

Marta GRZYB*

 <https://orcid.org/0000-0002-2537-2084>

OCENA WYKORZYSTANIA TRADYCYJNEGO MECHANIZMU TRANSMISJI IMPULSÓW MONETARNYCH NARODOWEGO BANKU POLSKIEGO W LATACH 2014–2018

Abstrakt

Przedmiot badań: Jednym z kluczowych czynników warunkujących efektywną komunikację banku centralnego z podmiotami sfer: realnej i finansowej jest racjonalne „posługiwanie się” określonymi kanałami propagacji impulsów monetarnych. Najpowszechniejszym tego typu „sposobem komunikacji” jest kanał stóp procentowych. Wspomniane stopy procentowe stanowią z kolei najważniejszy komponent tak zwanego „tradycyjnego mechanizmu transmisji impulsów monetarnych”, który – w ujęciu teoretycznym – zakłada, iż obniżanie przez Radę Polityki Pieniężnej poziomu rynkowych stóp procentowych winno stymulować rozwój społeczno-gospodarczy państwa objawiający się poprzez wzrost: ilości pieniądza znajdującego się w obiegu (podaży pieniądza), wielkości inwestycji oraz poziomu Produktu Krajowego Brutto.

Cel badawczy: Celem niniejszego artykułu było zbadanie skuteczności wykorzystania przez Narodowy Bank Polski tradycyjnego mechanizmu transmisji impulsów monetarnych w latach 2014–2018, a także określenie stopnia współzależności występującego między stopami procentowymi a innymi komponentami owego mechanizmu.

Metoda badawcza: Możliwość realizacji wskazanego celu warunkowana była poprzez przeprowadzenie określonej procedury badawczej, polegającej na – po pierwsze – ukazaniu wartości nominalnych poszczególnych komponentów tradycyjnego mechanizmu transmisji impulsów monetarnych, po drugie – wyznaczeniu średniookresowego tempa zmian owych wielkości, oraz – po trzecie – obliczeniu wartości współczynników korelacji liniowej Pearsona i determinacji liniowej, na podstawie których zbadano siłę i kierunek współzależności występujących między wielkością stóp procentowych (lombardową, redyskontową, referencyjną i depozytową) a poziomem Produktu Krajowego Brutto, inwestycji oraz podaży pieniądza. Ze względu na fakt, iż szczegółowy zakres danych empirycznych, niezbędnych do przeprowadzenia badań, jest gromadzony i publikowany przez Narodowy Bank Polski oraz Główny Urząd Statystyczny, opracowanie to opiera się na danych wtórnych pochodzących z raportów wyżej wskazanych instytucji.

Wyniki: Uzyskane w toku przeprowadzonej procedury obliczeniowej rezultaty wskazują, iż w latach 2014–2018 Narodowy Bank Polski w sposób racjonalny „posługiwał się” kanałem stóp procentowych. Decyzje Rady Polityki Pieniężnej dotyczące zmniejszania poziomu krótkotermini-

* Mgr, Politechnika Częstochowska, Szkoła Doktorska; e-mail: marta.grzyb@pcz.pl

nowych stóp procentowych przełożyły się bowiem na wzrost wielkości podaży pieniądza, inwestycji oraz Produktu Krajowego Brutto. Należy także zwrócić uwagę na fakt, iż między zestawianymi ze sobą miernikami ekonomicznymi występował bardzo silny (stopy procentowe i podaż pieniądza M3), silny (stopy procentowe i Produkt Krajowy Brutto) lub – co najmniej – umiarkowany (stopy procentowe i inwestycje) stopień współzależności o kierunku ujemnym. Oznacza to, iż w okresie objętym badaniem Narodowy Bank Polski efektywnie wykorzystywał tradycyjny mechanizm transmisji impulsów monetarnych.

Słowa kluczowe: inwestycje, podaż pieniądza, Produkt Krajowy Brutto, stopy procentowe, tradycyjny mechanizm transmisji impulsów monetarnych.

Klasyfikacja JEL: E43, E58, E61, O23

1. Wstęp

Narodowy Bank Polski, będąc centralnym bankiem państwa polskiego, odpowiedzialny jest między innymi za ustalanie i realizację założeń polityki pieniężnej. Działania będące wyrazem strategii polityki pieniężnej realizowanej przez Narodowy Bank Polski i reprezentujące go organy warunkują egzystencję bytów systemu społecznego oraz wchodzących w jego skład sfer: realnej i finansowej. Możliwość oddziaływania „najważniejszego ogniwa systemu finansów publicznych”¹ na działalność innych podmiotów wynika z faktu istnienia określonych kanałów transmisji polityki monetarnej, za pomocą których centralny bank Rzeczypospolitej Polskiej niejako stymuluje (pośrednio lub bezpośrednio) określone procesy na rynku społeczno-gospodarczym. Kanały te są swego rodzaju „drogami komunikacji” banku emisyjnego ze społeczeństwem danego kraju. Najbardziej rozwiniętym (a zarazem i najskuteczniejszym) „sposobem komunikacji” banku centralnego z innymi podmiotami jest kanał stóp procentowych, w którym niebagatelną rolę odgrywają – jak sama jego nazwa wskazuje – rynkowe stopy procentowe, stanowiące kluczowy komponent tak zwanego „tradycyjnego mechanizmu transmisji impulsów monetarnych”. Mechanizm ten zakłada, iż obniżenie przez Radę Polityki Pieniężnej poziomu krótkoterminowych stóp procentowych w sposób bezpośredni przekłada się na wzrost podaży pieniądza, inwestycji oraz Produktu Krajowego Brutto danego państwa; z kolei podniesienie owych stóp winno przełożyć się na zmniejszenie poziomu wskazanych miar ekonomicznych.

Celem niniejszego opracowania jest zatem zbadanie skuteczności wykorzystania przez Narodowy Bank Polski tytułowego „tradycyjnego mechanizmu transmisji impulsów monetarnych” w latach 2014–2018. Część teoretyczna ar-

¹ Mowa tu oczywiście o Narodowym Banku Polskim.

tykułu opiera się przede wszystkim na licznych pozycjach literaturowych, poświęconych tematyce „sposobów komunikacji” banków centralnych z innymi podmiotami krajowego systemu społecznego. Badania empiryczne powstały natomiast w oparciu o dane Narodowego Banku Polskiego oraz materiały pochodzące z – publikowanych przez Główny Urząd Statystyczny – Roczników Statystycznych Rzeczypospolitej Polskiej. W opracowaniu przedstawiono stan prawny obowiązujący na dzień 2 kwietnia 2020 r.

2. Pojęcie mechanizmu transmisji polityki monetarnej oraz charakterystyka jego kanałów transmisji

Bank centralny, będąc najważniejszym bankiem państwa, w sposób bezpośredni wpływa na ilość pieniądza znajdującego się w obiegu; jest on więc swego rodzaju „regulatorem” podaży pieniądza krajowego, co wynika z jego nadrzędnej funkcji, jaką jest emisja pieniądza². Instytucja ta – za pomocą reprezentujących ją organów – podejmuje decyzje, które implikują określone zachowania podmiotów funkcjonujących zarówno w sferze finansowej, jak i sferze realnej państwa. Możliwość oddziaływania przez Narodowy Bank Polski na decyzje tych podmiotów wynika z faktu istnienia tak zwanego „mechanizmu transmisji polityki monetarnej”, który, jak zauważa m.in. O. Demchuk, opisuje sposób, w jaki podmioty gospodarcze reagują na dane decyzje władz monetarnych, a także określa wzajemne interakcje zachodzące pomiędzy bankiem centralnym a owymi jednostkami. Pod pojęciem tegoż „mechanizmu” należy zatem rozumieć „zbiór dróg (kanałów) propagacji impulsów polityki monetarnej, poprzez które bank centralny oddziałuje na zagregowany popyt oraz zmiany cen w gospodarce”³. A. Szunke uważa z kolei, iż „mechanizm transmisji oznacza zachowania instytucji bądź też jednostek ekonomicznych, umożliwiających wpływ polityki banku centralnego na decyzje cenowe i produkcyjne podmiotów ekonomicznych”⁴.

