

CZYNNIKI STRUKTURALNE WE WSPÓŁCZESNYCH TEORIACH MECHANIZMÓW TRANSMISJI POLITYKI PIENIĘŻNEJ[#]

Ryszard Kokoszczyński^{*}
Tomasz Łyziak^{**}
Ewa Wróbel^{***}

streszczenie

W referacie zwrócono uwagę na trzy grupy czynników strukturalnych mających wpływ na funkcjonowanie mechanizmu transmisji impulsów polityki pieniężnej i jego poszczególnych kanałów. Pierwsza grupa, szczególnie ważna w przypadku krajów o krótszej historii gospodarki rynkowej i mniej dojrzałych jej instytucjach, związana jest z najbardziej generalnym rozumieniem struktury gospodarczej, a więc ze skalą monetyzacji gospodarki. Druga grupa czynników strukturalnych zawiera w sobie bardziej szczegółowe uwarunkowania samego mechanizmu transmisji monetarnej, tj. strukturę popytu krajowego (PKB), stopień otwartości gospodarki oraz strukturę źródeł finansowania przedsiębiorstw i gospodarstw domowych. Trzecia grupa czynników strukturalnych odnosi się z kolei do charakterystyk systemu bankowego: jego struktury własnościowej, stopnia koncentracji, a także struktury bilansów banków. Przeprowadzony w referacie przegląd wybranych czynników strukturalnych warunkujących efektywność propagacji impulsów pieniężnych w Polsce uzasadnia konkluzje uzyskiwane z badań ilościowych, które sugerują, że mechanizm transmisji impulsów polityki pieniężnej w Polsce jest względnie słaby i cechuje się stosunkowo długimi opóźnieniami.

[#] Referat jest wyrazem naszych osobistych poglądów. Dziękujemy za życzliwe uwagi naszym współpracownikom z NBP, biorąc jednocześnie pełną odpowiedzialność za wszelkie pozostawione w tekście usterki.

^{*} Biuro Badań Makroekonomicznych, Narodowy Bank Polski i Wydział Nauk Ekonomicznych Uniwersytetu Warszawskiego, ryszard_kokoszczyński@nbp.pl; Ryszard.Kokoszczyński@nbp.x400.net.pl; kokoszczyński@wne.uw.edu.pl

^{**} Biuro Badań Makroekonomicznych, Narodowy Bank Polski, Tomasz.Lyziak@nbp.x400.net.pl

^{***} Biuro Badań Makroekonomicznych, Narodowy Bank Polski, Ewa.Wrobel@nbp.x400.net.pl

1. Analiza mechanizmów transmisji polityki pieniężnej wymaga uwzględnienia co najmniej kilku rodzajów uwarunkowań strukturalnych. Pierwsza ich grupa, szczególnie ważna w przypadku krajów mniej rozwiniętych, o krótszej historii gospodarki rynkowej i mniej dojrzałych jej instytucjach, związana jest przede wszystkim z najbardziej generalnym rozumieniem struktury gospodarczej, a więc ze skalą monetyzacji gospodarki (rozumianą jako relacja podaży pieniądza do PKB). Druga grupa czynników strukturalnych dotyczy bardziej szczegółowych uwarunkowań samego mechanizmu transmisji monetarnej. Najważniejsza wśród nich jest zapewne struktura samego PKB (popytu krajowego). Jest bowiem oczywiste, iż inna jest wrażliwość na stopy procentowe np. wydatków inwestycyjnych przedsiębiorstw, inna – wydatków czysto konsumpcyjnych oraz inwestycji mieszkaniowych gospodarstw domowych. Inne ważne czynniki w tej grupie to stopień i szczegółowe charakterystyki otwartości gospodarki, które istotnie wpływają na siłę i sposoby oddziaływania kursu walutowego na aktywność gospodarczą i inflację. Kolejny ważny czynnik to struktura finansowa gospodarki, zarówno w podziale na zewnętrzne i wewnętrzne źródła finansowania przedsiębiorstw i gospodarstw domowych, jak i rolę finansowania bankowego i z rynku kapitałowego w finansowaniu zewnętrznym. Ostatni element strukturalny ważny dla procesów transmisji to struktura podmiotowa systemu bankowego – czynnik istotnie wpływający m.in. na proces transmisji stóp procentowych banku centralnego w stopy oprocentowania depozytów i kredytów w bankach komercyjnych.

2. Odniesienia – i to raczej nieliczne - do pierwszego problemu z powyższej listy znaleźć można tylko w literaturze dotyczącej krajów rozwijających się. Jednak zakłada się tam zwykle, iż niski poziom monetyzacji wpływa na kształt mechanizmu transmisji przede wszystkim wskutek tego, iż poziom taki jest cechą krajów z silnie reglamentowanymi oficjalnymi rynkami finansowymi, czemu towarzyszą rozwinięte na znaczną skalę nieformalne (nielegalne) rynki kredytowe i depozytowe¹. Proponowane w tym kontekście modelowanie polityki pieniężnej i mechanizmu jej transmisji uwzględnia więc niski stopień monetyzacji nie wprost, ale za pośrednictwem jawnego włączania do modelu nieformalnych rynków finansowych oraz administracyjnych instrumentów polityki pieniężnej². Ze względu na te założenia podejścia tego nie można

¹ Patrz np. Agénor i Montiel (1996), s. 23 i n.

