

## Niewykorzystane metody kształtowania bazy monetarnej

Jan Czekaj\*

*Polityka pieniężna w Polsce opiera się na koncepcji bezpośredniego celu inflacyjnego. Według powszechnie panujących poglądów skuteczność takiej polityki uzależniona jest od wiarygodności organów prowadzących politykę pieniężną, która z kolei zależy od niezależności tych organów (banku centralnego) od władz politycznych, wykazujących skłonność do destabilizowania sektora finansów publicznych, co uważano za podstawową przyczynę inflacji. Jednym z najważniejszych rozwiązań instytucjonalnych jest zakaz finansowania deficytów budżetowych emisją pieniądza banku centralnego. W skrajnej wersji polityka bezpośredniego celu inflacyjnego utrudnia, a nawet uniemożliwia prowadzenie spójnej polityki finansowej państwa.*

*Polityka pieniężna prowadzona w Polsce powoduje narastanie, z jednej strony, rezerw dewizowych państwa, a z drugiej – wzrost zadłużenia zagranicznego. Jednoczesne zmniejszenie rezerw walutowych oraz długu zagranicznego pozwoliłoby zaoszczędzić rocznie co najmniej 8 mld zł. Zmniejszenie rezerw dewizowych nie powodowałoby istotnego wzrostu ryzyka kryzysu walutowego, gdyż nie zmieniałoby międzynarodowej pozycji inwestycyjnej netto Polski.*

**Słowa kluczowe:** pieniądz, polityka pieniężna, emisja pieniądza, bank centralny, rezerwy dewizowe, polityka finansowa państwa, dług publiczny.

Nadesłany: 17.10.17 | Zaakceptowany do druku: 09.04.18

### Unused methods of shaping the monetary base

*Monetary policy in Poland is based on the concept of direct inflation target. According to commonly held opinion, the effectiveness of such policy depends on the credibility of the authorities that conduct monetary policy, which in turn depends on the independence of those bodies (central bank) from political authorities, which tend to destabilize the public finance sector, which was considered the primary cause of inflation. One of the most important institutional solutions is the prohibition of financing budget deficits by issuing central bank money. In the extreme version, the policy of direct inflation target makes it difficult or even impossible to implement a coherent state financial policy.*

*The monetary policy pursued in Poland causes growing, on the one hand, foreign exchange reserves of the state, and on the other – an increase in foreign debt. The simultaneous reduction of foreign currency reserves and foreign debt would save at least PLN 8 billion annually. A reduction in foreign exchange reserves would not cause a significant increase in the risk of a currency crisis, as it would not change the net international investment position of Poland.*

---

\* Prof. dr hab. **Jan Czekaj** – Katedra Rynków Finansowych Uniwersytetu Ekonomicznego w Krakowie. Adres do korespondencji: Uniwersytet Ekonomiczny w Krakowie, Katedra Rynków Finansowych, pawilon Finansów pok. 602, ul. Rakowicka 27, 31-510 Kraków; e-mail: jczekaj@uek.krakow.pl.

**Keywords:** money, monetary policy, money issue, central bank, foreign exchange reserves, financial policy of the state, public debt.

Submitted: 17.10.17 | Accepted: 09.04.18

**JEL:** E42, E47, E52

## 1. Wprowadzenie

W debacie na temat podstawowych zagadnień z zakresu teorii pieniądza można wyróżnić dwie podstawowe grupy poglądów: teorię pieniądza towarowego (kruszcowego) oraz teorię nominalistyczną, które w literaturze określane są także w inny sposób (Goodhart, 1998).

Teoria pieniądza towarowego, określana także mianem teorii klasycznej, kruszcowej czy też ortodoksyjnej zakłada, że pieniądź powstał spontanicznie (w wyniku procesu rynkowego) jako narzędzie likwidujące niedogodności wymiany barterowej i ma ze swej istoty charakter towarowy. W trakcie historycznego procesu rozwoju pieniądź przyjmował wprawdzie różne formy: pieniądza towarowego, pieniądza papierowego, wreszcie pieniądza bankowego – prawdziwym pieniądzem jest jednak pieniądź towarowy (kruszcowy), posiadający określoną wartość jako dobro, które pełni funkcję pieniądza ze względu na powszechną akceptowalność (chodliwość) (Menger, 2009). Podstawową funkcją pieniądza według tych teorii jest pośredniczenie w wymianie towarów (von Mises, 1953, s. 3–5). Tak rozumiany pieniądź, przynajmniej w długim okresie, jest neutralny względem procesów rzeczowych.

