków z rachunku bieżącego banku komercyjnego na konto lokaty terminowej banku powinno nastąpić do godziny 17:30. Zwrot środków lokaty na rachunek banku komercyjnego następuje następnego dnia roboczego w momencie otwarcia systemu SORBNET w NBP. Oprocentowanie depozytu jest z góry ustalone i kształtuje się poniżej minimalnej stopy dla podstawowych operacji otwartego rynku (stopy referencyjnej). W Uchwale RPP Nr 17/2001 z dnia 28 listopada 2001 r. Rada ustaliła oprocentowanie lokaty terminowej na poziomie 7,5% i taki poziom obowiązywał do końca roku. Instrument w postaci lokaty terminowej w NBP wraz z kredytem lombardowym stanowi odpowiednik operacji *standing facilities* w Eurosystemie i służy stabilizacji rynkowych stóp O/N w określonym przedziale. Górny poziom pasma wyznaczony jest przez stopę kredytu lombardowego, natomiast **dolny poziom pasma określony jest przez stopę depozytową**. Docelowo obowiązywać ma symetryczny korytarz stóp procentowych banku centralnego, tj. rozpiętość pomiędzy stopą referencyjną, a stopą depozytową i stopą lombardową ma być taka sama.

2. Również zgodnie z harmonogramem, od grudnia 2001 r. został wprowadzony nowy instrument określany jako tzw. kredyt techniczny lub kredyt w ciągu dnia (*ang. intra-day credit*). Instrument ten pełni analogiczne funkcje, jak kredyt *intra-day* w systemie rozliczeń TARGET w Eurosystemie. Kredyt techniczny z natury rzeczy nie należy do narzędzi polityki pieniężnej, jednak jego wprowadzenie jest niezbędne dla przyszłego włączenia systemu rozliczeń SORBNET do systemu TARGET i funkcjonowania NBP w ramach Eurosystemu. Instrument ten służy bankom do usprawnienia rozliczeń w ciągu dnia operacyjnego, dzięki czemu przyczynia się do rozwoju rynku międzybankowego. Kredyt udzielany jest pod warunkiem posiadania przez bank odpowiedniego zabezpieczenia. Zgodnie z Uchwałą Nr 57/2001 Zarządu Narodowego Banku Polskiego z dnia 22 listopada 2001 r. zabezpieczenie spłaty kredytu technicznego następuje w drodze przeniesienia na NBP praw z bonów skarbowych, posiadanych przez bank zaciągający kredyt. Kwota kredytu technicznego stanowi 80% wartości przewłaszczonego bonów skarbowych. Kredyt w ciągu dnia nie podlega oprocentowaniu. W sytuacji, gdy do godziny 17:30, czyli przed końcem dnia operacyjnego, bank nie zdoła spłacić kredytu, kredyt w niespłaconej części zostaje przekształcony w kredyt O/N i podlega oprocentowaniu w wysokości stopy kredytu lombardowego. Z kolei spłata kredytu O/N nastąpić powinna do godziny 10:30 następnego dnia roboczego. Zasady instrumentu są zbliżone do założeń kredytu *intra-day* w systemie TARGET. Modyfikacje, zmierzające do pełnej harmonizacji kredytu technicznego z parametrami kredytu *intra-day* w Eurosystemie, będą przedmiotem dalszych prac. Jeszcze w 2001 r. zostały podjęte kroki w celu rozszerzenia listy kwalifikowanych zabezpieczeń dla kredytu technicznego o obligacje Skarbu Państwa. Finalizacja tych działań zależeć będzie od uzgodnień z KDPW, który jest odpowiedzialny za rejestr, depozyt i rozrachunek obligacji Skarbu Państwa.

3. Poczynając od grudnia 2001 r., NBP codziennie publikuje informacje na temat wielkości wymaganej rezerwy obowiąz-

kowej oraz stanu środków banków na rachunkach bieżących w NBP i rachunkach rezerwy obowiązkowej w dniu poprzednim (strona NBPM w serwisie Reuters’). Zmiana ta miała na celu zwiększenie racjonalności decyzji podejmowanych przez banki.