² Modele tego typu prezentowane były w różnych opracowaniach częściowych przez Petera Montiel, podsumowanie tego dorobku zawarte jest w Agénor i Montiel (1996), paragraf 5.4.

stosować do badania gospodarki polskiej. Warto jednak zauważyć, iż wnioski z badań tego typu sugerują, iż tradycyjnie mierzona siła transmisji jest w krajach o niskim stopniu monetyzacji mniejsza niż w krajach rozwiniętych i że najważniejszą rolę w procesie transmisji odgrywa system bankowy.

Względnie niski stopień monetyzacji w Polsce (Tab. 1) może więc być jedną z przyczyn wyjaśniających słabszą reakcję głównych charakterystyk naszej gospodarki na impulsy polityki pieniężnej uzyskiwaną w naszych badaniach empirycznych. Pomimo, iż obraz mechanizmu transmisji wyłaniający się z badań ilościowych sugeruje stopniowy wzrost efektywności propagacji impulsów polityki pieniężnej, to jednak w dalszym ciągu mechanizm ten wydaje się względnie słaby i cechuje się długimi opóźnieniami. Symulacje przeprowadzone na małym strukturalnym modelu mechanizmu transmisji monetarnej w Polsce (MSMTM)³ wskazują, iż w porównaniu z brytyjskim modelem Batini i Haldane (1999) reakcja dynamiki cen na impuls stopy procentowej⁴ w Polsce jest dwukrotnie słabsza i osiąga swoje maksimum z dwukrotnie większym opóźnieniem (por. wykres 1).

Tabela 1. Monetyzacja w strefie euro, Stanach Zjednoczonych, Wielkiej Brytanii oraz w Polsce – 2001 r.

	Strefa euro	USA	UK	Polska
M2/PKB	68,6%	53,8%	95,1%*	43,8%
M3/PKB	79,7%	79,0%		44,0%

* - w przypadku Wielkiej Brytanii posłużono się agregatem pieniężnym M4

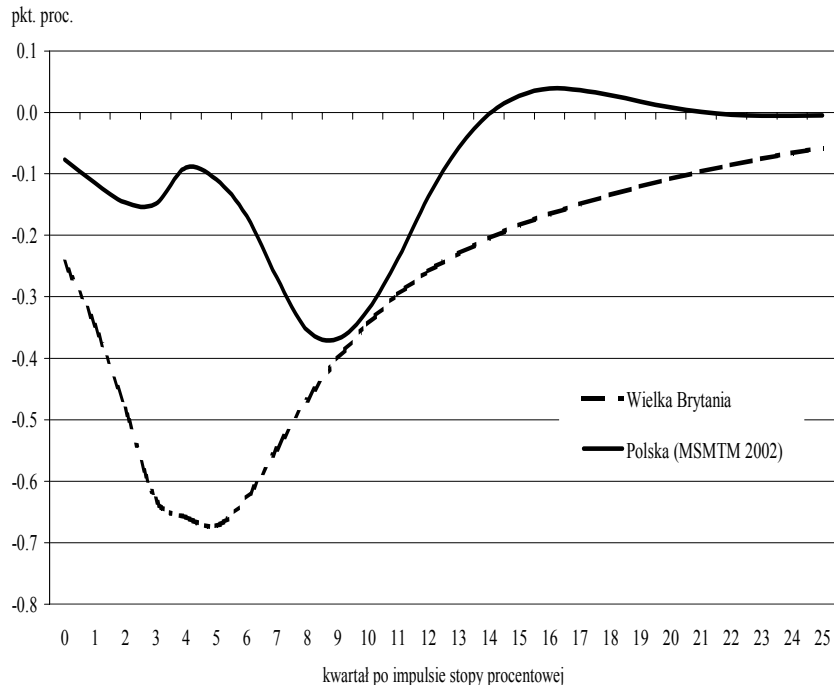
Źródło: International Financial Statistics.

3. Struktura popytu krajowego jest ważnym problemem w badaniach mechanizmu transmisji, gdyż istnieją poważne przesłanki teoretyczne wspierające hipotezę o różnej naturze i sile oddziaływania zmian stóp procentowych na inwestycje, konsumpcję (z wyróżnieniem wydatków mieszkaniowych i spożycia dóbr trwałego użytku przez

³ Opis najnowszej wersji modelu MSMTM znaleźć można w Kokoszcyński i in. (2002) lub w Łyziak (2002).

⁴ Wzrost nominalnej stopy procentowej o 1 pkt. proc. na okres czterech kwartałów.

Wykres 1. Reakcja inflacji (rocznej) na impuls stopy procentowej w Polsce i w Wielkiej Brytanii



Źródło: opracowanie własne na podstawie: Mahadeva i Sinclair (2001), Kokoszczyński i in. (2002).

gospodarstwa domowe) i eksport netto. Rozróżnienie takie znaleźć można już w podręcznikowym wywodzie prezentującym mechanizm transmisji monetarnej (patrz np. Mishkin (2001), s. 648 i n.). W literaturze występują jednak do dzisiaj poważne kontrowersje co do siły oddziaływania stóp procentowych na poszczególne składniki popytu, które w części mają swoje źródło w różnicach teoretycznych, a w części są wynikiem różnic w wynikach badań empirycznych⁵.