Według alternatywnej, nominalistycznej, zwanej także heterodoksyjną czy też nowoczesną, teorii pieniądź powstał wcześniej, zanim pojawiła się wymiana towarowa i jest przede wszystkim miernikiem (jednostką rachunkową) wartości (wyceny zobowiązań). Ten nurt zakłada, że pieniądź jest tworzony przez państwo lub inną formę władzy sprawowanej na danym terenie, która ma zdolność stanowienia prawa, zwłaszcza zaś prawo do nakładania podatków. Według tej teorii pieniądź jest produktem prawa, a nie rynku (Wray, 2014, s. 2).

Poglądy dotyczące genezy, istoty czy funkcji pieniądza mają istotny wpływ na przyjmowane rozwiązania modelowe dotyczące praktyki polityki pieniężnej. Współczesna teoria i praktyka polityki pieniężnej, określana mianem głównego nurtu, oparta na ortodoksyjnej teorii pieniądza, zakłada

taki model polityki pieniężnej, w którym niezależny bank centralny koncentruje swoje działania na utrzymaniu inflacji na pożądanym poziomie, posługując się krótkoterminowymi stopami procentowymi (Wray, 2016, s. 54). Ten model polityki pieniężnej utrudnia jednak kształtowanie racjonalnej polityki makroekonomicznej, kształtowanie odpowiedniej „policy mix”, czyli relacji między polityką monetarną a fiskalną. Powoduje to powstawanie określonych strat, które są analizowane w tym artykule, a których można by uniknąć, odpowiednio koordynując politykę monetarną i fiskalną.

## 2. Współczesny model polityki pieniężnej

Jednym z najważniejszych założeń polityki pieniężnej realizowanej w świecie od przełomu lat 80. i 90. ubiegłego wieku jest założenie o niezależności banku centralnego, która miała stanowić warunek wiarygodności banku centralnego niezbędnej w realizacji polityki, której celem jest utrzymanie inflacji na pożądanym poziomie (tzw. polityka bezpośredniego celu inflacyjnego) (Bernanke i in., 1999, s. 1–3). W myśl tych koncepcji tylko bank centralny, niezależny od władz politycznych, których horyzont działania jest krótkookresowy, może prowadzić politykę pieniężną zdolną do utrzymania inflacji na pożądanym poziomie w długim okresie (Bibow, 2010).

Zakaz kredytowania deficytów budżetowych jest jednym z najważniejszych przejawów niezależności banku centralnego i jednym z najważniejszych rozwiązań prawnych dotyczących funkcjonowania banków centralnych. Uznano bowiem, że główną przyczyną podwyższonej inflacji w latach 70. i 80. ubiegłego wieku były wysokie deficyty budżetowe (Catao i Torrens, 2003). Inflacyjne skutki deficytu budżetowego uzależnione są z kolei od sposobu jego finansowania. Deficyt budżetowy finansowany środkami pozyskanymi od sektora prywatnego nie wpływa na inflację, gdyż wzrost popytu ze strony sektora publicznego jest dokładnie

równoważony oszczędnościami sektora prywatnego. Jeżeli deficyt sektora publicznego jest finansowany przez bank centralny, to na rynku pojawia się dodatkowy pieniądź, który przyczyni się do wzrostu popytu, a zatem i do przyspieszenia inflacji.

To rozumowanie legło u podstaw rozwiązań instytucjonalnych wprowadzanych w wielu krajach, które polegały na prawnym zakazie finansowania deficytów budżetowych przez banki centralne. W najbardziej radykalnej formie rozwiązania te zostały wprowadzone w ustawodawstwie Unii Europejskiej i Europejskiego Banku Centralnego i znalazły odzwierciedlenie w podstawowych aktach prawnych UE<sup>1</sup>. Podobne rozwiązania zostały przyjęte w ustawodawstwie polskim. Art. 220 Konstytucji Rzeczypospolitej Polskiej stwierdza, że ustawa budżetowa nie może zakładać finansowania deficytu budżetowego kredytem zaciąganym w centralnym banku państwa.