Przytoczone definicje opisywanego pojęcia jednoznacznie wskazują na występowanie związku przyczynowo-skutkowego między decyzjami banku cen-

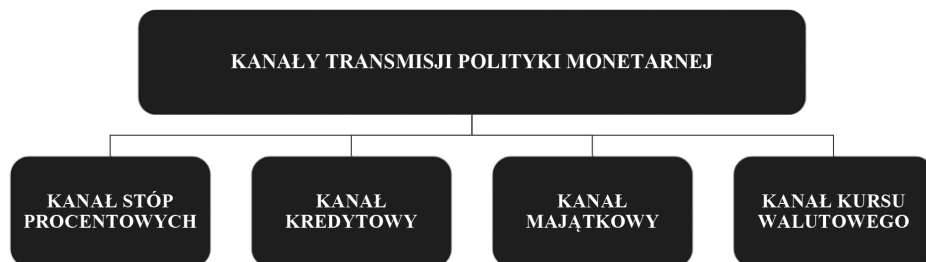
² E. Fojejk-Mastalska, *Bank centralny*, w: J. Głuchowski (red.), *System prawa finansowego. Tom IV. Prawo walutowe. Prawo dewizowe. Prawo rynku finansowego*, Oficyna a Wolters Kluwer business, Warszawa 2010, s. 99–140.

³ O. Demchuk, T. Lyziak, J. Przystupa, A. Sznajderska, A. Wróbel, *Mechanizm transmisji polityki pieniężnej w Polsce. Co wiemy w 2011 roku?*, Materiały i Studia 2012/270, s. 1–63.

⁴ A. Szunke, *Polityka pieniężna a stopa bezrobocia. Wzajemne zależności i powiązania*, w: J. Osiński (red.), *Praca, społeczeństwo, gospodarka. Między polityką a rynkiem*, Oficyna Wydawnicza Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, Warszawa 2011, s. 95–106.

tralnego a zachowaniami podmiotów sfery realnej oraz sfery finansowej. Możliwość owej „komunikacji” Narodowego Banku Polskiego ze swymi „odbiorcami” implikowana jest przez istnienie określonych kanałów mechanizmu transmisji polityki monetarnej państwa, za pośrednictwem których bank centralny niejako „informuje” poszczególne podmioty o podejmowanych przez siebie decyzjach oraz dalszych kierunkach rozwoju obszaru określanego mianem „polityki monetarnej”. Standardowe kanały tego mechanizmu przedstawiono na rysunku 1.

RYSUNEK 1: Standardowe kanały mechanizmu transmisji polityki monetarnej



Źródło: opracowanie własne na podstawie H. Schmolke, *The Low Interest Rate Policy of the European Central Bank*, Anchor Academic Publishing, Hamburg 2017, s. 38.

Kanał stóp procentowych jest najbardziej „rozwinęty” (a zarazem i najskuteczniejszy) sposobem oddziaływania przez bank centralny na decyzje innych podmiotów. Wynika to przede wszystkim z faktu, iż pozostałe „sposoby komunikacji” są niejako pokłosiem postanowień związanych z ustalaniem poziomu krótkoterminowych stóp procentowych. Poprzez regulację owych wielkości Narodowy Bank Polski wpływa nie tylko na działalność banków komercyjnych, ale również i na zachowania konsumentów. Opisywane impulsy monetarne implikują bowiem wartości wielu wskaźników ekonomicznych, wśród których należy wymienić koszt kapitału, dochodowość krajowych instrumentów finansowych, stosunek cen dóbr krajowych do cen dóbr zagranicznych oraz iloraz cen konsumpcji przyszłej i konsumpcji bieżącej. Zmiany wysokości krótkoterminowych stóp procentowych determinują również konieczność „modyfikowania” oprocentowania kredytów i depozytów dla określonych podmiotów (zarówno tych funkcjonujących na rynku międzybankowym, jak i przedsiębiorstw czy pojedynczych konsumentów). Ponadto wpływają one także na poziom inwestycji czy wielkość Produktu Krajowego Brutto (PKB), co jest szczególnie istotne z punktu widzenia tematyki niniejszego opracowania⁵.

⁵ J. Lewandowska, *Mechanizm transmisji impulsów polityki monetarnej dla polskiej gospodarki w latach 2002–2015*, w: A. Prędki (red.), *Metody analityczne w naukach ekonomicz-*

Kanałem ściśle powiązaniem z uprzednio opisaną „ścieżką transmisji impulsów polityki monetarnej” jest kanał kredytowy, który – jak twierdzi M. Teichert – stanowi swoiste „wzmocnienie” kanału stóp procentowych⁶. Co naturalne, ma on szczególne znaczenie dla podmiotów zaciągających w bankach zobowiązania w formie kredytu. Słusznym wydaje się być stwierdzenie, iż wielkość akcji kredytowej banków zazwyczaj jest silnie skorelowana z wysokością krótkoterminowych stóp procentowych ogłaszanych przez Radę Polityki Pieniężnej. W sytuacji gdy stopy te wzrastają, maleje ilość pieniądza w obiegu (zmniejszają się zasoby finansowe banku komercyjnego, maleje wartość jego aktywów), czego konsekwencją jest prowadzenie bardziej restrykcyjnej polityki kredytowej przez bank, a tym samym i ograniczenie przezeń akcji kredytowej, co z kolei przyczynia się do zmniejszenia kapitałów i generowanych przychodów z tytułu udzielonych kredytów. W przypadku obniżenia owych wielkości następuje odwrotna sytuacja⁷.

Kolejnym „sposobem komunikacji” banku centralnego z innymi podmiotami jest tak zwany „kanał majątkowy”. Wskazuje on, w jakim stopniu decyzje banku centralnego (związane z realizowaną przezeń strategią polityki monetarnej) wpływają na dochodowość aktywów finansowych (przede wszystkim akcji i nieruchomości) i atrakcyjność inwestycji w określone instrumenty finansowe (takie jak akcje czy obligacje) oraz nieruchomości. Podwyższenie wysokości stóp procentowych sprzyja obniżeniu cen akcji (i zmniejszeniu ich atrakcyjności), tym samym przyczyniając się do zahamowania inwestycji oraz zmniejszenia popytu krajowego (co wynika z faktu obniżenia realnej wartości zasobów majątkowych gospodarstw domowych), zaś ich obniżenie determinuje zgoła odmienne zachowania na rynku społeczno-gospodarczym⁸.

Ostatnim z przedstawionych na rysunku 1 standardowych kanałów mechanizmu transmisji polityki monetarnej jest kanał kursu walutowego, za pośred-

nich – wybrane zastosowania, Fundacja Uniwersytetu Ekonomicznego w Krakowie, Kraków 2016, s. 111–122; **D. Brózda**, *Strukturalne uwarunkowania mechanizmu transmisji monetarnej w Polsce i strefie euro*, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego 2013/756, s. 61–75; por. **C. Bean, J. Larsen, K. Nikolov**, *Financial Frictions and the Monetary Transmission Mechanism: Theory, Evidence and Policy Implications*, Working Paper 2002/113, s. 1–67.