Zależność między stopami procentowymi a dwoma najważniejszymi składnikami popytu, tj. konsumpcją i inwestycjami, jest w sposób wszechstronny przedstawiona w Mahadeva i Sinclair (2001). Z rozważań tych, opartych na mikroekonomicznych podstawach, wynika, iż wzrost nominalnych stóp procentowych działa hamująco na konsumpcję, natomiast poziom realnych stóp procentowych w

⁵ Porównując propagację impulsów polityki pieniężnej w krajach europejskich Guiso et al. (2000) konstruuje szereg wskaźników strukturalnych, na podstawie których można oceniać efektywność poszczególnych kanałów transmisji.

przeszłości przyspiesza wzrost konsumpcji. Hipoteza ta, weryfikowana na danych przekrojowych dla wielu krajów, wydaje się dobrze opisywać zachowania konsumentów w USA, Japonii i Wielkiej Brytanii. W innych krajach zmiany konsumpcji tłumaczone są taką zależnością tylko w części lub w ogóle. Warto jednak zwrócić uwagę na fakt, iż omawiane tu wyniki nie uwzględniały podziału wydatków konsumpcyjnych na dobra trwałego użytku oraz udziału kredytu w finansowaniu wydatków konsumpcyjnych. Inne badania, które w sposób jawny uwzględniały ten problem (w szczególności Erceg i Levin (2002) dla USA), pokazują, że siła wpływu polityki pieniężnej na wydatki na dobra trwałe może być nawet kilkakrotnie większa niż na dobra nietrwałe. Podobne wnioski wyciągnąć można z badań Peersmana i Smetsa (2002) – pokazują oni, iż w 7 krajach europejskich⁶ branże przemysłu produkujące wyroby trwałe są prawie trzy razy bardziej wrażliwe na impulsy polityki pieniężnej niż branże pozostałe. Interpretacja takich wyników musi jednak uwzględniać to, że same zmiany stóp procentowych są prawie zawsze reakcją polityki pieniężnej na pewne wydarzenia w gospodarce. Nie da się więc w badaniach empirycznych dobrze oddzielić wpływu na konsumpcję polityki pieniężnej od wpływu czynników wpływających na zmiany tej polityki.

W przypadku inwestycji problem wpływu stóp procentowych jest jeszcze bardziej skomplikowany. Po pierwsze, podstawowy element transmisji w przypadku inwestycji to koszt użytkowania kapitału (*user cost of capital*). Zależy on jednak nie tylko od kosztów finansowania, na które wpływa bezpośrednio stopa procentowa, ale i od deprecjacji, podatków i ceny względnej kapitału w odniesieniu do produkcji. Po drugie, zmiany stóp procentowych następują często w reakcji na wzrost popytu inwestycyjnego, co niezwykle utrudnia rozróżnienie wpływu rosnącego popytu inwestycyjnego i rosnących stóp procentowych na inwestycje. Po trzecie, niektóre składowe inwestycji (akcje, maszyny i urządzenia) są w znacznym stopniu przedmiotem handlu międzynarodowego, co oznacza, iż wpływ na ich kształtowanie się ma również kurs walutowy oraz ich ceny zagraniczne (a więc i polityka pieniężna, ale w kraju pochodzenia). Wszystkie te czynniki powodują, że nie jest łatwo sformułować jednoznaczną postać zależności inwestycji od stóp procentowych, która mogłaby być bezpośrednio podstawą do badań empirycznych (por. Mahadeva i Sinclair (2001), 54-

⁶ Austria, Belgia, Francja, Hiszpania, Holandia, Niemcy i Włochy w latach 1980-1998.

64, Guiso i inni (2002), 3-7). W badaniach empirycznych, korzystających ze zagregowanych danych statystycznych, wyniki pokazywały stosunkowo słaby bezpośredni wpływ stóp procentowych na inwestycje ogółem, stąd rosnąca popularność odmiennych podejść. Jedno z nich polega na odrębnym badaniu wpływu stóp procentowych na poszczególne składowe inwestycji – badania tego typu pokazują zwykle silny wpływ stóp procentowych na budownictwo mieszkaniowe i nieco słabszy na inwestycje przedsiębiorstw (por. Erceg i Levin (2002) oraz Kuttner i Mosser (2002)). Drugie podejście wykorzystuje dane mikroekonomiczne, opisujące inwestycje indywidualnych przedsiębiorstw. Uzyskuje się dzięki temu bardziej precyzyjne szacunki kosztu użytkowania kapitału oraz istotnie większą siłę reakcji na zmiany tego kosztu i zmiany stopy procentowej niż w badaniach na danych zagregowanych (por. Guiso i in. (2002)).

Podsumowując, już na podstawie powyższych rozważań można stwierdzić, iż badania mechanizmu transmisji powinny uwzględniać strukturę popytu krajowego, a w idealnym przypadku powinny być prowadzone na takim poziomie dezagregacji, by możliwe było osobne rozpatrywanie procesów transmisji dla każdej z podstawowych składowych popytu.

