Zeszyty Naukowe
Wyższej Szkoły Bankowej w Poznaniu
2014, t. 56, nr 5

Ilona Skibińska-Fabrowska

Szkoła Główna Handlowa w Warszawie
Instytut Finansów Korporacji i Inwestycji
e-mail: i.fabrowska@wp.pl
tel. 601 694 863

Polityka pieniężna Narodowego Banku Czech w warunkach zaburzeń na globalnych rynkach finansowych

Streszczenie. *W artykule została podjęta próba przedstawienia zasad działania Narodowego Banku Czech (NBC) jako przykładu banku centralnego kraju o małej gospodarce otwartej, ściśle powiązanej relacjami handlowymi z krajami strefy euro. W pracy zarysowano historię powstania banku oraz zaprezentowano standardowo przez niego stosowany zestaw narzędzi polityki pieniężnej. Zaburzenia na rynkach globalnych dotknęły przede wszystkim sferę realną czeskiej gospodarki. Rynek finansowy odczuwał skutki fal napływu i odpływu kapitałów zagranicznych przekładające się na wahania kursu korony czeskiej. Reakcja NBC na wspomniane zaburzenia polegała, w pierwszej fazie, na zastosowaniu standardowych narzędzi luzowania polityki pieniężnej. Jednak wobec osiągnięcia przez stopy procentowe poziomu zerowego oraz wobec inflacji kształtującej się poniżej celu inflacyjnego bank centralny zdecydował się na wykorzystanie interwencji na rynku walutowym jako niestandardowego instrumentu polityki pieniężnej. Doświadczenia wynikające z zastosowania interwencji walutowych przez bank centralny mogą stać się cenne dla innych krajów o podobnej strukturze gospodarki, zmuszonych do prowadzenia polityki monetarnej w warunkach zerowych stóp procentowych.*

Słowa kluczowe: *polityka pieniężna, Narodowy Bank Czech, interwencje walutowe*

Wstęp

Gospodarki krajów Europy Środkowo-Wschodniej z różną intensywnością odczuły skutki kryzysu. Również rynki finansowe tych krajów zareagowały na pokryzysowe wydarzenia na rynkach globalnych w odmienny sposób. Zależało to w dużej mierze od struktury danego systemu finansowego oraz stopnia jego powiązania z ryn-

kami globalnymi. Prowadzona od 2008 r. polityka fiskalna i monetarna w każdym z krajów regionu była podyktowana specyficznymi uwarunkowaniami i odmiennymi procesami zachodzącymi na lokalnych rynkach. Mimo wielu dzielących je różnic dogłębna analiza przebiegu procesów gospodarczych i reakcji władz monetarnych na zjawiska zachodzące na wspomnianych rynkach finansowych może przynieść cenne wnioski dla przyszłej polityki pieniężnej. Wychodząc z takiego założenia, w artykule dokonano analizy polityki monetarnej prowadzonej przez Narodowy Bank Czech (NBC) od 2008 r., a więc od początku ujawnienia się zjawisk kryzysowych, do chwili obecnej. W pierwszej części artykułu przedstawiono ramy organizacyjno-prawne działania NBC oraz wykorzystywane w jego ramach instrumentarium do prowadzenia polityki pieniężnej. Kolejna część została poświęcona omówieniu przyczyn wystąpienia oraz zarysowaniu przebiegu kryzysu gospodarczego w Czechach oraz jego skutków dla rynku bankowego. W części trzeciej została przedstawiona reakcja banku centralnego na zaburzenia na rynku lokalnym i globalnym. Podsumowanie artykułu zawiera wnioski dotyczące możliwości wykorzystania doświadczeń Czech w prowadzeniu polityki monetarnej w innych krajach.

1. Funkcje i zadania Narodowego Banku Czech

Narodowy Bank Czech rozpoczął działalność wraz z rozpadem Czechosłowacji na dwa niezależne państwa: Republikę Czeską i Republikę Słowacką. Samodzielność w zakresie prowadzenia polityki pieniężnej uzyskał dopiero 8 lutego 1993 r. wraz z ustanowieniem nowej jednostki walutowej – korony czeskiej[1]. Dokumentem powołującym do życia bank centralny Czech jest *Zákona o České národní bance*[2]. Dokument ten podlegał wielokrotnym nowelizacjom, m.in. w związku z koniecznością dostosowania go do prawa Unii Europejskiej (ostatnia nowelizacja została przeprowadzona w 2011 r.).

Głównym zadaniem NBC jest utrzymanie stabilnego poziomu cen (art. 2 ust. 1 *Act on the Czech National Bank*). Jeżeli nie narusza to celu podstawowego, bank jest także zobowiązany do wspierania polityki gospodarczej rządu w celu zapewnienia stabilnego wzrostu gospodarczego. Wszystkie działania banku muszą być prowadzone zgodnie z zasadami gospodarki rynkowej.

W ustawie zostały wskazane zadania NBC. Obok prowadzenia polityki pieniężnej należą do nich:

– emisja banknotów i monet,

[1] W. Przybylska-Kapuścińska, *Polityka pieniężna nowych państw członkowskich Unii Europejskiej. Od transformacji przez inflację do integracji*, Wolters Kluwer, Warszawa 2007, s. 100.

[2] W tekście wykorzystano jej angielskie tłumaczenie. Zob. *Act No. 6/1993 Coll. on the Czech National Bank*, www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/en/legislation/acts/download/act_on_cnb.pdf [1.08.2013].

– zarządzanie obiegiem pieniężnym oraz administrowanie systemem płatniczym; dbanie o jego bezpieczeństwo, efektywność i rozwój,

– nadzorowanie rynku finansowego, analizowanie kierunków jego rozwoju oraz przyczynianie się do stabilności systemu finansowego,

– nadzorowanie systemu bankowego,

– prowadzenie obsługi bankowej budżetu państwa,

– ustalanie systemu kursowego oraz zarządzanie rezerwami dewizowymi kraju (we współpracy z rządem).

Przedstawione powyżej wyliczenie wskazuje na typowy zakres obowiązków banku centralnego. Uwzględnia on nie tylko problematykę stabilności cen, ale również stabilności systemu finansowego oraz realizację funkcji nadzorczych wobec systemu bankowego.