Rozwiązania prawne oraz praktyka działania Narodowego Banku Polskiego doprowadziły do sytuacji, w której nie jest właściwie prowadzona polityka finansowa państwa – brakuje właściwej koordynacji polityki pieniężnej i polityki fiskalnej, co powoduje realne straty finansowe dla państwa, straty, których można by uniknąć, gdyby polityka fiskalna i polityka pieniężna były lepiej skoordynowane. Co warte podkreślenia, taką politykę można by prowadzić w ramach istniejących rozwiązań prawnych, nie naruszając ani niezależności banku centralnego, ani zakazu finansowania deficytów budżetowych przez bank centralny.

### **3. Mechanizm kreacji pieniądza banku centralnego**

Mechanizm kreacji pieniądza banku centralnego składa się z trzech zasadniczych sposobów (Todd, 2013). Pierwszy to zakup rządowych papierów wartościowych, drugi – kredyt dla banków komercyjnych i trzeci – zakup dewiz. Możemy powiedzieć, że obecnie w Polsce dwa pierwsze sposoby są, praktycznie rzecz biorąc, niewykorzystywane. Bank centralny nie ma w swoim portfelu żadnych rządowych papierów wartościowych. Z kolei kredyt dla banków, poza krótkookresowym wpieraniem płynności w postaci kredytu lombardowego czy operacji REPO, właściwie nie istnieje. Z ustawowych regulacji wynika jednak, że Narodowy Bank Polski ma możliwość (tj. prawo) naby-

wania rządowych papierów wartościowych dla celów prowadzenia polityki pieniężnej. Ustawa o Narodowym Banku Polskim nie precyzuje, jakie rządowe papiery wartościowe może nabywać bank centralny (krótkoterminowe czy długoterminowe), chociaż w praktyce przyjmuje się, że najpełniej potrzebom polityki pieniężnej odpowiadają rządowe papiery krótkoterminowe. Należy jednak także zauważyć, że w ramach polityki pieniężnej prowadzonej w trakcie i po kryzysie finansowym najważniejsze banki centralne świata (Fed, EBC, Bank Anglii) skupują w szerokim zakresie papiery długoterminowe. Ponieważ w aktywach NBP, praktycznie rzecz biorąc, nie ma rządowych papierów wartościowych, a równocześnie kredyt dla banków komercyjnych również nie występuje, to niemal w całości emisja pieniądza polskiego banku centralnego ma pokrycie w rezerwach dewizowych. Gdyby z takich czy innych względów rezerwy dewizowe uległy drastycznemu zmniejszeniu, to NBP byłby zmuszony do zakupu rządowych (lub prywatnych) papierów wartościowych, gdyż w przeciwnym razie emisja pieniądza banku centralnego uległaby odpowiedniemu zmniejszeniu, co pociągnęłoby za sobą negatywne skutki w postaci ograniczenia wielkości kredytu w gospodarce.

Jeżeli zatem emisja pieniądza banku centralnego ma w całości pokrycie w rezerwach dewizowych, to zachodzi konieczność postawienia pytania, jakie skutki taki mechanizm kreacji ma dla gospodarki, a w szczególności dla sektora finansów publicznych. Odpowiadając na to pytanie, warto zwrócić uwagę na dwie kwestie.