4. Powyższe rozważania nie uwzględniały wprost zależności wynikających z kontaktów badanej gospodarki z zagranicą. Otwartość gospodarki wprowadza do analiz mechanizmu transmisji przede wszystkim problem oddziaływania kursu walutowego na inflację. Najprostsze podejście do tego problemu polega na rozumieniu stopnia otwartości gospodarki jako udziału dóbr importowanych w spożyciu. Ceny tych dóbr wchodzi więc bezpośrednio w skład indeksu cen konsumpcyjnych z wagą zależną od stopnia otwartości gospodarki. Drugi istotny element mechanizmu transmisji, zmieniający się w przypadku gospodarki otwartej, to kształtowanie się krajowej produkcji oraz luki popytowej. Zależą one dodatkowo od popytu zagranicznego i kursu walutowego (p. Gali i Monacelli (2001)). Dalsza analiza teoretyczna zależy przede wszystkim od zakładanego reżimu kursowego. W przypadku kursu sztywnego i założenia o swobodzie przepływów kapitałowych mamy praktycznie do czynienia z równością krajowej i zagranicznej stopy procentowej. W efekcie tych założeń otrzymujemy obraz mechanizmu transmisji, który nie różni się jakościowo od

przypadku gospodarki zamkniętej, tylko stopień otwartości gospodarki i aktywność gospodarcza zagranicy wywierają ilościowy wpływ na kształtowanie się krajowej produkcji i inflacji. Jeśli jednak uchylimy założenie o sztywności kursu walutowego, to musimy w sposób jawny uwzględnić ten dodatkowy kanał transmisji. Zmiany nominalnego kursu walutowego są zwykle wyjaśniane w ramach koncepcji niezabezpieczonego parytetu stóp procentowych (p. Kokoszczyński i in. (2002), pkt. 3.2), natomiast na mechanizm ich oddziaływania na lukę popytową i inflację składa się kilka elementów. Pierwszy z nich to wspomniany już wcześniej bezpośredni wpływ na indeks cen konsumpcyjnych, zależny od udziału dóbr mogących być przedmiotem wymiany w spożyciu i od stopnia substytucji między dobrami krajowymi i zagranicznymi. Jeśli jednak w imporcie dominują dobra o charakterze zaopatrzeniowym, będące nakładami w procesie produkcji, to zmiany kursu walutowego wpływają przede wszystkim na krajową lukę popytową i dopiero za jej pośrednictwem na inflację. Co więcej, mechanizm ten jest w bardzo silnym stopniu zależny od sposobu ustalania cen przez zagranicznych eksporterów. Jeśli bowiem ustalają oni ceny w walucie lokalnej kraju-importera (jak to ma często miejsce w przypadku krajów rozwiniętych), to zmiany kursu walutowego będą przede wszystkim oddziaływały na marżę zysku krajowych eksporterów (o ile krajowi eksporterzy ustalają ceny swoich wyrobów w walucie zagranicznej). Inne kanały oddziaływania kursu na produkt krajowy i inflację przestają wtedy grać istotną rolę i mamy do czynienia z przypadkiem nie różniącym się istotnie od przypadku sztywnego kursu walutowego.

Formułowanie bardziej precyzyjnych wniosków na temat mechanizmu transmisji w gospodarce otwartej wymaga więc, jak wynika z najnowszych prac teoretycznych, nie tylko rozważania stopnia jej otwartości oraz natury systemu kursowego, ale i wielu szczegółów organizacji rynku⁷.

5. Rola struktury finansowej w mechanizmie transmisji polityki pieniężnej przejawia się na dwa sposoby. Po pierwsze, w ramach rozważania tradycyjnego kanału stopy procentowej struktura systemu finansowego wpływa istotnie na proces transmisji stóp procentowych banku centralnego do oprocentowania depozytów i kredytów bankowych oraz cen innych aktywów finansowych. Najprostsze teoretyczne podejście do analizy tego pierwszego zjawiska to model konkurencji oligopolistycznej na rynku

⁷ Znakomity i zwięzły przegląd tej problematyki zawarty jest w Obstfeld (2002).

depozytowo-kredytowym Monti`ego i Kleina⁸, z godnie z którym wrażliwość oprocentowania depozytów i kredytów na zmianę stóp rynku pieniężnego (kontrolowanych przez bank centralny) zależy od liczby banków, traktowanej jako najprostsza miara intensywności konkurencji. Wpływ stóp procentowych banku centralnego na ceny innych aktywów finansowych rozpatruje się zazwyczaj jako proces dostosowań portfelowych, na które istotny wpływ wywierają instytucjonalne charakterystyki rynków finansowych i stopień ich regulacji, a także asortyment dostępnych instrumentów finansowych (por. Kneeshaw (1995), Sellon (2002)). Struktura systemu finansowego jest również ważnym czynnikiem przesądzającym o istnieniu oraz sile działania kanału kredytowego mechanizmu transmisji, na który składają się kanał kredytów bankowych (*bank lending channel*) oraz kanał bilansowy (*balance sheet channel*).

6. Funkcjonowanie kanału bilansowego zależy od czynników natury strukturalnej, gdyż zależy od relacji długu do kapitału netto. W krajach, w których relacja ta kształtuje się na relatywnie niższym poziomie, restrykcyjny impuls polityki pieniężnej, oddziałujący negatywnie na wartość kapitału netto, powinien ograniczyć zdolność kredytową przedsiębiorstw (*borrowing capacity*) w relatywnie mniejszym stopniu niż w gospodarkach, w których współczynnik ten jest wyższy. Tak więc wraz ze wzrostem dźwigni finansowej, przy innych warunkach niezmiennych, efektywność kanału bilansowego transmisji polityki pieniężnej maleje. Innym indykatorem siły kanału bilansowego, na który Guiso i in. (2000) zwracają uwagę, jest przeciętna wielkość przedsiębiorstwa. Przy udzielaniu kredytu, ze względu na asymetrię informacji, banki wymagają większych zabezpieczeń od firm niewielkich, w konsekwencji czego wzrost restrykcyjności polityki pieniężnej dotyka silniej właśnie te przedsiębiorstwa: środki finansowe im udostępniane ulegają relatywnie większemu ograniczeniu niż ma to miejsce w przypadku firm dużych. Kolejnym wskaźnikiem determinującym siłę kanału bilansowego jest poziom zadłużenia gospodarstw domowych w stosunku do ich dochodu do dyspozycji. Interpretacja tej miary jest analogiczna do interpretacji wskaźnika dźwigni finansowej przedsiębiorstw: jej większe wartości oznaczają, iż spadek dochodu do dyspozycji, wywołany zaostrzeniem polityki pieniężnej, spowoduje relatywnie większy spadek zdolności kredytowej gospodarstw domowych. Istotne