⁶ **M. Teichert**, *The interest rate risk of banks. Current topics*, Würzburg University Press, Würzburg 2018, s. 48–49.

⁷ **J. Matusiak**, *Peryferyjny kapitalizm zależny*, LaTeX, Warszawa 2015, s. 256; **J. Lewandowska**, *Mechanizm transmisji impulsów polityki monetarnej...*, s. 111–122.

⁸ **K. Jarnuszkiewicz**, *Analiza wpływu kryzysu gospodarczego lat 2007–2009 na polski rynek kapitałowy*, w: **K. Woźniak** (red.), *Narzędzia analityczne w naukach ekonomicznych*, Mfiles. pl, Kraków 2015, s. 87–92; **D. Brózda**, *Strukturalne uwarunkowania mechanizmu transmisji monetarnej...*, s. 61–75.

nictwem którego Narodowy Bank Polski w największym stopniu „modeluje” kurs walutowy obowiązującego w Polsce środka pieniężnego. W związku z tym prowadzenie restrykcyjnej polityki monetarnej (objawiającej się m.in. poprzez wzrost krótkoterminowych stóp procentowych) przyczynia się do wzrostu wartości waluty krajowej, spadku cen dóbr importowanych oraz zwiększenia poziomu atrakcyjności rodzimych papierów wartościowych na tle ich zagranicznych odpowiedników, zaś stosowanie polityki ekspansywnej skutkuje deprecjacją pieniądza krajowego, spadkiem atrakcyjności krajowych papierów wartościowych (oczywiście w porównaniu do papierów zagranicznych), a także wzrostem cen towarów napływających do kraju⁹.

Jak wynika z dotychczasowych rozważań, największe znaczenie spośród ukazanych na rysunku 1 „ścieżek” komunikacji banku centralnego ze swymi odbiorcami ma kanał stóp procentowych, którego istnienie stanowi swoistą „kanwę” tradycyjnego mechanizmu transmisji impulsów monetarnych.

3. Istota tradycyjnego mechanizmu transmisji impulsów monetarnych

Istnienie mechanizmu transmisji impulsów monetarnych jest jednym z kluczowych czynników warunkujących efektywną komunikację między bankiem centralnym a innymi podmiotami systemu społecznego kraju. Za pośrednictwem określonych „kanałów propagacji” Narodowy Bank Polski podejmuje działania mające na celu usprawnienie realizacji założeń polityki pieniężnej państwa, jednocześnie stymulując rozwój społeczno-gospodarczy sfery, której jest on „reprezentantem”.

W ramach scharakteryzowanych we wcześniejszym fragmencie tegoż artykułu kanałów przesyłu impulsów „nadawanych” przez bank centralny mechanizm transmisji polityki monetarnej może przybierać różnorodne formy. Najpowszechniejsza z nich ukazuje tak zwany „tradycyjny mechanizm transmisji impulsów monetarnych”, który stanowi główny przedmiot zainteresowania niniejszego opracowania. Został on zobrazowany na rysunkach 2–3.

⁹ P. Arestis, M. Sawyer, *Interest Rates and the Real Economy*, w: C. Gnos, L.P. Rochon (red.), *Post-Keynesian Principles of Economic Policy*, Edward Elgar, Cheltenham, Northampton, Massachusetts 2006, s. 3–20; O. Demchuk, T. Łyziak, J. Przystupa, A. Sznajderska, A. Wróbel, *Mechanizm transmisji polityki pieniężnej...*, s. 1–63; D. Brózda, *Strukturalne uwarunkowania mechanizmu transmisji monetarnej...*, s. 61–75.

RYSUNEK 2: *Tradycyjny mechanizm transmisji impulsów monetarnych (wariant I)*

Źródło: opracowanie własne na podstawie A. Kaźmierczak, *Polityka pieniężna w gospodarce rynkowej*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2003, s. 83.

Ukazany mechanizm wskazuje, w jaki sposób zmiany rynkowej stopy procentowej wpływają na inwestycje oraz koniunkturę konkretnego państwa. Niewątpliwie, najbardziej pożądanym zjawiskiem dla gospodarki danego kraju jest obniżenie tejże „miary” (rysunek 2); zachowanie takie w sposób bezpośredni przekłada się bowiem na obniżenie kosztów kredytów, co z kolei sprzyja wzrostowi licznych wielkości ekonomicznych, wśród których należy wymienić podaż pieniądza, poziom inwestycji czy Produkt Krajowy Brutto¹⁰.

RYSUNEK 3: *Tradycyjny mechanizm transmisji impulsów monetarnych (wariant II)*

Źródło: opracowanie własne na podstawie A. Kaźmierczak, *Polityka pieniężna...*

Podwyższenie rynkowej stopy procentowej (rysunek 3) – zgodnie z założeniami tradycyjnego mechanizmu transmisji impulsów monetarnych – winno z kolei przekładać się na spadek poziomu podaży pieniądza, inwestycji oraz Produktu Krajowego Brutto, a tym samym i swoiste spowolnienie rozwoju gospodarczego danego państwa.

Oczywiście, proces komunikacji banku centralnego z podmiotami krajowego systemu społecznego opiera się również na wykorzystaniu innych mechanizmów, takich jak mechanizm transmisji impulsów polityki monetarnej oparty na hipotezie konsumpcji wyznaczonej cyklem życia, mechanizm transmisji impulsów monetarnych za pomocą kursu walutowego, mechanizm uwzględniający wskaźnik q Tobina, mechanizm transmisji oparty na hipotezie dostępności kredytu czy mechanizmy uwzględniające zjawisko niepełnej informacji lub zjawisko nieetycznej gry klienta¹¹. Jednakże, ze względu na fakt, iż niniejszy

¹⁰ A. Kaźmierczak, *Polityka pieniężna w gospodarce rynkowej*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2003, s. 83.

¹¹ A. Kaźmierczak, *Polityka pieniężna w gospodarce otwartej*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2008, s. 117–125.

artykuł traktuje przede wszystkim o tradycyjnym mechanizmie transmisji impulsów monetarnych, zasadne wydaje się być poprzestanie jedynie na wymienieniu owych „innych sposobów komunikacji”.