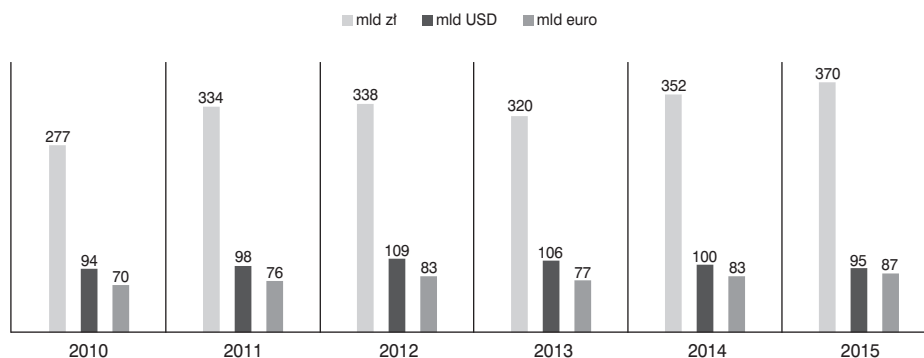
Po pierwsze, w NBP gromadzą się rezerwy dewizowe, które są inwestowane w bezpieczne papiery wartościowe, czyli emitowane głównie przez rządy wysokorozwiniętych państw, których rentowność jest niska, a nawet w ostatnich latach zdarzały się przypadki ujemnych nominalnych stóp oprocentowania rządowych papierów wartościowych niektórych państw. Tak się stało po kryzysie, kiedy spadły stopy procentowe banków centralnych, a w ślad za tym stopy oprocentowania rządowych papierów wartościowych. W końcu doszło do tego, że mamy ujemne nominalne ujemne stopy oprocentowania dłużnych papierów wartościowych, co, teoretycznie rzecz biorąc, do niedawna było uważane za niemożliwe.

Po drugie, w sektorze bankowym mamy tzw. nadpłynność. Występuje ona m.in.

z tego powodu, że Narodowy Bank Polski kupuje dewizy głównie od rządu, bo na rynku zasadniczo nie prowadzi takich operacji. Tak czy inaczej na rynek płyną złotówki, które trzeba zaabsorbować w procesie tzw. sterylizacji pieniądza. Ta absorpcja

jest dokonywana przez sprzedaż bonów pieniężnych Narodowego Banku Polskiego, a stopa oprocentowania tych papierów jest na poziomie stopy referencyjnej Narodowego Banku Polskiego.

Rysunek 1. Rezerwy dewizowe państwa w latach 2010–2015



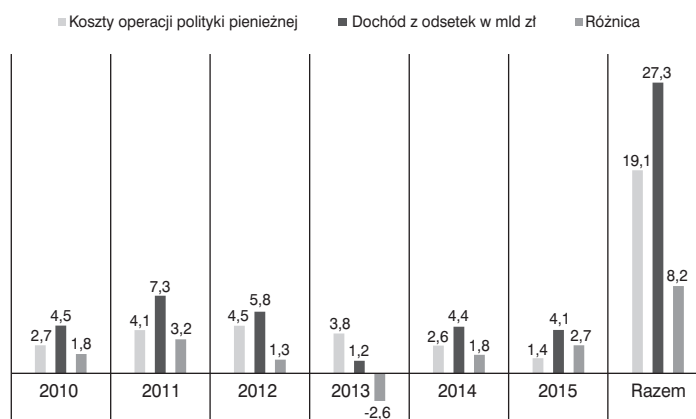
Źródło: opracowanie własne na podstawie danych NBP.

Na rysunku 1 mamy pokazane rezerwy dewizowe państwa, wyrażone w złotych i w dewizach. Z danych z Narodowego Banku Polskiego wynika, że od 2010 do 2015 r. wzrosły one przede wszystkim w wymiarze złotówkowym. Wartość rezerw walutowych na koniec 2015 roku w złotych wyniosła 370, w dolarach 95 mld oraz w euro 87 mld. Można postawić pytanie, jakie konsekwencje dla systemu finansów publicznych mają rezerwy dewizowe.

Posiadanie rezerw walutowych, przynajmniej w warunkach polskich, łączy się

z dwoma przeciwstawnymi konsekwencjami. Z jednej strony są źródłem dochodów z tytułu lokat tych rezerw w zagraniczne papiery wartościowe, z drugiej zaś, w warunkach tzw. nadpłynności sektora bankowego, pociągają ze sobą koszty w postaci odsetek od papierów wartościowych (bonów pieniężnych emitowanych przez NBP), których celem jest absorpcja przez NBP nadmiaru rezerw w systemie bankowym. Finansowe konsekwencje tych dwu przeciwstawnych efektów zilustrowano na rysunku 2.

Rysunek 2. Dochody z tytułu oprocentowania rezerw i koszty polityki pieniężnej w latach 2010–2015 (w mld zł)



Źródło: jak na rysunku 1.