⁸ Szczegółowy opis modelu znaleźć można w r. 3 Freixas i Rochet (1997).

znaczenie dla funkcjonowania kanału bilansowego mają również procedury realizacji kontraktów kredytowych w przypadku zaistnienia nieprawidłowości w spłacie pożyczonych środków. Chodzi tu np. o liczbę miesięcy potrzebną do zmiany statusu własnościowego przedmiotu zabezpieczenia czy też o koszty przejęcia przez bank zastawionej nieruchomości w relacji do jej wartości. W krajach, w których procedury te są relatywnie bardziej kosztowne lub długotrwałe, istnieje relatywnie większe prawdopodobieństwo zaistnienia zjawiska racjonowania kredytu⁹.

7. Przesłanką funkcjonowania kanału kredytów bankowych (bank lending channel) jest założenie, iż polityka pieniężna ma wpływ na bilanse banków komercyjnych, w tym na podaż kredytu oraz iż uczestnicy gry rynkowej nie są w stanie w pełni uniezależnić swojego popytu konsumpcyjnego oraz inwestycyjnego od zmian w dostępności kredytu bankowego.¹⁰ Na podstawie drugiego z wymienionych założeń można oczekiwać, że przedsiębiorstwa posiadające relację tylko z jednym bankiem są w większym stopniu narażone na negatywne efekty ograniczenia przez ten bank podaży kredytu, natomiast przedsiębiorstwa dywersyfikujące źródła swego finansowania zewnętrznego i współpracujące z więcej niż jednym bankiem, minimalizują ryzyko nagłej redukcji przyznawanych im środków. Innym wskaźnikiem strukturalnym opisującym znaczenie kanału kredytów bankowych w mechanizmie transmisji impulsów polityki pieniężnej jest wielkość rynku kapitałowego, dająca wyobrażenie o dostępności alternatywnych w stosunku do kredytu bankowego źródeł finansowania zewnętrznego. Badania empiryczne przeprowadzone w Stanach Zjednoczonych dowodzą, iż wpływ polityki pieniężnej na podaż kredytów bankowych jest silniejszy w przypadku małych banków aniżeli banków dużych. Stanowi to podstawę do sformułowania trzeciego kryterium oceny funkcjonowania kanału kredytów bankowych, którym jest przeciętna wielkość banku, mierzona sumą całkowitych aktywów. Posługując się analogicznymi kryteriami Cecchetti (1999) pokazuje, iż wśród gospodarek europejskich bardziej wrażliwymi na zmiany stóp procentowych Eurosystemu są te, w których rynki kapitałowe są stosunkowo słabiej rozwinięte, przedsiębiorstwa bardziej uzależnione od finansowania bankowego, a w systemach bankowych przeważają banki małe.¹¹

⁹ Bardziej szczegółowo problematykę tę analizuje Cecchetti (1999).

¹⁰ Por. N. Watson (1999), str. 9; V. Ramey (1993), str. 3.

¹¹ W tej samej pracy Cecchetti dowodzi, iż struktura finansowa determinowana jest przez cechy obowiązującego w danym kraju systemu prawnego.

Dla efektywności kanału kredytów bankowych istotne znaczenie ma również struktura aktywów banków komercyjnych. Jeżeli w portfelach banków komercyjnych znajdują się duże portfele aktywów o wysokim stopniu płynności, funkcjonowanie kanału kredytów bankowych podlega ograniczeniu: banki mogą bowiem – ze względu na szczególne typy kontaktów łączących je z kredytobiorcami – podtrzymywać akcję kredytową za cenę dostosowywania portfela aktywów płynnych. Zjawisko to nazywane jest w literaturze efektem poduszki płynnościowej (*buffer-stock behaviour*).¹² O jego występowaniu w gospodarkach europejskich wydają się świadczyć badania Ehrmanna et al. (2001), dowodzące, że reakcja podaży kredytu na impuls polityki pieniężnej zależy od stopnia płynności danego banku: banki mniej płynne reagują silniej aniżeli banki bardziej płynne.

Warto zauważyć, iż zjawisko poduszki płynnościowej wpływa nie tylko na funkcjonowanie kanału kredytów bankowych, lecz również kanału stopy procentowej. Altimari i in. (1997) stwierdzają, że portfele obligacji rządowych utrzymywane w przeszłości przez banki włoskie spełniały funkcję swego rodzaju „wtórnej płynności”, pozwalającej na neutralizowanie potencjalnych skutków restrykcyjnej polityki pieniężnej i obniżającej reakcję oprocentowania kredytów na zmianę tejże polityki.