Struktura organizacyjna banku obejmuje praską centralę oraz oddziały usytuowane w siedmiu innych miastach. Głównym organem zarządzającym banku jest jego zarząd. W jego skład wchodzi siedmiu członków powoływanych przez prezydenta państwa na sześcioletnią, nieodnawialną kadencję. Na czele zarządu stoi gubernator. Oprócz niego w skład zarządu wchodzi jeszcze dwóch wicegubernatorów i czterech członków. Podstawowym zadaniem tego ciała jest określanie i prowadzenie polityki pieniężnej, konstruowanie i kontrola realizacji budżetu banku oraz zarządzanie (m.in. na gruncie prawa pracy) funkcjonowaniem banku[3].

W celu realizacji swojego podstawowego zadania (jakim jest utrzymanie stabilnego poziomu cen) NBC, począwszy od 1997 r., realizuje strategię bezpośredniego celu inflacyjnego (BCI)[4]. Jej przyjęcie połączone było z wprowadzeniem reżimu płynnego kursu walutowego. Nowa strategia pozwalała zastąpić kotwicę nominalną w postaci sztywnego kursu korony jasno zdefiniowanym celem inflacyjnym. Dodatkową wartością związaną ze strategią BCI była możliwość prowadzenia polityki pieniężnej w sposób bardziej transparentny, a co za tym idzie większa zdolność banku do kształtowania oczekiwań inflacyjnych[5]. Początkowo cel inflacyjny był określony w kategoriach inflacji netto liczonej w ujęciu rok do roku. W długim okresie (do 2005 r.) docelowa wielkość inflacji miała osiągnąć poziom 2% ± 1 punkt procentowy[6]. Od 2002 r. za miernik stabilności cen przyjęto powszechnie stosowany w innych krajach europejskich wskaźnik CPI[7]. Bank centralny zaproponował ścieżkę dochodzenia do założonego poziomu celu inflacyjnego, przy czym cel na koniec kolejnego roku był ogłaszany w kwietniu roku poprzedniego. W tabeli 1 została przedstawiona sekwencja celów inflacyjnych w kolejnych latach.

---

[3] *Act No. 6/1993 Coll. on the Czech National Bank*.

[4] W. Przybylska-Kapuścińska, *Strategia bezpośredniego celu inflacyjnego w nowych krajach członkowskich Unii Europejskiej*, w: *Bankowość centralna od A do Z*, red. R. Kokoszczyński, B. Pietrzak, NBP, Warszawa 2009, s. 114-118.

[5] W. Przybylska-Kapuścińska, *Polityka pieniężna…*, s. 246.

[6] *CNB Monetary Strategy*, CNB, Prague 1998, s. 5.

[7] W. Przybylska-Kapuścińska, *Strategia bezpośredniego celu inflacyjnego…*, s. 117.

Tabela 1. Cele inflacyjne Narodowego Banku Czech w latach 1998-2005

Cel inflacyjny	1998	1999	2000	2001	2002-2005
Cel inflacyjny określony przedziałowo	5,5-6,5	4,0-5,0	3,5-5,5	2,0-4,0	2,0-4,0

Źródło: opracowanie własne na podstawie *Inflation targeting in the Czech Republic*, www.cnb.cz/en/monetary_policy/inflation_targeting.html [15.09.2013].

Kolejny, obowiązujący do 2010 r. cel inflacyjny został ustalony na poziomie 3% ± 1 punkt procentowy. Począwszy od stycznia 2010 r., Narodowy Bank Czech przyjął zmieniony poziom celu wynoszący 2% ± 1 punkt procentowy. Takie rozwiązanie było podyktowane m.in. ścisłym powiązaniem gospodarki Czech z gospodarkami krajów strefy euro oraz wpływem polityki pieniężnej Europejskiego Banku Centralnego na rynek finansowy Czech[8]. Ocenie skuteczności realizowania strategii BCI służą dane zaprezentowane w tabeli 2. Odnoszą się one do wielkości wskaźnika CPI dla gospodarki Czech w latach 2004-2012.

Tabela 2. Wskaźnik CPI w latach 2004-2012

Rok	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
CPI*	2,8	1,9	2,5	2,8	6,4	1,1	1,5	1,9	3,3

* dane w ujęciu rok do roku

Źródło: opracowanie własne na podstawie *When you say inflation…,* www.czso.cz/eng/topical/inflat/inflation.htm [15.09.2013].

W prowadzeniu polityki pieniężnej NBC korzysta ze standardowego zestawu instrumentów. Począwszy od 1993 r., wachlarz narzędzi był stopniowo modyfikowany w kierunku wzrostu znaczenia instrumentów o charakterze rynkowym i ograniczania stosowania lub modyfikacji funkcji instrumentów administracyjnych[9]. Do narzędzi polityki monetarnej w Czechach należą:

– rezerwa obowiązkowa, która wobec stałej nadpłynności czeskiego sektora bankowego nie pełni przypisywanej jej tradycyjnie funkcji sterowania płynnością; bank centralny jej główną rolę upatruje we wspomaganiu sprawnego funkcjonowania systemu rozliczeń międzybankowych; stabilizuje ona również poziom krótkoterminowych rynkowych stóp procentowych, ułatwiając prowadzenie operacji otwartego rynku; do utrzymywania rezerw obowiązkowych na rachunku w banku centralnym zobowiązane są wszystkie banki, oddziały banków zagranicznych, towarzystwa budowlane oraz unie kredytowe prowadzące działalność na terenie Czech; wysokość rezerwy obowiązkowej wynosi 2% wolumenu depo-

[8] *The CNB's New Inflation Target and Changes in Monetary Policy Communication*, www.cnb.cz/en/public/media_service/press_releases_cnb/2007/070308_TK_novy_cil_en.html [8.08.2013].