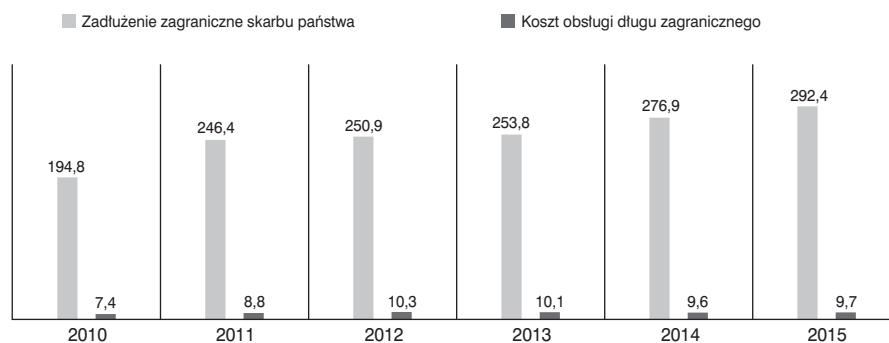
W 2010 r. koszty prowadzenia polityki pieniężnej (koszty oprocentowania bonów pieniężnych emitowanych przez NBP) wynosiły łącznie 2,7 mld złotych. Dochody z rezerw wyniosły natomiast 4,5 mld złotych, ale bez różnic kursowych. Tak więc różnica między dochodami z rezerw a kosztami prowadzenia polityki pieniężnej wyniosła 1,8 mld zł. Jak wynika z danych przedstawionych na rysunku 2, różnica ta w większości analizowanych lat jest dodatnia, chociaż w roku 2013 była ona ujemna, co wynikało ze szczególnego ukształtowania (spadek) cen papierów wartościowych, w które inwestował NBP. W całym analizowanym okresie koszty polityki pieniężnej wynosiły 19,1 mld zł, natomiast dochody z rezerw 27,3 mld zł, a zatem dochody netto NBP wyniosły 8,2 mld złotych. Średnie roczne dochody netto NBP z tytułu prowadzenia polityki pieniężnej wyniosły zatem około 1,17 mld zł rocznie. Jeżeli uwzględnimy, że w analizowanym okresie

średnia wartość rezerw dewizowych wyniosła 331,8 mld zł, to można stwierdzić, że średnia roczna stopa zwrotu z tych rezerw wyniosła około 0,35%.

#### 4. Mechanizm polityki pieniężnej a sektor finansów publicznych

Analizując finansowe skutki polityki pieniężnej, należy mieć na uwadze, że NBP działa wprawdzie jako samodzielny i samorządny podmiot, niemniej jednak jest integralnym elementem systemu finansowego państwa. Przedstawione dane należy więc oceniać w kontekście całości systemu finansowego państwa. W szczególności, osiągnięte wyniki finansowe warto odnieść do sytuacji sektora finansów – wielkości i struktury zadłużenia oraz kosztów obsługi długu. W kontekście prowadzonych tu rozważań szczególnie istotne są dane dotyczące zadłużenia zagranicznego. Odpowiednie dane przedstawiono na rysunku 3.

Rysunek 3. Zadłużenie zagraniczne skarbu państwa oraz koszty obsługi długu w latach 2010–2015 w mld zł



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Ministerstwa Finansów.

Na rysunku 3 pokazano, jak się zmieniło zadłużenie zagraniczne państwa w złotych, które w roku 2010 wynosiło 194,8 mld zł i wzrosło do roku 2015 do 292,4 mld złotych. W roku 2015 zadłużenie zagraniczne skarbu państwa stanowiło 79% wartości rezerw dewizowych. Koszty obsługi tego zadłużenia początkowo (do 2012 r.) rosły, następnie nieznacznie spadają, co związane jest z generalnym spadkiem stóp procentowych na światowych rynkach finansowych. Łącznie w całym okresie odsetki o długu zagranicznego skarbu państwa wyniosły 55,9 mld zł.

Wydatki w tym obszarze warto skonfrontować z omówionymi wcześniej dochodami z operacji prowadzonych przez bank centralny. Odpowiednie dane przedstawiono w tabeli 1.