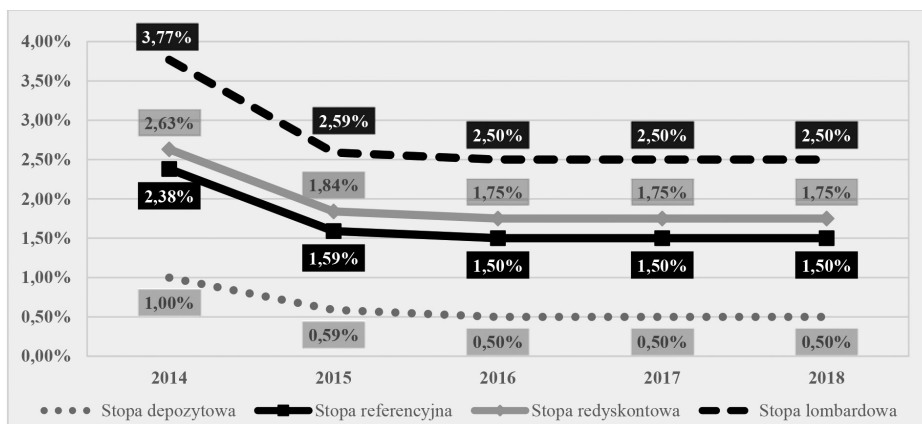
Warto w tym momencie zwrócić uwagę na fakt, iż stopień oddziaływania poszczególnych impulsów na określone obszary jest uzależniony od szeregu czynników, wśród których najczęściej wymienia się: stopień otwartości gospodarki oraz skalę jej monetaryzacji, strukturę popytu krajowego mierzoną wielkością Produktu Krajowego Brutto, strukturę finansowania konkretnych grup podmiotów, a także specyfikę danego systemu bankowego¹². Poszczególne czynniki mogą zatem eskalować bądź redukować wpływ i siłę oddziaływania określonych kanałów i impulsów, jakie bank centralny kieruje do swych grup odbiorców. W związku z tym niezwykle istotnym jest, by banki centralne w sposób racjonalny posługiwały się będącymi w ich dyspozycji instrumentami, które wspomagają transmisję i odbiór poszczególnych impulsów. Grupą narzędzi oddziałujących na skuteczność owego procesu są krótkoterminowe stopy procentowe (depozytowa, referencyjna, redyskontowa i lombardowa). O kierunkach ich wykorzystania oraz wpływie na inne komponenty tradycyjnego mechanizmu transmisji impulsów monetarnych traktuje część empiryczna niniejszego opracowania.

4. Poziom elementów składowych tradycyjnego mechanizmu transmisji impulsów monetarnych w latach 2014–2018

Stanowiący główny przedmiot zainteresowania rozważań podejmowanych na kartach tegoż opracowania tradycyjny mechanizm transmisji impulsów monetarnych zakłada, iż obniżanie przez Radę Polityki Pieniężnej krótkoterminowych stóp procentowych sprzyja poprawie koniunktury gospodarczej kraju rozumianej jako wzrost określonych wielkości ekonomicznych, takich jak podaż pieniądza, poziom inwestycji czy Produkt Krajowy Brutto. Aby móc ocenić skuteczność oddziaływania opisywanego mechanizmu w określonym horyzoncie czasowym (tj. w latach 2014–2018), niezbędne jest wcześniejsze poznanie wartości nominalnych poszczególnych składających się nań komponentów. Wielkości te zilustrowano na wykresach 1–3.

¹² R. Kokoszczyński, T. Łyziak, E. Wróbel, *Czynniki strukturalne we współczesnych teoriach mechanizmów transmisji polityki pieniężnej*, Bank i Kredyt 2002/11, s. 41–48; D. Brózda, *Strukturalne uwarunkowania mechanizmu transmisji monetarnej...*, s. 61–75.

WYKRES 1: Średnioroczne stopy Narodowego Banku Polskiego w latach 2014–2018



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Narodowego Banku Polskiego.

Stopy procentowe są powszechnie uznawane za jeden z najważniejszych instrumentów polityki pieniężnej Narodowego Banku Polskiego¹³. Jak wspomniano we wcześniejszym fragmencie artykułu, wpływają one (pośrednio oraz bezpośrednio) na wiele mierników ekonomicznych. Stopa lombardowa – kształtująca się na najwyższym spośród „tetrydy rynkowych stóp procentowych” poziomie – wyznacza maksymalne oprocentowanie na rynku międzybankowym, wyrażając jednocześnie koszt pozyskania kapitału przez banki komercyjne w banku centralnym na termin *overnight*. Stopa depozytowa stanowi dolną granicę wahań rynkowych stóp procentowych, wyznaczając oprocentowanie jednodniowego depozytu lokowanego przez banki komercyjne w Narodowym Banku Polskim¹⁴. Stopa redyskontowa, która określa oprocentowanie kredytu redyskontowego, wykorzystywana jest głównie w celu kontroli podaży pieniądza¹⁵. Z kolei stopa referencyjna definiuje minimalną rentowność siedmiodnio-

¹³ S. Owsiak, *Bank centralny*, w: M. Zaleska (red.), *Bankowość*, C.H. Beck, Warszawa 2013, s. 13–35.

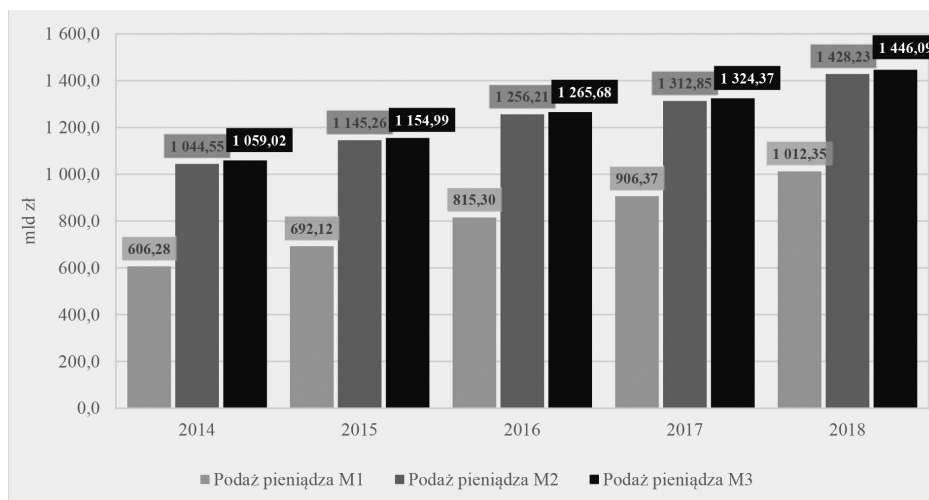
¹⁴ Uchwała Rady Polityki Pieniężnej z dnia 4 września 2018 roku w sprawie ustalenia założeń polityki pieniężnej na rok 2019 (M.P. 2018, nr 5, poz. 925), rozdział 2; S. Owsiak, *Bank centralny*, s. 13–35.

¹⁵ K. Frączkiewicz, *Skup i sprzedaż wierzytelności przez banki*, Promotor, Warszawa 2007, s. 42; G. Przekoła, *Reakcja rynkowych stóp procentowych na zmiany stopy redyskonta weksli*, Zeszyty Naukowe Wydziału Nauk Ekonomicznych Politechniki Koszalińskiej 2010/14, s. 93–105.

wych bonów pieniężnych, wpływając przy tym na oprocentowanie „produktów” rynku międzybankowego oraz koszty i rozmiary kredytów oferowanych przez banki komercyjne czy wielkość popytu w gospodarce¹⁶.

Ukazane na wykresie 1 wartości średniorocznych stóp procentowych wskazują, iż w okresie objętym analizą Rada Polityki Pieniężnej ani razu nie zdecydowała się na podwyższenie podstawowych stóp procentowych. Dwukrotnie jednak zmniejszyła owe wartości. Na skutek tychże decyzji rynkowe stopy procentowe uległy zmniejszeniu: z 4 do 2,50% (stopa lombardowa), z 2,75 do 1,75% (stopa redyskontowa), z 2,50 do 1,50% (stopa referencyjna) oraz z 1 do 0,50% (stopa depozytowa). Decyzje organu odpowiedzialnego za modelowanie opisywanych wielkości uznać należy za przejaw prowadzenia polityki pieniężnej o charakterze ekspansywnym (w latach 2014–2015), mającym na celu zdynamizowanie krajowej koniunktury gospodarczej i stymulację jej rozwoju, oraz zachowawczym – w ostatnich trzech okresach objętych badaniem.