[9] W. Przybylska-Kapuścińska, *Polityka pieniężna…*, s. 327.

zytów o terminie zapadalności do dwóch lat; okres utrzymywania rezerwy wynosi miesiąc, a obowiązujący system naliczania jest systemem uśrednionym; naliczona kwota rezerwy jest pomniejszona o równowartość 100 tys. euro,

– operacje depozytowo-kredytowe, które służą bieżącemu regulowaniu płynności sektora bankowego w krótkich okresach (*overnight*); obejmują one dwa rodzaje operacji: kredytowe (*marginal lending facility*) i depozytowe (*deposit facility*); ich oprocentowanie (ustalane przez zarząd banku) wyznacza korytarz dla wahań rynkowych krótkoterminowych stóp procentowych; szerokość korytarza jest zmienna w czasie i waha się od 2 do 0,2 punktu procentowego; operacje depozytowe pozwalają bankom na ulokowanie środków na depozycie nocnym w banku centralnym; minimalna kwota depozytu wynosi 10 mln koron; środki oprocentowane są według stopy dyskontowej; operacje kredytowe pozwalają bankowi pozyskać płynność z banku centralnego, przy czym minimalna kwota transakcji wynosi również, tak jak w przypadku depozytu, 10 mln koron; oprocentowanie operacji kredytowych wyznacza stopa lombardowa (w tab. 3 zaprezentowano dane dotyczące wysokości stóp procentowych dla operacji depozytowo-kredytowych),

Tabela 3. Stopy procentowe dla operacji depozytowo-kredytowych w latach 2007-2013

Data decyzji o zmianie stopy		Stopa dyskontowa	Stopa lombardowa
2007	1.06	1,75	3,75
	27.07	2,00	4,00
	31.08	2,25	4,25
	30.11	2,50	4,50
2008	8.02	2,75	4,75
	8.08	2,50	4,50
	7.11	1,75	3,75
	18.12	1,25	3,25
2009	6.02	0,75	2,75
	11.05	0,50	2,50
	7.08	0,25	2,25
	17.12	0,25	2,00
2010	7.05	0,25	1,75
2012	29.06	0,25	1,50
	1.10	0,10	0,75
	2.11	0,05	0,25

Źródło: opracowanie własne na podstawie *The main instruments of monetary policy*, www.cnb.cz/en/monetary_policy/instruments [20.09.2013].

– operacje otwartego rynku są podstawowym instrumentem realizowania polityki pieniężnej; NBC może przeprowadzać trzy rodzaje transakcji[10]: 1) operacje podstawowe (*main open market operations*) w formie *repo* lub *reverse repo* z 14-dniowym terminem zapadalności (chociaż bank dopuszcza również możliwość przeprowadzania transakcji na krótsze okresy), organizowane w terminach zgodnych z prognozowaną dla rynku nadwyżką płynności (lub zapotrzebowaniem na płynność); minimalna kwota operacji wynosi 300 mln koron i może być zwiększana o wielokrotność 100 mln koron; stopa 14-dniowych operacji *repo* jest podstawową stopą procentową banku centralnego (w tab. 4 przedstawiono wysokość stopy *repo* dla lat 2007-2013), 2) operacje dodatkowe (*supplementary monetary*) w formie *repo* lub *reverse repo* z 90-dniowym terminem zapadalności; mają one charakter incydentalny, 3) operacje dostrajające (*fine tuning instrument*) o terminach krótszych niż 14-dniowe przeprowadzane przez bank w reakcji na faktyczną sytuację na rynku w celu wygładzenia wahań rynkowych stóp procentowych[11].

Tabela 4. Stopa procentowa operacji *repo* 2W w latach 2007-2013

Data decyzji o zmianie stopy		Stopa repo 2W
2007	1.06	2,75
	27.07	3,00
	31.08	3,25
	30.11	3,50
2008	8.02	3,75
	8.08	3,50
	7.11	2,75
	18.12	2,25
2009	6.02	1,75
	11.05	1,50
	7.08	1,25
	17.12	1,00
2010	7.05	0,75
2012	29.06	0,50
	1.10	0,25
	2.11	0,05

Źródło: opracowanie własne na podstawie *The main instruments of monetary policy*, www.cnb.cz/en/monetary_policy/instruments [15.09.2013].

[10] *The main instruments of monetary policy*, www.cnb.cz/en/monetary_policy/instruments [15.09.2013].

[11] W. Przybylska-Kapuścińska, *Polityka pieniężna…*, s. 340.

2. Przyczyny i przebieg kryzysu w gospodarce czeskiej

Kryzys, który w 2008 r. z całą siłą dotknął gospodarki globalne, miał swój początek na rynkach finansowych. Zapoczątkowane tam zjawiska, objawiające się kryzysem zaufania na rynku międzybankowym i ograniczeniami dostępu do płynności, przenosiły się z biegiem czasu na gospodarkę realną. Nieco inna była sekwencja wydarzeń w gospodarce czeskiej.

Czeski system bankowy, ze względu na swą specyfikę, nie został dotknięty bezpośrednio skutkami turbulencji na międzynarodowych rynkach finansowych. Ukształtowany po 1989 r. rynek bankowy jest klasycznym systemem dwuszczeblowym obejmującym bank centralny i pozostałe instytucje sektora (banki komercyjne, oddziały banków zagranicznych, towarzystwa budowlane i unie kredytowe[12]). Po kryzysie, jaki przeżywał system bankowy w latach 1996-1997, NBC wprowadził szereg rozwiązań mających zwiększyć bezpieczeństwo działania banków, głównie poprzez ograniczenie powiązania udziałowego instytucji finansowych z sektorem realnym gospodarki. Równocześnie podejmowano kroki w kierunku prywatyzacji banków. Od początku XXI w. system bankowy pozostaje stabilny, a jego struktura nie ulega znaczącym zmianom. Jego specyfiką pozostaje wciąż tradycyjna struktura kapitałowa oparta na depozytach krajowych jako podstawowym źródle finansowania działalności kredytowej[13]. W tabeli 5 przedstawiono strukturę własnościową czeskiego sektora bankowego.

Tabela 5. Struktura sektora bankowego Czech według stanu na 31 marca 2013 r.

Banki				Unie kredytowe
państwowe	z przeważającym udziałem kapitału krajowego	z przeważającym udziałem kapitału zagranicznego	oddziały banków zagranicznych	
2	6	15	21	13

Źródło: opracowanie własne na podstawie *Data Selection* www.cnb.cz/cnb/stat.arady_pkg.strom_sestavy-?p_strid=AAAB&p_sestuid=&p_lang=EN [20.09.2013].