Koszty polityki pieniężnej w całym okresie wyniosły 19,1 mld zł, natomiast dochody z rezerw 27,3 mld złotych. Można zatem stwierdzić, że netto NBP osiągnął z tych tytułów dochód netto w wysokości 8,2 mld zł. W tym samym czasie koszty obsługi długu zagranicznego skarbu państwa wyniosły 56 mld złotych. To porównanie pomaga nam ocenić, na ile ten sposób

Tabela 1. Koszty obsługi długu zagranicznego oraz polityki pieniężnej a dochody z rezerw zagranicznych w latach 2010–2015 (w mld zł)

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Razem
Koszty polityki pieniężnej	-2,7	-4,1	-4,5	-3,8	-2,6	-1,4	-19,1
Dochody z rezerw	4,5	7,3	5,8	1,2	4,4	4,1	27,3
Koszty obsługi długu zagranicznego	-7,4	-8,8	-10,3	-10,1	-9,6	-9,7	-56
Różnica	-5,5	-5,6	-9	-12,7	-7,8	-7,1	-47,8

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych NBP i Ministerstwa Finansów.

prowadzenia polityki pieniężnej jest opłacalny dla państwa. Jeśli więc uwzględnimy zarówno przychody, jak i wydatki ponoszone w związku z działalnością na zagranicznych rynkach finansowych, nie tylko NBP, lecz także ministra finansów, mamy ujemne saldo w wysokości 47,8 mld złotych. Warto także zwrócić uwagę, że średnia roczna wartość zagranicznych aktywów NBP w analizowanym okresie wynosiła 331,8 mld zł, natomiast wartość zagranicznych zobowiązań skarbu państwa 252,5 mld złotych. Dochody z oprocentowania rezerw wyniosły 27,3 mld zł, koszty oprocentowania długu skarbu państwa 56 mld złotych. Oznacza to, że efektywna stopa dochodu z tytułu rezerw walutowych wyniosła średnio 1,37%, natomiast stopa oprocentowania zobowiązań zagranicznych skarbu państwa 3,70%. W konsekwencji kwota zainwestowanych za granicą rezerw walutowych (331,8 mld zł średniorocznie) przynosi mniejsze dochody niż wydatki na obsługę długu państwowego (252,5 mld zł). Przedstawione dane pokazują zarazem, jakie potencjalne korzyści dla państwa tkwią w odpowiedniej koordynacji polityki pieniężnej i fiskalnej. Nie ulega wątpliwości, że ze względu na zmiany stóp procentowych, kursów walutowych, cen instrumentów rynku finansowego te wartości będą się zmieniać. Niemniej można stwierdzić, że te niekorzystne relacje utrzymują się i raczej będą się nadal utrzymywać.

Uwzględniając powyższe, można postawić pytanie, czy i w jaki sposób można zmienić te niekorzystne relacje. Odpowiedź na to pytanie jest zasadniczo twierdząca, chociaż należy także mieć na uwadze niebezpieczeństwa z tym związane. Najważniejszym z nich jest potencjalny wzrost ryzyka kryzysu walutowego, przed którym rezerwy walutowe stanowią zabezpieczenie. Przeprowadzenie odpowiednich

zmian wymagałoby jednak zintegrowanego podejścia do polityki pieniężnej i fiskalnej. Przede wszystkim należałoby podjąć działania mające na celu zlikwidowanie nadpłynności sektora bankowego. Ze względu na fakt, że emisja pieniądza banku centralnego ma niemal w 100% pokrycie w rezerwach walutowych, tę nadpłynność można zlikwidować tylko przez zmniejszenie rezerw walutowych. Najlepiej byłoby, gdyby spadkowi rezerw walutowych towarzyszyło zmniejszenie długu zagranicznego skarbu państwa. W uproszczeniu oznaczałoby to zakup przez rząd walut w NBP na spłatę zadłużenia zagranicznego z równoczesną sprzedażą na rynku uzyskanych przez rząd dewiz, głównie pochodzących z dotacji z UE. Przeprowadzenie tego typu konwersji byłoby możliwe w dłuższym okresie, co także pozwoliłoby na kontrolowanie całego procesu i dokonywanie korekt w przypadku pojawienia się zagrożeń.