WYKRES 2: Wielkość podaży pieniądza w latach 2014–2018



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Narodowego Banku Polskiego.

¹⁶ P. Niczyporuk, A. Talecka, *Bankowość. Podstawowe zagadnienia*, Temida 2, Białystok 2011, s. 131; S. Owsiak, *Bank centralny*, s. 13–35.

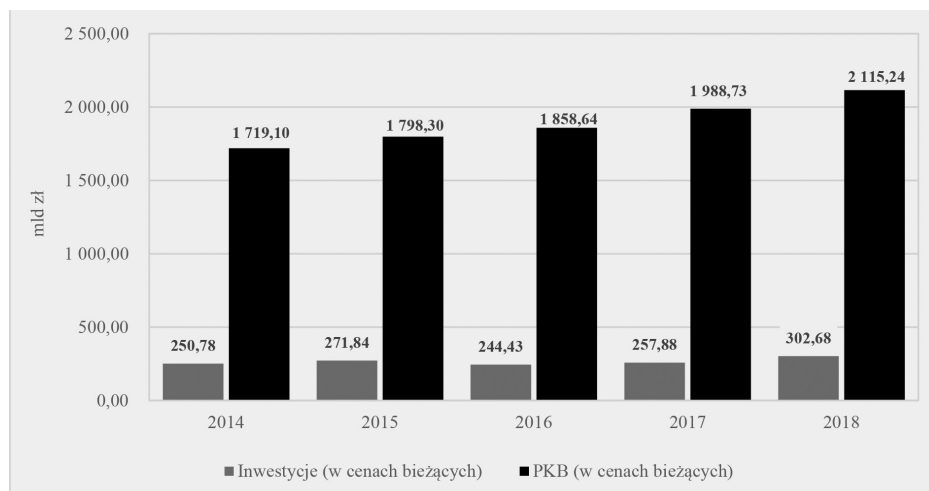
Pod pojęciem podaży pieniądza, najprościej rzecz ujmując, należy rozumieć całkowitą ilość pieniądza znajdującego się w obiegu¹⁷. Miara ta, jak pokazano na wykresie 2, składa się z kilku komponentów. Zasadniczo wyróżnia się trzy kategorie podaży pieniądza, a mianowicie podaż M1, M2 oraz M3. Pierwsza z wymienionych grup obejmuje pieniądz gotówkowy w obiegu oraz depozyty i inne zobowiązania o charakterze bieżącym, drugą z nich tworzą wszystkie elementy wchodzące w skład miary M1 oraz depozyty i inne zobowiązania o terminie wymagalności do 2 lat włącznie. Na trzecią z wymienionych kategorii składają się z kolei grupy M1 i M2, a także operacje z przyrzeczeniem odkupu czy – będące przedmiotem emisji – dłużne papiery wartościowe z terminem pierwotnym do 2 lat włącznie oraz udziały lub jednostki uczestnictwa w funduszach rynku pieniężnego¹⁸. Jak wynika z informacji ukazanych na wykresie 2, wielkość podaży pieniądza M3 cechowała się w badanym okresie nieustanną progresją (z poziomu 1 059,02 mld zł w roku 2014 do pułapu 1 446,09 mld zł w ostatnim „momencie czasowym”, objętym analizą). Bezpośrednią przyczyną takiego stanu rzeczy był oczywiście wzrost poszczególnych komponentów, składających się na całokształt opisywanego indykatora, przy czym największe znaczenie odegrała tu nader widoczna eskalacja miary M1 (średniorocznie w ciągu roku o 13,67%) odzwierciedlającej niezwykle dynamiczny przyrost „pieniądza bieżącego”, „krótkoterminowego”. Jeśli chodzi o inne „składniki” wchodzące w skład podaży oznaczanej symbolem „M3”, to również i one wzrastały, jednakże poziom ich zintensyfikowania był znacznie mniejszy od dynamiki zmian scharakteryzowanego już komponentu bądź też bezpośrednio wynikał z jego wzrostu.

Jak już zwracano uwagę, miarami bezpośrednio związanymi z wysokością krótkoterminowych stóp procentowych, a tym samym i będącymi przedmiotem zainteresowania tradycyjnego mechanizmu propagacji impulsów monetarnych, są – oprócz podaży pieniądza – inwestycje oraz Produkt Krajowy Brutto (PKB). O ile w przypadku miernika określanego mianem „Produkту Krajowego Brutto” w okresie objętym badaniem zauważalna była nieustanna tendencja wzrostowa (z poziomu 1 719,10 mld zł w roku bazowym do 2 115,24 mld zł w roku 2018), o tyle wskaźnik określający poziom inwestycji Rzeczypospolitej Polskiej cechował się pewnymi wahaniami (wykres 3). W roku 2015 w stosunku

¹⁷ *Słownik Reutera: międzynarodowe terminy ekonomiczne i finansowe*, oprac. Zespół Reuters Limited. Powszechna Agencja Informacyjna, Warszawa 1992, s. 77.

¹⁸ **E. Baumgartner**, *Jak działa giełda? Podręcznik dla inwestorów*, Polpress Services, Nowy Jork 2007, s. 7; https://www.nbp.pl/statystyka/pieniężna_i_bankowa/dwn/podaz_bilansowa.xlsx; stan na 30.03.2020 r.

WYKRES 3: Poziom inwestycji i Produktu Krajowego Brutto w Polsce w latach 2014–2018



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych pochodzących z Roczników Statystycznych Rzeczypospolitej Polskiej w latach 2015–2019.

do następującego bezpośredniego przed nim okresu zaobserwowano wyraźny wzrost owej miary (z 250,78 mld zł do poziomu 271,84 mld zł), zaś w kolejnym roku odnotowano jego nagły, a przy tym nader dynamiczny (o 10,08% w porównaniu do roku poprzedniego) spadek. Główną przyczyną zaistniałej sytuacji było znaczące ograniczenie absorpcji środków finansowych z budżetu Unii Europejskiej, co z kolei było związane zarówno z efektem wygaszania funduszy pochodzących z tak zwanej „perspektywy 2007–2013”, jak i z utrudnioną implementacją dyrektyw unijnych, których harmonizacja była warunkiem uruchomienia płatności z kolejnej perspektywy finansowej (tak zwana „perspektywa 2014–2020”)¹⁹. Obniżenie poziomu inwestycji w roku 2016 skutkowało z kolei zmniejszeniem zadłużenia polskich gmin, które, ze względu na ograniczenie działalności inwestycyjnej powodowanej spadkiem napływu funduszy pochodzących z budżetu unijnego, znacznie rzadziej, aniżeli w poprzednich okresach,

¹⁹ <https://www.obserwatorfinansowy.pl/tematyka/makroekonomia/inwestycje-firm-w-polsce-przyspiesza-dzieki-efektowi-wpychania/>; stan na 30.03.2020 r.; <https://businessinsider.com.pl/finanse/makroekonomia/polska-z-najnizsza-stopu-inwestycji-od-1996-r/6h6r1tb>; stan na 30.03.2020 r.

zaciągały zobowiązania dłużne²⁰. W kolejnym roku, na skutek wdrożenia przepisów unijnych, wzrósł napływ środków finansowych do kraju, co przełożyło się na wzrost inwestycji (o 5,50% w stosunku do roku 2016).