Łącznie, na koniec I kwartału 2013 r., na rynku operowało 57 podmiotów bankowych oraz 6 towarzystw budowlanych będących rodzajem banków oszczędnościowych działających w sektorze budowlanym[14]. Zwraca uwagę stosunkowo duża liczba podmiotów działających w oparciu o zasadę jednej licencji banko-

[12] Ibidem, s. 19.

[13] E. Miklaszewska, K. Mikołajczyk, M. Pawłowska, *Post-crisis Regulatory Architecture and Central and East European Banks,* „Gospodarka Narodowa" 2013, nr 7-8, s. 74.

[14] Z. Zarazik, *Rynek bankowy Czech odporny na kryzys strefy euro*, www.obserwatorfinansowy.pl/tematyka/bankowosc/rynek-bankowy-czech-okazuje-sie-na-kryzys-strefy-euro [31.07.2013].

wej – oddziały banków zagranicznych, głównie z Austrii i Niemiec, stanowią blisko 50% instytucji bankowych. Należy zwrócić uwagę na nieobecność na czeskim rynku bankowym wielkich globalnych instytucji finansowych, które w warunkach nierównowagi makroekonomicznej, zmienności kursu walutowego i wysokiej potencjalnej wyceny ryzyka kredytowego nie zdecydowały się na ekspansję na ten rynek[15]. Ponad 50% wolumenu aktywów jest skupione w dużych bankach. Powyższe dane wskazują na znaczny stopień koncentracji tego segmentu rynku finansowego. Dla struktury bilansu całego sektora charakterystyczny jest stały (od 2008 r.) udział finansowania z rynku międzybankowego (oscylujący w okolicach 10%). Wskazuje to na wysoką odporność instytucji bankowych na kryzys zaufania. Stały pozostaje również udział depozytów klientów w sumie bilansowej (około 60%). Sugeruje to stabilną skłonność do oszczędzania, która także nie uległa zmianom w trakcie zaburzeń na rynkach finansowych. Kolejną cechą charakterystyczną sektora bankowego w Czechach (zwłaszcza w początkowym okresie kryzysu) była jego nadpłynność. Stosunek ogólnego wolumenu kredytów do sumy aktywów nie przekroczył 80%. Podstawowe dane liczbowe dotyczące czeskiego sektora bankowego zostały przedstawione w tabeli 6.

Tabela 6. Wybrane dane dotyczące struktury bilansu sektora bankowego w Czechach w latach 2007–2013 (w mln euro)

Wielkości bilansowe i ich dynamika	31.12.2007	31.12.2008	31.12.2009	31.12.2010	31.12.2011	31.12.2012
Suma bilansowa	459 808,4	551 391,5	553 038,8	580 964,4	633 544,2	639 746,9
Dynamika (rok poprzedni = 100)	1,00	1,20	1,01	1,05	1,09	1,01
Depozyty klientów	181 966,1	193 512,0	195 404,9	193 203,6	197 556,8	216 354,6
Udział w sumie bilansowej	0,40	0,35	0,35	0,33	0,31	0,34
Depozyty ogółem	329 845,2	393 546,9	350 019,7	327 913,4	371 648,2	337 568,5
Kredyty klientów	181 110,4	240 751,2	243 184,2	249 905,6	297 822,6	297 477,6
Udział w sumie bilansowej	0,39	0,44	0,44	0,43	0,47	0,47
Kredyty ogółem	311 159,3	392 953,3	390 009,4	431 555,5	464 001,8	440 785,4

Źródło: opracowanie własne na podstawie *Data Selection* www.cnb.cz/cnb/stat.arady_pkg.strom_sestavy-?p_strid=AAAB&p_sestuid=&p_lang=EN [15.09.2013].

[15] E. Miklaszewska, K. Mikołajczyk, M. Pawłowska, op. cit., s. 74.

Dzięki tradycyjnemu modelowi działania, niskiemu zaangażowaniu w skomplikowane instrumenty finansowe oraz niskiemu udziałowi kredytów walutowych w portfelach banków czeski system bankowy nie ucierpiał w trakcie kryzysu finansowego[16]. Zjawiska kryzysowe dotknęły jednak gospodarkę czeską w istotny sposób, co było skutkiem jej ścisłego powiązania z gospodarkami krajów strefy euro (głównie Niemiec i Austrii). Pierwsze objawy spowolnienia stały się dostrzegalne już w drugiej połowie 2008 r. Wówczas dynamika PKB uległa obniżeniu w wyniku spadku dynamiki spożycia indywidualnego i inwestycji. Również w IV kwartale 2008 r. uległo obniżeniu tempo wzrostu eksportu. Spadek zamówień ze strony głównych odbiorców niemieckich wpłynął na spadek produkcji przemysłowej (głównie produkcji wyrobów metalowych oraz urządzeń i maszyn, a także pojazdów mechanicznych) oraz pogorszenie się nastrojów wśród przedsiębiorców. Wobec pogarszającej się sytuacji gospodarczej rząd Czech przygotował na początku 2009 r. Narodowy Plan Antykryzysowy[17]. Obejmował on szereg działań, których celem było pobudzenie wzrostu gospodarczego. Propozycje te dotyczyły:

– redukcji składek na ubezpieczenie społeczne, łącznie o 2,5 punktu procentowego, w tym dla pracownika o 1,5 punkt procentowy,

– zmniejszenia stawki podatku dochodowego od osób prawnych o 1 punkt procentowy,

– konsolidacji finansów publicznych, m.in. na drodze ograniczenia części wydatków budżetowych,

– zwiększenie wydatków infrastrukturalnych,

– poprawę wykorzystania środków pochodzących z Unii Europejskiej.

Dodatkowo rząd proponował wprowadzenie dopłat do zakupu nowych samochodów w przypadku złomowania pojazdu starszego niż dziesięcioletni. Szacunkowy koszt proponowanych rozwiązań oscylował wokół 2% PKB. Nałożenie się w czasie uruchomienia automatycznych stabilizatorów antycyklicznych oraz planowanych działań rządu spowodowało gwałtowny wzrost deficytu sektora finansów publicznych i długu publicznego. Zwłaszcza deficyt, który w 2009 r. wzrósł do poziomu 5,9% (z 2,7% w 2008 r.), wywołał zaniepokojenie i reakcję ze strony Komisji Europejskiej, która objęła Czechy procedurą nadmiernego deficytu i wskazała na konieczność dalszej konsolidacji sektora finansów publicznych.