Czy jednak zmniejszenie rezerw dewizowych, które są swego rodzaju polisą ubezpieczeniową kraju nie spowodowałoby zwiększenia ryzyka kryzysu walutowego czy finansowego? Jakkolwiek niebezpieczeństwa takiego nie można wykluczyć, to wydaje się, że nie jest ono duże.

Po pierwsze, w warunkach płynnego kursu walutowego bank centralny z definicji nie dokonuje transakcji na rynku walutowym, gdyż kursy walut z założenia kształtują się na rynku (bank centralny nie „broni” określonego kursu, gdyż takiego kursu nie ustala) – można więc stwierdzić, że rezerwy te nie są bankowi potrzebne do prowadzenia polityki mającej na celu utrzymanie kursu walutowego na określonym poziomie. Jeżeli nawet założymy, że w szczególnych okolicznościach taka interwencja NBP byłaby wskazana, to i tak w dłuższej perspektywie możliwości przeciwdziałania deprecjacji złotego są ograniczone, gdyż

źródłem tej deprecjacji jest z reguły nierównowaga wewnętrzna i zewnętrzna gospodarki. Z kolei, jak wskazuje doświadczenie, m.in. Wielkiej Brytanii, obrona przed kryzysem walutowym wywołanym działaniami spekulacyjnymi jest nieskuteczna.

Po drugie, przeprowadzając proponowane zmiany, można by zmniejszyć zadłużenie skarbu państwa w walutach obcych, którego wartość wynosi dziś około 300 mld złotych. W rezultacie nastąpiłaby zmiana struktury zadłużenia na rzecz zadłużenia w złotych, co zmniejszałoby ryzyko kryzysu walutowego. Proponowana zmiana byłaby neutralna dla międzynarodowej pozycji inwestycyjnej netto Polski, gdyż, z jednej strony, spadłyby rezerwy dewizowe państwa, z drugiej zaś – zmniejszyłoby się zadłużenie zagraniczne sektora finansów publicznych.

Po trzecie, proponowane zmiany byłyby neutralne w kontekście sytuacji na rynku pieniężnym w Polsce. Z rynku zniknęłyby wprawdzie bony pieniężne NBP, ale pojawiłyby się dodatkowe obligacje skarbu państwa wyemitowane w celu zakupu w NBP dewiz na spłatę całości lub części zadłużenia zagranicznego. NBP mógłby bardziej elastycznie kształtować podaż pieniądza rezerwowego, niż ma to miejsce dzisiaj, kiedy NBP musi tak dostosowywać operacje otwartego rynku, aby podaż pieniądza rezerwowego pozwalała na utrzymanie krótkoterminowych stóp procentowych na rynku międzybankowym na poziomie stopy referencyjnej.

Po czwarte, po zlikwidowaniu nadpłynności w sektorze bankowym NBP musiałby dokonywać zakupów obligacji skarbowych, aby utrzymać stopę procentową na rynku międzybankowym na poziomie stopy referencyjnej. Zakup obligacji skarbowych byłby konieczny, zwłaszcza w warunkach wzrostu gospodarczego oraz wzrostu zapotrzebowania na kredyt w gospodarce. Na rynku długu państwowego pojawiłby się duży nabywca, który stabilizowałby sytuację na tym rynku.

Po piąte, po zlikwidowaniu nadpłynności w systemie bankowym spadłyby koszty polityki pieniężnej, które, jak wskazywano wcześniej, w latach 2010–2015 wynosiły średniorocznie około 3,2 mld zł, co dodatkowo zwiększałoby kwotę oszczędności, jaka powstałaby w wyniku proponowanej zmiany sposobu prowadzenia polityki pieniężnej.