8. Wiele z elementów przedstawionych powyżej uwarunkowań strukturalnych mechanizmu transmisji znalazło swoje odbicie w metodyce badań empirycznych i w wielu przypadkach potwierdziło w ten sposób swoją przydatność. Analiza cech strukturalnych gospodarek europejskich przeprowadzona przez Guiso et al. (2000) oraz skonstruowany na jej podstawie obraz funkcjonowania mechanizmu transmisji impulsów polityki pieniężnej sugeruje iż między krajami europejskimi występują istotne różnice zarówno w sile oddziaływania polityki pieniężnej na sferę realną oraz na przebieg procesów cenowych, jak również we względnym znaczeniu poszczególnych kanałów transmisji. Gospodarką szczególnie wrażliwą na impuls stopy procentowej wydaje się gospodarka włoska, charakteryzująca się pokaźnym wyposażeniem w kapitał rzeczowy, niskim rygoryzmem w egzekwowaniu kontraktów, dominującą pozycją małych przedsiębiorstw, sztywnym rynkiem pracy oraz strukturą pośrednictwa finansowego skoncentrowaną na bankach, z których większość stanowią instytucje niewielkie. Gospodarką stosunkowo najmniej podatną na politykę pieniężną banku

¹² Por. np. H. Garretsen, J. Swank (1998).

centralnego okazuje się z kolei gospodarka brytyjska, w której udział kapitału rzeczowego w produkcie krajowym brutto jest relatywnie najmniejszy, rynek pracy cechuje stosunkowo najwyższy poziom elastyczności, system prawny jest rygorystyczny w egzekwowaniu postanowień zawieranych umów, a przedsiębiorstwa – ze względu m.in. na swoją wielkość – mogą korzystać z pozabankowych źródeł finansowania zewnętrznego.¹³ Pozostałe kraje sytuują się na pozycjach pośrednich, a charakterystyki strukturalne, opisujące znaczenie poszczególnych kanałów transmisji, wskazują na mniejszą bądź większą podatność tych gospodarek na impuls polityki pieniężnej. W Niemczech czynnikami osłabiającymi efektywność polityki pieniężnej są na przykład: dominacja dużych przedsiębiorstw oraz uregulowania prawne umożliwiające sprawną realizację kontraktów, natomiast do czynników wzmacniających propagację impulsów polityki pieniężnej zaliczyć można: stosunkowo wysoki udział inwestycji oraz eksportu do krajów leżących poza Unią Europejską w produkcie krajowym brutto, jak również względnie sztywny rynek pracy. Pomimo, iż we Francji sektor banków komercyjnych złożony jest z instytucji większych niż w Niemczech, a rynek giełdowy jest bardziej rozwinięty, niski poziom współczynnika dźwigni finansowej, relatywnie niewielkie zadłużenie gospodarstw domowych, a także wysokie koszty związane z egzekwowaniem kontraktów, sugerują, iż transmisja polityki pieniężnej jest we Francji mniej efektywna.

9. W badaniach empirycznych mechanizmu transmisji dla Polski najbardziej zaawansowane są studia dotyczące roli struktury finansowej w mechanizmie transmisji. Mimo stopniowego rozwoju rynku kapitałowego w Polsce, banki nadal pozostają najważniejszymi pośrednikami finansowymi. Praktycznie nie istnieje rynek obligacji korporacyjnych, natomiast rynek bonów komercyjnych jest relatywnie płytki. Rynek kapitałowy dostępny jest dla stosunkowo ograniczonego grona przedsiębiorstw i nie ma kluczowego znaczenia dla pozyskiwania środków. Chociaż wśród źródeł finansowania zewnętrznego polskich przedsiębiorstw kredyt zajmuje uprzywilejowaną pozycję, to jednak – jak wynika z badań ankietowych – w ciągu trzech ostatnich lat ponad 40% planowanych inwestycji miało zostać sfinansowanych ze środków własnych.¹⁴

¹³ L. Guiso et al. (2000), str. 26.

¹⁴ Por. NBP (2002), str. 25.

Wszystkie te zjawiska w istotny sposób ograniczają pole oddziaływania polityki stopy procentowej.

Tabela 2. Struktura rynków finansowych w krajach Unii Gospodarczej i Walutowej, USA i Polsce (w %PKB), w 1999 r.

	Strefa euro	USA	Polska
Aktywa banków	181	99	73,3
Kredyty dla przedsiębiorstw	45,2	12,6	23,6
Papiery komercyjne	3,6	25,7	1,8
Kapitalizacja giełdy	90	193	20

Źródło: R. Kokoszcyński et al. (2002).

Wśród czynników strukturalnych osłabiających mechanizm transmisji impulsów polityki pieniężnej w Polsce na szczególną uwagę zasługują niektóre cechy sektora banków komercyjnych. Pierwsze badania mikroekonomiczne w tym zakresie dotyczyły roli struktury własnościowej oraz przywilejów regulacyjnych przyznanych bankom państwowym w osłabianiu kanału kredytowego oraz kanału stopy procentowej.¹⁵ Wnioski z tych badań zdają się potwierdzać spostrzeżenia Cecchetti’ego i Krause’a (2001), którzy na przykładzie wybranych gospodarek rozwiniętych oraz rynków wschodzących (emerging markets) dowodzą, iż wzrost efektywności polityki