Po załamaniu w pierwszych trzech kwartałach 2009 r. gospodarka stopniowo powracała na ścieżkę wzrostu, którą kontynuowała do pierwszej połowy 2011 r. Dynamika PKB rosła mimo stale ujemnej dynamiki inwestycji. Poprawa sytuacji gospodarczej pozwoliła na wdrożenie działań mających na celu redukcję deficytu budżetowego. Objęły one m.in. ograniczenie o 5% wydatków rządowych, zawieszenie waloryzacji rent i emerytur oraz podniesienie stawek niektórych podatków

[16] Ibidem.

[17] *Analiza sytuacji gospodarczej w krajach Europy Środkowej i Wschodniej. Maj 2009*, www.nbp.pl/publikacje/nms/nms_05_09.pdf [1.08.2013].

(VAT, akcyzy i podatku od nieruchomości). Druga połowa 2011 r. przyniosła jednak ponowne załamanie gospodarcze, które trwa do chwili obecnej. Konsolidacja finansów publicznych wpłynęła na dalszy spadek konsumpcji indywidualnej. Niekorzystna pozostaje w dalszym ciągu sytuacja na rynku pracy – stopa bezrobocia w Czechach wzrosła z poziomu 4,4% w 2008 r. do 7,0% w 2012 r. (bez zarysowującej się tendencji poprawy).W tabeli 7 zostały przedstawione podstawowe wielkości makroekonomiczne charakteryzujące gospodarkę czeską w latach 2007-2012.

Tabela 7. Podstawowe wielkości makroekonomiczne w latach 2007-2012

Wyszczególnienie	2007	2008	2009	2010	2011	2012
PKB	6,1	2,5	–4,1	2,3	1,7	–1,2
Nakłady inwestycyjne brutto	15,5	1,9	–20,2	5,8	0,3	–3,2
Eksport	15,0	6,0	–10,8	23,2	13,2	6,4
Stopa bezrobocia	5,3	4,4	6,7	7,3	6,7	7,0
Deficyt budżetowy	–1,8	–0,5	–5,1	–4,1	–3,7	–2,6

Dane w ujęciu rok do roku

Źródło: opracowanie własne na podstawie *Czech Statistical Office*, www.czso.cz/eng/redakce.nsf/i/statistics [20.09.2013].

Kształtowanie się wskaźników inflacji w gospodarce czeskiej pozostawało pod znacznym wpływem zmian poziomu kursu korony. Pod koniec 2007 r. inflacja (mierzona wskaźnikiem CPI) wynosiła 2,8%. W całym 2008 r. odnotowywano jej systematyczny wzrost do poziomu 6,3% w grudniu (maksymalny poziom inflacji wynosił 6,6% w październiku 2008 r.). Pogorszenie sytuacji na globalnym rynku finansowym spowodowało spadek popytu na aktywa krajów Europy Środkowo-Wschodniej i deprecjację ich walut, nie wyłączając korony czeskiej[18]. W okresie od lipca 2008 r. do lutego 2009 r. jej kurs wobec euro uległ osłabieniu o blisko 30%, po czym korona rozpoczęła powolny proces aprecjacji – do listopada 2009 r. o 12%. We wrześniu 2009 r. inflacja zbliżyła się do poziomu celu inflacyjnego i do stycznia 2012 r. pozostawała poniżej wielkości docelowej. Od tego momentu nastąpił wzrost inflacji do poziomu 3,3% w grudniu 2012 r. Obecnie gospodarka czeska pozostaje w fazie dezinflacji, przy czym ostatnie dane (październik 2013 r.) wskazują na spadek poniżej celu inflacyjnego. W tabeli 8 zostały przedstawione statystyki wskaźnika CPI dla gospodarki czeskiej.

[18] *Analiza sytuacji gospodarczej w krajach Europy Środkowej i Wschodniej. Grudzień 2008*, www.nbp.pl/publikacje/nms/nms_12_08.pdf [1.08.2013].

Tabela 8. Wskaźnik CPI w latach 2008-2013

Rok	Miesiąc											
	01	02	03	04	05	06	07	08	09	10	11	12
2008	3,4	3,9	4,3	4,7	5,0	5,4	5,8	6,1	6,4	6,6	6,5	6,3
2009	5,9	5,4	5,0	4,6	4,1	3,7	3,1	2,6	2,1	1,6	1,3	1,0
2010	0,9	0,8	0,7	0,6	0,6	0,6	0,8	0,9	1,1	1,2	1,4	1,5
2011	1,6	1,7	1,7	1,8	1,8	1,9	1,9	1,9	1,8	1,9	1,9	1,9
2012	2,1	2,2	2,4	2,6	2,7	2,8	2,9	3,1	3,2	3,3	3,3	3,3
2013	3,2	3,0	2,8	2,7	2,5	2,3	2,2	2,0	1,8	1,6		

Źródło: opracowanie własne na podstawie *Czech Statistical Office*, www.czso.cz/eng/redakce.nsf/i/statistics [20.09.2013].

3. Reakcja banku centralnego na kryzys

NBC w początkowej fazie zaburzeń, w przeciwieństwie do wielu banków centralnych, które w obliczu zjawisk kryzysowych zastosowały niestandardowe instrumenty polityki pieniężnej, ograniczył się do użycia jej klasycznych narzędzi[19]. Od sierpnia 2008 r. zarząd banku rozpoczął procedurę luzowania polityki monetarnej. Seria obniżek stóp procentowych trwała od połowy 2008 r. do listopada 2012 r. (dane na ten temat prezentowane są w tab. 4). Wówczas podstawowa stopa procentowa (dla transakcji *repo* z terminem 2W) osiągnęła historycznie najniższy poziom 0,05%. Stopa dyskontowa osiągnęła poziom 0,05%, a stopa lombardowa 0,25%. W praktyce oznacza to prowadzenie polityki pieniężnej przez NBC w warunkach zerowych stóp procentowych. Mimo obniżania podstawowych stóp procentowych sytuacja gospodarcza kraju wciąż ulegała pogorszeniu. Inflacja w dalszym ciągu pozostawała na poziomie poniżej celu inflacyjnego.