5. Ocena skuteczności funkcjonowania charakteryzowanego mechanizmu

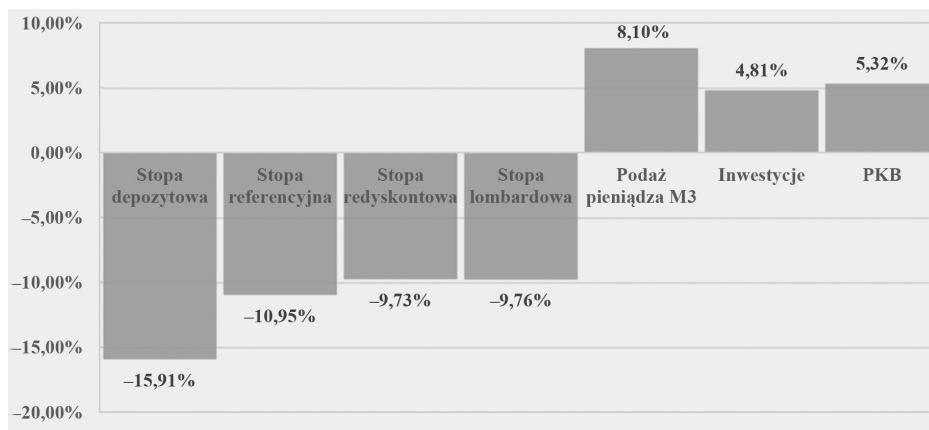
Przyczyn zmian opisywanych w niniejszym opracowaniu wielkości ekonomicznych należy doszukiwać się nie tylko w „przekształceniach” komponentów składowych danych mierników czy w trudnościach związanych z implementacją przepisów unijnych przez Polskę. Jednym z kluczowych czynników oddziałujących na wielkość podaży pieniądza oraz poziom Produktu Krajowego Brutto i inwestycji są postanowienia Rady Polityki Pieniężnej dotyczące wysokości rynkowych stóp procentowych. Jak już zwracano uwagę, w okresie objętym badaniem organ ten, zmniejszając poziom owych stóp, podejmował działania mające na celu stymulację rozwoju polskiej gospodarki, czego efektem był wzrost wartości nominalnych wspomnianych mierników makroekonomicznych. W celu ukazania relacji zachodzących między wysokością (czy może raczej – dynamiką) krótkoterminowych stóp procentowych a poziomem charakteryzowanych tu mierników na wykresie 4 przedstawiono średniokresowe tempo zmian tychże indyktorów w badanym okresie.

Na podstawie danych zaprezentowanych na wykresie 4 należy stwierdzić, iż wraz ze spadkiem krótkoterminowych stóp procentowych wzrastała wielkość podaży pieniądza M3, inwestycji oraz PKB. Zaobserwowane w badanym okresie zjawisko stanowi zatem potwierdzenie efektywnego wykorzystania tradycyjnego mechanizmu transmisji impulsów monetarnych przez Narodowy Bank Polski. W związku z tym można skonstatować, iż średnioroczny wzrost całkowitej ilości pieniądza w obiegu o 8,10% powodowany był decyzjami Rady Polityki Pieniężnej odnośnie do zmniejszania wysokości wszystkich stóp procentowych (odpowiednio średnio o 15,91% stopy depozytowej, 10,95% stopy referencyjnej, 9,76% stopy lombardowej oraz 9,73% stopy redyskontowej w skali roku). Działania te, będące wyrazem realizacji polityki o charakterze ekspansywnym (bądź zachowawczym)²¹, przyczyniły się także do średniorocz-

²⁰ Zob. **M. Grzyb**, *Obligacje komunalne i kredyty bankowe jako zwrotne źródła finansowania gmin w Polsce w latach 2012–2016*, w: **A. Wójcik-Mazur, J. Łukomska-Szarek** (red.), *Współczesne problemy zarządzania finansami – teoria i praktyka*, Wydawnictwo Wydziału Zarządzania Politechniki Częstochowskiej, Częstochowa 2018, s. 7–18.

²¹ Jak już zwracano wcześniej uwagę, Rada Polityki Pieniężnej w latach 2014–2018 dwukrotnie podejmowała decyzje odnośnie do obniżenia wysokości krótkoterminowych stóp procento-

WYKRES 4: Porównanie średniookresowego tempa zmian komponentów tradycyjnego mechanizmu transmisji impulsów monetarnych w latach 2014–2018



Źródło: opracowanie własne na podstawie wykresów 1–3.

nego wzrostu poziomu inwestycji o 4,81% rocznie (mimo okresowych problemów z implementacją unijnych regulacji) oraz zwiększenia poziomu Produktu Krajowego Brutto (średnio o niespełna 5,32% w skali roku). Relacje te wskazują na istnienie stosunkowo wysokiego stopnia zależności między badanymi miernikami. O sile tego powiązania traktują dane przedstawione w tabeli 1.

Ukazane w tabeli 1 informacje potwierdzają wysnutą (m.in. na podstawie zobrazowanego na wykresie 4 zestawienia średniookresowego tempa zmian poszczególnych miar) uprzednio konkluzję, wskazującą na występowanie silnego stopnia współzależności między stopami procentowymi Narodowego Banku Polskiego a innymi komponentami wchodzącymi w skład tradycyjnego mechanizmu transmisji impulsów monetarnych. Uzyskane w rezultacie przeprowadzenia stosownej procedury obliczeniowej wyniki dowodzą, iż podejmowane przez Radę Polityki Pieniężnej decyzje, dotyczące obniżania wysokości rynkowych stóp procentowych, w sposób istotny wpływały na wzrost podaży pieniądza,

wych, przy czym ostatnia modyfikacja owych wartości miała miejsce 5 marca 2015 r. Dla pewnego uproszczenia można zatem przyjąć, iż od tego momentu Narodowy Bank Polski prowadził politykę pieniężną o charakterze zachowawczym, neutralnym. Działania tegoż podmiotu we wcześniejszej fazie okresu objętego badaniem należy z kolei traktować jako przejaw realizacji polityki ekspansywnej mającej na celu zdynamizowanie rozwoju polskiej gospodarki. Oczywiście wspomniany charakter (zachowawczy lub ekspansywny) odnosi się do decyzji Narodowego Banku Polskiego w kwestii kształtowania wysokości stóp procentowych.

TABELA 1: *Stopień współzależności między rynkowymi stopami procentowymi a podażą pieniądza, inwestycjami i wielkością PKB*

Komponenty tradycyjnego mechanizmu transmisji impulsów monetarnych		Poziom korelacji między zestawianymi wielkościami	Ocena stopnia współzależności	Wielkość współczynnika determinacji liniowej (w %)
Stopy procentowe	Pozostałe mierniki			
Stopa lombardowa	Podaż pieniądza M3	-0,748105966	bardzo silna zależność ujemna	55,97
	Inwestycje	-0,351072180	umiarkowana (średnia) zależność ujemna	12,33
	PKB	-0,662317212	znacząca (silna) zależność ujemna	43,87
Stopa redyskontowa	Podaż pieniądza M3	-0,762644273	bardzo silna zależność ujemna	58,16
	Inwestycje	-0,348269390	umiarkowana (średnia) zależność ujemna	12,13
	PKB	-0,676192624	znacząca (silna) zależność ujemna	45,72
Stopa referencyjna	Podaż pieniądza M3	-0,762644273	bardzo silna zależność ujemna	58,16
	Inwestycje	-0,348269390	umiarkowana (średnia) zależność ujemna	12,13
	PKB	-0,676192624	znacząca (silna) zależność ujemna	45,72
Stopa depozytowa	Podaż pieniądza M3	-0,797005497	bardzo silna zależność ujemna	63,52
	Inwestycje	-0,339638516	umiarkowana (średnia) zależność ujemna	11,54
	PKB	-0,709196447	bardzo silna zależność ujemna	50,30

Źródło: opracowanie własne na podstawie wykresów 1–3.