¹⁵ Wszystkie banki komercyjne w Polsce objęte są systemem częściowych gwarancji depozytów, wynikającym z obligatoryjnej przynależności banków do Bankowego Funduszu Gwarancyjnego. Do końca 1999 r. trzy spośród czterech największych banków państwowych (PKO BP, Pekao S.A., BGŻ) objęte były pełnymi gwarancjami państwowymi *explicite*. Gwarancje te były traktowane jako sposób ochrony tych instytucji w okresie wzmacniania ich konkurencyjności w stosunku do innych banków krajowych oraz banków zagranicznych. W latach 1994-1998 banki objęte pełnymi gwarancjami państwowymi *explicite* posiadały około 20% kapitału oraz 35% całości aktywów systemu bankowego. Pozostałe banki państwowe posiadały swego rodzaju gwarancje *implicite*, wynikające z tytułu państwowej formy własności. Opiela (1999) stwierdza, iż stopa oprocentowania depozytów w bankach państwowych objętych gwarancjami była niższa niż stopa oprocentowania depozytów w bankach prywatnych, w przypadku których deponenci żądali jakby większej premii za ryzyko. Ponadto, jak wykazują Nikiel i Opiela (1998), wrażliwość depozytów terminowych w bankach państwowych objętych pełnymi gwarancjami na zmianę stopy oprocentowania była mniejsza niż w bankach prywatnych w sytuacji redukcji stopy procentowej oraz większa niż w bankach prywatnych w sytuacji jej wzrostu. Oznacza to, iż banki państwowe objęte pełnymi gwarancjami były w stanie relatywnie łatwiej pozyskiwać depozyty terminowe, które do 1999 r. poddane były mniejszym wymogom rezerwy obowiązkowej niż depozyty bieżące. Tak więc w przypadku zaostrzenia polityki pieniężnej banki posiadające pełne gwarancje *explicite* Skarbu Państwa były w stanie łatwiej pozyskiwać środki i kreować kredyt aniżeli banki prywatne. Dodatkowymi czynnikami zmniejszającymi wrażliwość banków państwowych na politykę banku centralnego były ich miękkie ograniczenia budżetowe, przywileje regulacyjne, jak również duża liczba posiadanych przez nie oddziałów, ugruntowane relacje z

pieniężnej, który w grupie tych krajów nastąpił między latami osiemdziesiątymi i dziewięćdziesiątymi ubiegłego wieku – wyrażający się zmniejszeniem zmienności dynamiki cen oraz produkcji – miał istotny związek z ograniczeniem własności państwowej w sektorze banków komercyjnych oraz z wprowadzeniem systemów ochrony depozytów.

Za inny czynnik strukturalny osłabiający skuteczność mechanizmu transmisji impulsów polityki pieniężnej w Polsce należy uznać strukturę aktywów banków komercyjnych. Jak wykazuje Łyziak (2000), utrzymywanie przez banki stosunkowo dużych portfeli aktywów o wysokim stopniu płynności – takich jak bony i obligacje skarbowe oraz bony pieniężne NBP – które w latach 1995-1999 stanowiły przeciętnie 19,7% aktywów sektora banków komercyjnych, umożliwiała bankom postępowanie według schematu poduszki płynnościowej, a przez to neutralizowanie konieczności ograniczenia podaży kredytu w sytuacji zaostrzenia polityki pieniężnej przez bank centralny. Przeprowadzone badania sugerowały, że w okresie pierwszych kilku miesięcy po wystąpieniu nieoczekiwanej zmiany stopy procentowej banku centralnego, reakcja aktywów płynnych jest znacznie silniejsza od reakcji podaży kredytu.

Procesy konsolidacyjne zachodzące w polskim systemie bankowym mogą zmniejszyć znaczenie kanału kredytów bankowych.¹⁶ Badania panelowe mechanizmu transmisji impulsów polityki pieniężnej w systemie bankowym¹⁷ wykazują bowiem, że kanał kredytów bankowych funkcjonuje przede wszystkim za pośrednictwem małych banków o niskich kapitałach. Warto zaznaczyć, że konkluzja ta jest zbieżna z wnioskami z badań przeprowadzonych w Stanach Zjednoczonych (Kashyap, Stein (1995), Kishan, Opiela (2000)). Z kolei analogiczne badanie dla krajów strefy euro (Ehrmann et al. (2001)) wykazało, że polityka monetarna wpływa na podaż kredytów bankowych raczej poprzez banki o niskiej płynności.

gospodarstwami domowymi oraz ich korzystna publiczna percepcja jako – parafrazując znaną maksymę: ‘zbyt duży by upaść’ (*too big to fail*) – ‘zbyt państwowych, by upaść’ (*too state owned to fail*).

¹⁶ Chociaż doświadczenia międzynarodowe dotyczące wpływu procesów konsolidacyjnych na mechanizm transmisji impulsów polityki pieniężnej nie są jednoznaczne, to jednak panuje przekonanie, że procesy te mogą osłabiać znaczenie kanałów kredytowych. Por. Group of Ten (2001), str. 244.

¹⁷ Por. E. Wróbel, M. Pawłowska (2002).