W 2008 r. zarząd banku podjął również decyzje o zwiększeniu transparentności prowadzonej polityki pieniężnej i przekazywaniu rynkowi dodatkowych prognoz przygotowywanych przez wewnętrzny zespół analityków. Bank rozpoczął publikację prognoz przyszłej ścieżki kształtowania się krótkoterminowych stóp procentowych i (jako jedyny bank centralny w Europie) przyszłej ścieżki kształtowania się nominalnego kursu korony wobec euro[20].

Pojawiające się w europejskim sektorze bankowym pod koniec 2008 r. problemy z brakiem płynności spowodowały uruchomienie przez NBC dodatkowych instrumentów polityki pieniężnej. Przyjęły one postać dodatkowych operacji *repo*

[19] V. Tomšik, *Some Insights into Monetary and Fiscal Policy Interaction in the Czech Republic*, BIS Paper No. 67, październik 2012, s. 162.

[20] *Annual Report 2008*, CNB, Prague 2009, s. 21.

o terminie zapadalności 14 dni i 3 miesiące (o oprocentowaniu o 30 punktów bazowych wyższym od standardowej stopy *repo* 2W) oraz swapów walutowych o terminie zapadalności dłuższym niż 14 dni udostępnianych w euro[21]. Ten rodzaj instrumentów adresowany był do banków, które nie korzystały z operacji depozytowo-kredytowych i które w ten sposób mogły zapewnić sobie ewentualny dostęp do płynności. Równocześnie zadaniem niestandardowych transakcji było zwiększenie płynności na wtórnym rynku rządowych papierów dłużnych. Początkowo operacje miały być dostępne dla banków do końca 2010 r., jednak ostatecznie wydłużono możliwość ich wykorzystywania bezterminowo. Tym samym (choć już w 2011 r. nie były one wykorzystywane przez banki) stały się one stałym elementem prowadzonej polityki pieniężnej. Obecnie ich głównym celem jest wspieranie utrzymania stabilności systemu finansowego[22]. Chociaż operacje tego typu wykorzystywane były rzadko, nie oddziałując na sytuację gospodarczą w kraju, jednak przyniosły zamierzony efekt psychologiczny[23].

Należy jednak podkreślić, że warunki prowadzenia przez NBC polityki pieniężnej od 2008 r. znacząco różniły się od tych, w jakich działała większość banków centralnych. Gospodarka czeska jest małą gospodarką otwartą silnie powiązaną handlowo z dużymi gospodarkami krajów Unii Europejskiej. Wszelkie zaburzenia w gospodarce partnerów handlowych bezpośrednio wpływają na kondycję gospodarki Czech. Dodatkowo w okresie kryzysu finansowego na rynku kapitałowym Czech odnotowywano fale napływu i odpływu krótkoterminowych kapitałów. Wpływało to na silne ruchy aprecjacyjne, a przede wszystkim deprecjacyjne korony – wahania dochodziły nawet do 30% w skali roku. W czeskim sektorze bankowym stałym zjawiskiem od końca lat 90. XX w. była nadpłynność. Oznaczało to, że mimo możliwych przejściowych problemów na rynku międzybankowym banki nie potrzebowały i nadal nie potrzebują dodatkowego zasilenia środkami z banku centralnego (jest to zasadnicza różnica w warunkach działania NBC i większości banków centralnych). Konsekwencją takiego stanu rzeczy jest brak możliwości pobudzania przez bank centralny akcji kredytowej przez dostarczanie instytucjom kredytowym dodatkowej płynności. W warunkach zerowych stóp procentowych i braku zapotrzebowania na płynność oraz kształtowania się inflacji poniżej celu bank centralny stanął wobec problemu wyboru skutecznych narzędzi prowadzenia polityki pieniężnej. Wobec spadku aktywności gospodarczej i fazy dezinflacji konieczne stało się poluzowanie polityki monetarnej, które nie mogło być realizowane przy użyciu instrumentów konwencjonalnych. NBC zdecydował się zatem na wykorzystanie polityki kursowej do realizacji celu in-

[21] Ibidem, s. 44-45.

[22] *Annual Report 2012*, CNB, Prague 2013, s. 33-34.

[23] L. Lizal, J. Schwarz, *Foreign Exchange Interventions as an (Un)conventional Monetary Policy Tool Intervention,* w: *Market Volatility and Foreign Exchange Intervention in EMEs: What Has Changed?,* BIS Papers No. 73, październik 2013, s. 129.

flacyjnego i pobudzania wzrostu gospodarczego. Już w listopadzie 2012 r. przedstawiciele zarządu NBC zasygnalizowali możliwość przeprowadzenia interwencji na rynku walutowym w kierunku osłabienia korony. Sama informacja wywołała oczekiwaną, ale przejściową reakcję rynków. Jednak wobec braku sygnałów z gospodarki o możliwej deflacji decyzja o sprzedaży koron przez bank centralny została wówczas wstrzymana. W oficjalnych komunikatach bank ciągle podkreślał istnienie takiej ewentualności[24].

W polityce gospodarczej interwencje na rynku walutowym wykorzystywane są do kontrolowania poziomu inflacji, utrzymania konkurencyjności gospodarki, utrzymania stabilności finansowej czy budowania zasobów rezerw dewizowych. Jako główne motywy przeprowadzania transakcji o charakterze interwencyjnym banki centralne podają[25]:

– dążenie do zatrzymania nadmiernych spekulacji na rynku walutowym,
– utrzymanie stabilności finansowej,
– zahamowanie gwałtownych przepływów kapitałowych z zagranicy,
– budowanie lub redukowanie poziomu rezerw dewizowych,
– złagodzenie wpływu na poziom inflacji ruchów cen towarów importowanych,
– poprawę konkurencyjności gospodarki,
– zaspokajanie zapotrzebowania na środki walutowe w bankach i przedsiębiorstwach.