Produktu Krajowego Brutto oraz inwestycji, przy czym największą skalę wzajemnego oddziaływania odnotowywano w przypadku pierwszej ze wskazanych miar (poziom korelacji między każdą ze stóp procentowych a ilością pieniądza w obiegu przekraczał pułap $-0,7$), z kolei najniższy (a dokładniej – umiarkowany) stopień współzależności występował pomiędzy stopami procentowymi a inwestycjami (współczynnik korelacji Pearsona na poziomie powyżej $-0,3$). W przypadku opisywanego instrumentu polityki pieniężnej i stopnia jego oddziaływania na poziom PKB zaobserwowano silną (lub bardzo silną w przypadku stopy depozytowej) zależność korelacyjną o charakterze ujemnym (miara współzależności na poziomie przekraczającym $-0,66$). Na podstawie owego tabelarycznego zestawienia, ukazującego siłę, kierunek oraz stopień powiązania między charakteryzowanymi miernikami makroekonomicznymi, można skonstatować, iż wszelkie modyfikacje wysokości stóp procentowych (a dokładniej – ich zmniejszanie) w ponad 55% wpływały na zmiany (w kontekście podejmowanych rozważań – wzrost) całkowitej ilości pieniądza w obiegu. Analogicznie, w przypadku Produktu Krajowego Brutto skala tegoż oddziaływania „ukształtowała się” na poziomie około 45%. Jeśli zaś chodzi o wpływ stóp procentowych na poziom inwestycji, to w porównaniu do uprzednio opisanych miar był on zauważalnie niższy (współczynnik determinacji liniowej na poziomie poniżej 15%), co wynika z faktu, iż na indyktor ten wpływa również szereg innych czynników, których modelowanie i monitorowanie przez organy Narodowego Banku Polskiego jest znacznie utrudnione lub wręcz niemożliwe²².

Podjęte w niniejszym artykule rozważania jednoznacznie potwierdzają efektywne wykorzystanie tradycyjnego mechanizmu propagacji impulsów monetarnych przez Narodowy Bank Polski. Rada Polityki Pieniężnej, dzięki racjonalnemu „posługiwaniu się” – powszechnie uznawanym za najskuteczniejszy sposób oddziaływania na decyzje innych podmiotów – kanałem stóp procentowych, przyczyniła się do poprawy koniunktury gospodarczej Rzeczypospolitej Polskiej, która to objawiała się za pośrednictwem rokrocznego wzrostu poziomu Produktu Krajowego Brutto i całkowitej ilości będącego w obiegu pieniądza. Jednocześnie należy wyraźnie podkreślić, iż zachodzące między badanymi miernikami relacje świadczą nie tylko o wysokim stopniu oddziaływania stóp procentowych na określone mierniki makroekonomiczne, ale i stanowią potwierdzenie autentyczności (a przy tym i skuteczności) wykorzystania i zastosowania powszechnie znanych i respektowanych mechanizmów rynkowych w gospodarce.

²² Mowa tu m.in. o wspomnianych już trudnościach związanych z implementacją unijnych regulacji.

6. Zakończenie

Odpowiednia komunikacja banku centralnego z innymi podmiotami krajowego systemu społecznego jest jednym z kluczowych czynników, warunkujących rozwój społeczno-gospodarczy państwa. Narodowy Bank Polski, będąc „najważniejszym ogniwem systemu finansów publicznych” Rzeczypospolitej Polskiej, za pomocą określonych „kanałów propagacji” niejako „informuje” inne podmioty o podejmowanych przez siebie decyzjach i działaniach. Spośród wszelkich „dróg komunikacji” największe znaczenie – nie bez przyczyny – przypisuje się kanałowi stóp procentowych. Uważa się bowiem, iż modyfikacje poziomu rynkowych stóp procentowych przez Radę Polityki Pieniężnej powinny pociągać za sobą określone skutki gospodarcze. Stanowiący główny przedmiot zainteresowania niniejszego opracowania tradycyjny mechanizm transmisji impulsów monetarnych zakłada, iż obniżenie krótkoterminowych stóp procentowych winno stymulować rozwój społeczno-gospodarczy państwa, objawiający się poprzez wzrost ilości pieniądza znajdującego się w obiegu (podaży pieniądza), inwestycji, a także poziomu Produktu Krajowego Brutto.

W nawiązaniu do postawionego na wstępie tegoż artykułu celu, jakim było zbadanie skuteczności wykorzystania przez Narodowy Bank Polski tradycyjnego mechanizmu transmisji impulsów monetarnych w latach 2014–2018, należy stwierdzić, iż w okresie objętym analizą centralny bank Rzeczypospolitej Polskiej w sposób efektywny „posługiwał się” opisywanym tu mechanizmem. Świadczy o tym nie tylko pożądanе – z punktu widzenia założeń owego mechanizmu – kształtowanie się średniookresowego tempa zmian poszczególnych komponentów charakteryzowanego „sposobu komunikacji” (średniorocznemu spadkowi stóp procentowych towarzyszył średniookresowy wzrost podaży pieniądza, inwestycji i Produktu Krajowego Brutto), ale i istnienie wzajemnych współzależności – mierzonych za pomocą współczynników korelacji liniowej Pearsona (ujemne wartości indykatora) oraz determinacji liniowej – między wielkością podaży, inwestycji i Produktu Krajowego Brutto a poziomem rynkowych stóp procentowych. Uzyskane w wyniku przeprowadzonej procedury obliczeniowej rezultaty pozwalają twierdzić, iż w analizowanym okresie badawczym wszelkie modyfikacje wartości krótkoterminowych stóp procentowych bardzo silnie oddziaływały na podaż pieniądza M3. W przypadku Produktu Krajowego Brutto skala tychże interakcji była co najmniej znacząca. Jeśli zaś chodzi o wpływ stóp procentowych na wielkość krajowych inwestycji, to był on „zaledwie” umiarkowany, co związane było przede wszystkim z okresowym ograniczeniem absorpcji środków finansowych z budżetu Unii Europejskiej.

Można zatem skonstatować, iż Narodowy Bank Polski – dzięki racjonalnemu „posługiwaniu się” krótkoterminowymi stopami procentowymi – w sposób istotny przyczyniał się w latach 2014–2018 do rozwoju społeczno-gospodarczego Rzeczypospolitej Polskiej, objawiającego się poprzez średnioroczny przyrost inwestycji oraz roczny wzrost podaży pieniądza i Produktu Krajowego Brutto, co stanowi jednoznaczne potwierdzenie autentyczności i skuteczności wykorzystania tradycyjnego mechanizmu transmisji impulsów monetarnych Narodowego Banku Polskiego w badanym horyzoncie czasowym.

Bibliografia

Akty prawne

Uchwała Rady Polityki Pieniężnej z dnia 4 września 2018 roku w sprawie ustalenia założeń polityki pieniężnej na rok 2019 (M.P. z 2018 r., nr 5, poz. 925).