Literatura

- Agénor, P.-R., P.J.Montiel (1996)**, Development Macroeconomics, Princeton University Press, Princeton, NJ.
- Altimari S. N., Rinaldi R., Siviero S., Terlizzese D. (1997)**, I canali di trasmissione di politica monetaria nel modello econometrico trimestrale della Banca d'Italia, *Temi di Discussione del Servizio Studi 316*, Banca d'Italia.
- Batini N., Haldane A. (1999)**, Forward-looking rules for monetary policy, *Working Paper 91*, Bank of England
- Cecchetti, S.G. (1999)**, Legal Structure, Financial Structure, and the Monetary Policy Transmission Mechanism, *Working Paper No. 7151*, National Bureau of Macroeconomic Research.
- Cecchetti, S.G., Krause, S. (2001)**, Financial Structure, Macroeconomic Stability and Monetary Policy, *Working Paper 8354*, National Bureau of Economic Research.
- Ehrmann M, Gambacorta L., Martinez-Pages J., Sevesrte P., Worms A. (2001)**, Financial system and the role of banks in monetary policy transmission in the euro area, *Working Paper No. 105*, European Central Bank.
- Erceg, Ch.J., A.T.Levin (2002)**, Optimal Monetary Policy with Durable and Non-Durable Goods, referat przedstawiony na konferencji „International Research Forum on Monetary Policy”, ECB, 5-6.07.2002.
- Freixas X., Rochet J. C. (1997)**, Microeconomics of Banking, MIT Press, Cambridge
- Gali, J., T.Monacelli (2002)**, Monetary Policy and Exchange Rate Volatility in a Small Open Economy, Boston College, maszynopis.
- Garretsen H., Swank J. (1998)**, The transmission of interest rate changes and the role of bank balance sheets: a VAR-analysis for the Netherlands, *Journal of Macroeconomics*, 20(2), 325-339.
- Group of Ten (2001)**, Report on consolidation in the financial sector (www.bis.org).
- Guiso L., Kashyap A. K., Panetta F., Terlizzese D. (2000)**, Will a common European monetary policy have asymmetric effects?, *Temi di Discussione del Servizio Studi 384*, Banca d'Italia.
- Guiso, L., Kashyap, A.K., Panetta, F., Terlizzese, D. (2002)**, How Interest Sensitive is Investment? Very (when the data are well measured), maszynopis powielany.
- Kashyap A., Stein J. (1995)**, The impact of monetary policy on bank balance sheets, *Carnegie Rochester Conference Series on Public Policy*, 151-195.
- Kishan R. P., Opiela T. P. (2000)**, Bank size, bank capital and the bank lending channel, *Journal of Money, Credit and Banking*, 121-141.
- Kneeshaw, J. (1995)**, Non-financial sector balance sheets in the monetary policy transmission mechanism, w: Financial structure and the monetary

- policy transmission mechanism, Bank for International Settlements, Basle.
- Kokoszcyński, R., T.Łyziak, M.Pawłowska, J.Przystupa, E.Wróbel (2002)**, Mechanizm transmisji polityki pieniężnej – współczesne ramy teoretyczne, nowe wyniki empiryczne dla Polski, *Materiały i Studia*, Narodowy Bank Polski (w przygotowaniu).
- Kuttner, K.N., P.C.Mosser (2002)**, The Monetary Transmission Mechanism: Some Answers and Further Questions, *Federal Reserve Bank of New York Economic Policy Review*, May, 15-26.
- Łyziak T. (2000)**, Reakcja aktywów banków komercyjnych na instrumenty oddziaływania banku centralnego. Rozważania na temat funkcjonowania kredytowego kanału transmisji polityki pieniężnej w Polsce w latach 1995-1999, *Bank i Kredyt*, 3, 47-63.
- Łyziak T. (2002)**, Monetary transmission mechanism in Poland. The strength and delays, materiał przygotowany na konferencję Europejskiego Banku Centralnego „Monetary Policy Transmission in the Euro Area and in Accession Countries”, Frankfurt, 2 października
- Mahadeva L., Sinclair P. (2001)**, The transmission mechanism of monetary policy, materiał przygotowany na Central Bank Governors` Symposium, Bank Anglii, 8 czerwca.
- Mishkin, F.S. (2001)**, The Economics of Money, Banking, and Financial Markets, wyd.6, Addison-Wesley, Boston.
- Narodowy Bank Polski (2002)**, Wstępna informacja o kondycji sektora przedsiębiorstw ze szczególnym uwzględnieniem stanu koniunktury w III kwartale 2002 r. (www.nbp.pl)
- Nikiel E. M., Opiela T. P. (1998)**, Elastyczność oprocentowania depozytów terminowych w Polsce: jej wpływ na poziom kosztów i przyszłą konkurencyjność banków komercyjnych, w: Z. Polański [red.] (1998), „Rynek pieniężny w Polsce w drugiej połowie lat dziewięćdziesiątych: stan i perspektywy”, IbnGR, Gdańsk.
- Obstfeld, M. (2002)**, Exchange Rates and Adjustment: Perspectives from the New Open Economy Macroeconomics, *Working Paper No. 9118*, National Bureau of Economic Research.
- Opiela T. P. (1999)**, Monetary policy and bank lending in Poland: the role of government deposit guarantees, Narodowy Bank Polski, maszynopis powielany.
- Peersman, G., F.Smets (2002)**, The Industry Effects of Monetary Policy in the Euro Area, *Working Paper No. 165*, European Central Bank, Frankfurt.
- Ramey V. A. (1993)**, How important is the credit channel in the transmission of monetary policy?, *Working Paper No. 4285*, National Bureau of Economic Research.

- Sellon G. H. (2002)**, The changing U.S. financial system: some implications for the monetary transmission mechanism, *Economic Review (Federal Reserve Bank of Kansas City)*, 1, 1-35.
- Watson N. (1999)**, Bank lending channel evidence at the firm level, *Working Paper 9906*, Banco de España.
- Wróbel E., Pawłowska M. (2002)**, *Monetary transmission in Poland: some evidence on interest rate and credit channel*, materiał przygotowany na konferencję Europejskiego Banku Centralnego „Monetary Policy Transmission in the Euro Area and in Accession Countries”, Frankfurt, 2 października.