Kryzys na globalnych rynkach finansowych zwiększył skłonność banków centralnych do podejmowania interwencji walutowych. Głównym motywem takich działań było wygładzenie wahań kursowych i złagodzenie skutków gwałtownego napływu i odpływu na krajowy rynek finansowy kapitałów inwestorów zagranicznych. W tym kontekście decyzja podjęta przez NBC jest unikalna, bowiem deklarowanym celem interwencji jest użycie tego typu transakcji jako narzędzia polityki pieniężnej prowadzonej w ramach strategii BCI. Teoria tej strategii zakłada przy tym stosowanie reżimu całkowicie płynnego kursu walutowego i tym samym wyklucza interwencje banku centralnego na rynku walutowym. Co więcej, wskazuje ona na nieskuteczność interwencji i ich znikomy wpływ na poziom inflacji.

Badania przeprowadzone dla gospodarki czeskiej wskazują, że w krótkim okresie wpływ interwencji na poziom kursu walutowego jest dostrzegalny, natomiast w długim okresie nie zawsze się on utrzymuje. Podstawowym kanałem

[24] P. Laca, *Czech Intervention Push Failed Over Deflation Rift, Minutes Show*, www.bloomberg.com/news/2013-08-09/czech-intervention-push-failed-over-deflation-rift-minutes-show.html [8.09.2013].

[25] M.S. Mohanty, B. Berger, *Central Banks Views on Foreign Exchange Intervention*, w: *Market Volatility and Foreign Exchange Intervention in EMEs: What Has Changed?*, BIS Papers No.73, październik 2013, s. 57.

oddziaływania poziomu kursu walutowego na poziom inflacji jest wpływ na ceny importu. Natomiast w warunkach zerowych stóp procentowych interwencja na rynku walutowym może również pośrednio, przez wpływ na oczekiwania co do przyszłego poziomu kursu, wpływać na oczekiwania inflacyjne, a co za tym idzie na poziom aktywności gospodarczej[26]. Zapowiedziany przez NBC rodzaj interwencji – w kierunku deprecjacji korony – nie stanowi zagrożenia dla poziomu rezerw walutowych zgromadzonych przez bank centralny. Spowoduje on jednak z czasem prawdopodobnie wzrost sumy bilansowej banku na skutek wzrostu poziomu rezerw.

Pierwszą i do tej pory jedyną interwencję tego typu NBC przeprowadził 7 listopada 2013 r., kupując na rynku walutowym euro. Spowodowała ona osłabienie czeskiej waluty w stosunku do euro o 4,5%. Równocześnie w komunikacie prasowym bank centralny zapowiedział utrzymywanie kursu na poziomie zbliżonym do 27 koron za euro na drodze przeprowadzania dalszych nielimitowanych kwotowo i czasowo interwencji. Bank równocześnie podkreślił, że zdaje sobie sprawę z negatywnego wpływu wzrostu cen towarów importowanych dla poziomu konsumpcji prywatnej. Jednak równocześnie osłabienie kursu jest korzystne dla eksporterów[27]. Należy też dodać, że termin przeprowadzenia operacji był dla rynków zaskoczeniem, zbiegł się on bowiem z poprawą prognoz dla gospodarki. Oczywiście skutki przeprowadzonej interwencji (oprócz widocznego natychmiast osłabienia korony) będzie można ocenić dopiero po upływie dłuższego czasu.

Zakończenie – wnioski dla polityki pieniężnej

W warunkach prowadzenia strategii BCI osiągnięcie zerowego poziomu podstawowych krótkoterminowych stóp procentowych staje się impulsem, który wymusza na banku centralnym poszukiwanie innych narzędzi prowadzenia polityki pieniężnej. Niestandardowe instrumenty mają za zadanie dostarczenie płynności na rynek i utrzymanie stabilności w różnych sektorach rynku finansowego[28]. Przeprowadzanie przez władze monetarne planowych interwencji na rynku walutowym w celu trwałej zmiany kursu waluty może być traktowane jako niestandardowy instrument prowadzonej polityki. Jest to odmienne podejście do problematyki przeprowadzania przez bank centralny transakcji na rynku walutowym, które były dotychczasowo wykorzystywane głównie do łagodzenia zmienności i niwelowania skutków zaburzeń w tym segmencie rynku finansowego. W szczególnych warunkach rynkowych, a zwłaszcza wobec nadpłynności sektora

[26] L. Lizal, J. Schwarz, op. cit., s. 136.
[27] www.cnb.cz [12.11.2013].
[28] L. Lizal, J. Schwarz, op. cit., s. 128.

bankowego i niskiej skłonności banków komercyjnych do prowadzenia aktywnej akcji kredytowej, być może będzie to jedyna realna alternatywa dla wielu banków centralnych. Interwencje walutowe mogą mieć duże znaczenie dla małych gospodarek otwartych o dużym udziale eksportu w PKB.

Wobec unikalności operacji przeprowadzanych przez NBC – w kontekście przede wszystkim celu podejmowanych działań i specyficznych warunków, w jakich są one podejmowane – niemożliwe jest dokonanie oceny ich skutków, zarówno dla rynku finansowego, jak i dla gospodarki realnej. Kwestia ta wymaga dalszych badań i analiz przyszłych danych gospodarczych. Będzie można wówczas wyciągnąć wnioski na temat możliwości szerszego wykorzystania interwencji walutowych jako niestandardowego instrumentu polityki pieniężnej.

Narodowy Bank Polski w dalszym ciągu dysponuje przestrzenią do dokonywania obniżek stóp procentowych, co oznacza możliwość prowadzenia standardowej polityki pieniężnej. Jednak podobne do czeskich uwarunkowania działania sektora bankowego sprawiają, że w (hipotetycznie przyjętych) warunkach zerowych stóp procentowych interwencje na rynku walutowym mogą okazać się realną drogą prowadzenia polityki pieniężnej nakierowanej na osiągnięcie celu inflacyjnego. Przeprowadzane do tej pory przez NBP interwencje na rynku walutowym miały na celu wygładzenie zmienności kursu złotego. Warto jednak podkreślić, że w założeniach dotyczących polityki pieniężnej w 2013 r. znalazł się zapis o możliwych okolicznościach przeprowadzenia interwencji walutowych: „Instrumentem polityki pieniężnej, który może zostać wykorzystany przez NBP, są interwencje na rynku walutowym”[29]. Pozwala on na większą elastyczność podejmowanych przez niego interwencji walutowych i wykorzystania ich jako niekonwencjonalnego narzędzia prowadzenie polityki monetarnej, co może dziać się w oparciu o doświadczenia NBC.