Opracowania

- Arestis P., Sawyer M.**, *Interest Rates and the Real Economy*, w: C. Gnos, L.P. Rochon (red.), *Post-Keynesian Principles of Economic Policy*, Edward Elgar, Cheltenham, Northampton, Massachusetts 2006, s. 3–20.
- Baumgartner E.**, *Jak działa giełda? Podręcznik dla inwestorów*, Polpress Services, Nowy Jork 2007.
- Bean C., Larsen J., Nikolov K.**, *Financial Frictions and the Monetary Transmission Mechanism: Theory, Evidence and Policy Implications*, Working Paper 2002/113, s. 1–67.
- Brózda D.**, *Strukturalne uwarunkowania mechanizmu transmisji monetarnej w Polsce i strefie euro*, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego 2013/756, s. 61–75.
- Demchuk O., Lyziak T., Przystupa J., Sznajderska A., Wróbel A.**, *Mechanizm transmisji polityki pieniężnej w Polsce. Co wiemy w 2011 roku?*, Materiały i Studia 2012/270, s. 1–63.
- Fojcik-Mastalska E.**, *Bank centralny*, w: J. Głuchowski (red.), *System prawa finansowego. Tom IV. Prawo walutowe. Prawo dewizowe. Prawo rynku finansowego*, Oficyna a Wolters Kluwer business, Warszawa 2010, s. 99–140.
- Frączkiewicz K.**, *Skup i sprzedaż wierzytelności przez banki*, Promotor, Warszawa 2007.
- Grzyb M.**, *Obligacje komunalne i kredyty bankowe jako zwrotne źródła finansowania gmin w Polsce w latach 2012–2016*, w: A. Wójcik-Mazur, J. Łukomska-Szarek (red.), *Współczesne problemy zarządzania finansami – teoria i praktyka*, Wydawnictwo Wydziału Zarządzania Politechniki Częstochowskiej, Częstochowa 2018, s. 7–18.
- Jarnuszkiewicz K.**, *Analiza wpływu kryzysu gospodarczego lat 2007–2009 na polski rynek kapitałowy*, w: K. Woźniak (red.), *Narzędzia analityczne w naukach ekonomicznych*, Mfiles.pl, Kraków 2015, s. 87–92.
- Kaźmierczak A.**, *Polityka pieniężna w gospodarce otwartej*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2003.
- Kaźmierczak A.**, *Polityka pieniężna w gospodarce rynkowej*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2008.

- Kokoszczynski R., Lyziak T., Wróbel E.**, *Czynniki strukturalne we współczesnych teoriach mechanizmów transmisji polityki pieniężnej*, Bank i Kredyt 2002/11, s. 41–48.
- Lewandowska J.**, *Mechanizm transmisji impulsów polityki monetarnej dla polskiej gospodarki w latach 2002–2015*, w: A. Prędko (red.), *Metody analityczne w naukach ekonomicznych – wybrane zastosowania*, Fundacja Uniwersytetu Ekonomicznego w Krakowie, Kraków 2016, s. 111–122.
- Matusiak J.**, *Peryferyjny kapitalizm zależny*, LaTeX, Warszawa 2015.
- Niczyporuk P., Talecka A.**, *Bankowość. Podstawowe zagadnienia*, Temida 2, Białystok 2011.
- Owsiak S.**, *Bank centralny*, w: M. Zaleska (red.), *Bankowość*, C.H. Beck, Warszawa 2013.
- Przekota G.**, *Reakcja rynkowych stóp procentowych na zmiany stopy redyskonta weksli*, Zeszyty Naukowe Wydziału Nauk Ekonomicznych Politechniki Koszalińskiej 2010/14, s. 93–105.
- Schmolke H.**, *The Low Interest Rate Policy of the European Central Bank*, Anchor Academic Publishing, Hamburg 2017.
- Słownik Reutera: międzynarodowe terminy ekonomiczne i finansowe*, oprac. Zespół Reuters Limited. Powszechna Agencja Informacyjna, Warszawa 1992.
- Szunke A.**, *Polityka pieniężna a stopa bezrobocia. Wzajemne zależności i powiązania*, w: J. Osiński (red.), *Praca, społeczeństwo, gospodarka. Między polityką a rynkiem*, Oficyna Wydawnicza Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, Warszawa 2011, s. 95–106.
- Teichert M.**, *The interest rate risk of banks. Current topics*, Würzburg University Press, Würzburg 2018.

Strony internetowe

- <https://businessinsider.com.pl/finanse/makroekonomia/polska-z-najnizsza-stop-a-inwestycji-od-1996-r/6h6r1tb>; stan na 30.03.2020 r.
- <https://stat.gov.pl/obszary-tematyczne/roczniki-statystyczne/>; stan na 30.03.2020 r.
- https://www.nbp.pl/home.aspx?f=/publikacje/operacje_or/raport_operacje_or.html; stan na 30.03.2020 r.
- <https://www.nbp.pl/home.aspx?f=/statystyka/instrumenty/instrumenty.html>; stan na 30.03.2020 r.
- https://www.nbp.pl/statystyka/pieniężna_i_bankowa/dwn/podaz_bilansowa.xlsx; stan na 30.03.2020 r.
- <https://www.obserwatorfinansowy.pl/tematyka/makroekonomia/inwestycje-firm-w-polsce-przyspiesza-dzieki-efektowi-wpychania/>; stan na 30.03.2020 r.

Marta GRZYB

THE ASSESSMENT OF USE OF THE TRADITIONAL MONETARY TRANSMISSION MECHANISM BY THE NATIONAL BANK OF POLAND IN 2014–2018

Abstract

Background: One of the main factors conditioning effective communication of the central bank with entities of real and financial spheres is the rational use of specific channels for the propagation of monetary impulses. The most common “type of communication” of that is the interest rate channel. These interest rates are the most important component of the so-called “traditional monetary transmission mechanism”, which – in theoretical terms – assumes that the lowering of market interest rates by the Monetary Policy Council should stimulate the socio-economic development of state, manifested by increase: money in circulation (money supply), size of investments and level of Gross Domestic Product.

Research purpose: The aim of this article was to examine the effectiveness of using traditional monetary transmission mechanism by the National Bank of Poland in 2014–2018, as well as to determine the degree of correlation between interest rates and other components of this mechanism.

Methods: The possibility of achieving the indicated objective was conditioned by carrying out a specific research procedure, based on – firstly – showing the nominal values of individual components of the traditional monetary transmission mechanism, secondly – determining the medium-term rate of change of these quantities, and – thirdly – calculating the values of linear correlation coefficients Pearson and linear determination, on the basis of which were examined strength and direction of correlations between value of interest rates (lombard, rediscount, reference and deposit) and the level of Gross Domestic Product, investments and money supply. Due to the fact that the detailed scope of empirical data necessary to conduct the research is collected and published by the National Bank of Poland and the Central Statistical Office, the study is based on secondary data from the reports of the aforementioned institutions.

Conclusions: The results obtained in the course of the calculation procedure indicate that in the years 2014–2018 the National Bank of Poland rationally used the interest rate channel. The decisions of the Monetary Policy Council regarding the reduction of the level of short-term interest rates resulted in growth of: money supply, investments and Gross Domestic Product. It should be noted that between the economic measures there was a very strong (interest rates and money supply), a strong (interest rates and Gross Domestic Product) or – at least – a moderate (interest rates and investments) degree of correlation with minus direction. This means that in the period covered by the study, the National Bank of Poland effectively used the traditional monetary transmission mechanism.

Keywords: investments, money supply, Gross Domestic Product, interest rates, traditional monetary transmission mechanism.