Rozważając zasadność wprowadzenia proponowanych w artykule zmian, warto także podkreślić, że ze względu na wyższe stopy oprocentowania polskich rządowych papierów wartościowych niż papierów wartościowych emitowanych przez rządy wysoko-korozwiniętych państw, w które są inwestowane rezerwy NBP wzrosłyby dochody NBP, które jednak niemal w całości (około 95%) byłyby przekazywane do budżetu państwa. Inaczej mówiąc, odsetki od długu zagranicznego, które dziś są przekazywane inwestorom zagranicznym, trafiałyby do NBP, a następnie z powrotem do budżetu państwa. Dochody z tytułu emisji pieniądza (tzw. seniorat) byłyby zatem przekazywane do budżetu państwa polskiego, podczas gdy w obecnej sytuacji są one, przynajmniej częściowo, transferowane za granicę, zasilając budżety państw, w których papiery inwestuje NBP.

Obecnie stopy procentowe w świecie znajdują się na rekordowo niskich poziomach. W nieodległej perspektywie należy liczyć się z zacieśnieniem polityki pieniężnej, m.in. przez podwyżki stóp procentowych. Ogólny wzrost poziomu stóp procentowych oznaczałby zwiększenie różnic między stopami oprocentowania polskich rządowych papierów wartościowych oraz papierów wartościowych państw, w które lokowane są polskie rezerwy walutowe. W konsekwencji straty ponoszone przez Polskę z tytułu braku odpowiedniej koordynacji polityki finansowej państwa będą prawdopodobnie wzrastać, co dodatkowo uzasadnia potrzebę wprowadzenia proponowanych zmian.

## 5. Podsumowanie

Realizowana w Polsce polityka pieniężna oparta jest na tzw. strategii bezpośredniego celu inwestycyjnego. Jej głównymi założeniami są: niezależność banku centralnego, warunkująca jego wiarygodność, oraz wykorzystanie polityki krótkoterminowych stóp procentowych jako podstawowego narzędzia polityki monetarnej. Ten model polityki pieniężnej ma tę wadę, że utrudnia odpowiednią koordynację polityki monetarnej i fiskalnej, co w konsekwencji prowadzi do powstania strat. W Polsce w latach 2010–2015 straty te można szacować na około 8 mld zł rocznie, a więc jest to kwota zbliżona do kwoty wpłat z zysku Narodowego Banku Polskiego do budżetu w trak-

cie ostatnich dwu lat. Należy podkreślić, że skala tych strat jest uzależniona od różnic w poziomach oprocentowania polskiego długu państwowego oraz oprocentowania rezerw walutowych NBP. Można zakładać, że w przypadku ogólnego wzrostu stóp procentowych na rynkach finansowych straty te będą wykazywać tendencję wzrostową, ze względu na wyższe ryzyko polskich obligacji skarbowych niż obligacji wysoko rozwiniętych państw, w które inwestowane są rezerwy walutowe Narodowego Banku Polskiego (rezerwy walutowe państwa polskiego w zarządzie NBP).

### Przypisy

<sup>1</sup> Art. 128, 130 i 282 Traktatu o Funkcjonowaniu Unii Europejskiej.

### Bibliografia

Bernanke, B., Laubach, T., Mishkin, F. i Posen, A. (1999). *Inflation targeting: lessons from the international experience*. Princeton University Press.

Bibow, J. (2010). *A Post Keynesian Perspective on the Rise of Central Bank Independence: A Dubious Suc-*

*cess Story in Monetary Economics*, Working Paper No. 625, Levy Economics Institute, October.

Catao, L. i Torrens, M.E. (2003). *Fiscal Deficits and Inflation*. IMF Research Department, April 2003.

Goodhart, Ch.A.E. (1998). The two concepts of money: implications for the analysis of optimal currency areas. *European Journal of Political Economy*, 14, 408–410.

Menger, C. (2009). *The Origins of Money*. Ludwig von Mises Institute, Auburn, 2009.

von Mises, L. (1953). *The Theory of Money and Credit*. New Haven: Yale University Press.

Wray, R. (2014). *From the State Theory of Money to Modern Money Theory: An Alternative to Economic Orthodoxy*, Levy Economics Institute of Bard College, Working Paper No. 792, March 2014.

Wray, R. (2016). *Why Minsky Matters: An Introduction to the Work of a Maverick Economist*. Princeton and Oxford: Princeton University Press.

Todd, W.F. (2013). *The Problem of Excess Reserves, Then and Now*, Levy Economics Institute, Working Paper No. 763, May 2013.

Traktat o funkcjonowaniu Unii Europejskiej.