Literatura

Act No. 6/1993 Coll. on the Czech National Bank, www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/en/legislation/acts/download/act_on_cnb.pdf [1.08.2013].

Analiza sytuacji gospodarczej w krajach Europy Środkowej i Wschodniej. Grudzień 2008, www.nbp.pl/publikacje/nms/nms_12_08.pdf [1.08.2013].

Analiza sytuacji gospodarczej w krajach Europy Środkowej i Wschodniej. Maj 2009, www.nbp.pl/publikacje/nms/nms_05_09.pdf [1.08.2013].

Analiza sytuacji gospodarczej w krajach Europy Środkowej i Wschodniej. Czerwiec 2010, www.nbp.pl/publikacje/nms/nms_06_10.pdf [1.08.2013].

Analiza sytuacji gospodarczej w krajach Europy Środkowej i Wschodniej. Lipiec 2011, www.nbp.pl/publikacje/nms/nms_07_11.pdf [1.08.2013].

Analiza sytuacji gospodarczej w krajach Europy Środkowej i Wschodniej. Styczeń 2012, www.nbp.pl/publikacje/nms/nms_01_12.pdf [1.08.2013].

[29] *Założenia polityki pieniężnej na 2013 rok*, NBP, Warszawa 2012, s. 13.

Analiza sytuacji gospodarczej w krajach Europy Środkowej i Wschodniej. Styczeń 2013, www.nbp.pl/publikacje/nms/nms_01_13.pdf [1.08.2013].
Analiza sytuacji gospodarczej w krajach Europy Środkowej i Wschodniej. Lipiec 2013, www.nbp.pl/publikacje/nms/nms_07_13.pdf [1.08.2013].
Annual Report 2008, CNB, Prague 2009.
Annual Report 2012, CNB, Prague 2013.
CNB Monetary Strategy, CNB, Prague 1998.
Czech Statistical Office, www.czso.cz/eng/redakce.nsf/i/statistics [20.09.2013].
Data Selection, www.cnb.cz/cnb/stat.arady_pkg.strom_sestavy?p_strid=AAAB&p_sestuid=&p_lang=EN [20.09.2013].
Inflation targeting in the Czech Republic, www.cnb.cz/en/monetary_policy/inflation_targeting.html [15.09.2013].
Laca P., *Czech Intervention Push Failed Over Deflation Rift, Minutes Show*, www.bloomberg.com/news/2013-08-09/czech-intervention-push-failed-over-deflation-rift-minutes-show.html [8.09.2013].
Lizal L., Schwarz J., *Foreign Exchange Interventions as an (Un)conventional Monetary Policy Tool Intervention*, w: *Market Volatility and Foreign Exchange Intervention in EMEs: What Has Changed?*, BIS Papers No. 73, październik 2013.
Miklaszewska E., Mikołajczyk K., Pawłowska M., *Post-crisis Regulatory Architecture and Central and East European Banks,* „Gospodarka Narodowa" 2013, nr 7-8.
Miyajima K., *Foreign Exchange Intervention and Expectation in Emerging Economies,* BIS Working Paper, nr 414, lipiec 2013.
Mohanty M.S., Berger B., *Central Banks Views on Foreign Exchange Intervention*, w: *Market Volatility and Foreign Exchange Intervention in EMEs: What Has Changed?*, BIS Papers Nr 73, październik 2013
Przybylska-Kapuścińska W., *Eurosystem a instrumenty polskiej i czeskiej polityki pieniężnej,* CeDeWu, Warszawa 2007.
Przybylska-Kapuścińska W., *Polityka pieniężna nowych państw członkowskich Unii Europejskiej. Od transformacji przez inflację do integracji,* Wolters Kluwer, Warszawa 2007.
Przybylska-Kapuścińska W., *Strategia bezpośredniego celu inflacyjnego w nowych krajach członkowskich Unii Europejskiej*, w: *Bankowość centralna od A do Z*, red. R. Kokoszczyński, B. Pietrzak, NBP, Warszawa 2009.
The CNB's New Inflation Target and Changes in Monetary Policy Communication, www.cnb.cz/en/public/media_service/press_releases_cnb/2007/070308_TK_novy_cil_en.html [8.08.2013].
The main instruments of monetary policy, www.cnb.cz/en/monetary_policy/instruments [15.09.2013].
The Setting of the Inflation Target for 2001, CNB, Prague 2000.
The Setting of the Inflation Target for 2002-2005, CNB, Prague 2001.
Tomšik V., *Some Insights into Monetary and Fiscal Policy Interaction in the Czech Republic*, BIS Paper No. 67, październik 2012.
When you say inflation…, www.czso.cz/eng/topical/inflat/inflation.htm [15.09.2013]
Założenia polityki pieniężnej na 2013 rok, NBP, Warszawa 2012.
Zarazik Z., *Rynek bankowy Czech odporny na kryzys strefy euro*, www.obserwatorfinansowy.pl/tematyka/bankowosc/rynek-bankowy-czech-okazuje-sie-na-kryzys-strefy-euro [31.07.2013].

Monetary Policy of the Czech National Bank in Terms of Disorder in the Global Financial Markets

Abstract. *The article focuses on the rules of operation of the Czech National Bank (CNB). It is an example of a central bank of a small opened economy that is closely linked to countries of the euro zone. In this article, the history of the bank is outlined and its conventional tools presented. Disorder in global markets afflicted the real sphere of the economy of the Czech Republic. The financial market was also affected by the inflow and the outflow of foreign capital. It had an effect on the exchange rate. During the first phase of the crisis, the CNB applied standard tools of monetary policy, however, this was not sufficient – the CNB reached the boundary of nominal interest change, and the inflation rate was still below its target. As a result, the Czech central bank started to intervene in the foreign exchange market and started to use unconventional monetary policy tools. The experience of the CNB may be valuable for countries with a similar structure of their economy.*

Keywords: *monetary policy, Czech National Bank, foreign exchange intervention*