

mgr Ilona Skibińska-Fabrowska
Narodowy Bank Polski, Oddział Okręgowy w Lublinie
doktorantka Kolegium Nauk o Przedsiębiorstwie
Szkoła Główna Handlowa

<https://doi.org/10.26366/PTE.ZG.2015.15>

Polityka pieniężna Narodowego Banku Polskiego w latach 2008-2014

1. Wstęp

Rozważania na temat współczesnej polityki pieniężnej nie mogą być prowadzone bez nawiązania do kryzysu finansowego ostatnich lat i bez odniesień do jego wpływu na aktywność banków centralnych. Mimo, że Polska nie została dotknięta kryzysem (którego umowny początek stanowi wrzesień 2008 roku, kiedy to ogłosił upadłość amerykański Lehman Brothers), jednak wywarł on wpływ na politykę pieniężną prowadzoną przez Narodowy Bank Polski. Polskie władze monetarne od 1997 roku realizują strategię bezpośredniego celu inflacyjnego (Urbańska 2002, s. 24-25). Ostateczny jej kształt został określony w 2003 roku (Założenia... 2003, s. 12) w postaci ciągłego celu inflacyjnego na poziomie 2,5% z dopuszczalnym korytarzem wahań ± 1 punkt procentowy. Cel ten powinien być realizowany w średnim horyzoncie czasowym, a jego miarą jest wskaźnik CPI (*Consumer Price Index*). Zaburzenia na globalnych rynkach finansowych, które przeniosły się także do sfery realnej wielu gospodarek (również europejskich) nie wpłynęły na zmianę celu realizowanego przez NBP ale na modyfikację instrumentów jego realizacji. Dokonując analizy polskiej polityki pieniężnej w latach 2008-2014 można wskazać na dwa okresy. Pierwszy obejmujący lata 2008-2009, w którym w reakcji na kryzys na międzynarodowych rynkach finansowych zostały podjęte działania mające chronić polski system finansowy. Drugi okres obejmuje lata od 2010 roku, w którym działania NBP koncentrują się na realizacji celu inflacyjnego (przy zachowaniu stabilności systemu finansowego).

Artykuł składa się z trzech części. W pierwszej omówiono politykę pieniężną NBP w okresie 2008-2009 w kontekście wskazywanych w tym czasie możliwych zagrożeń dla polskiego systemu finansowego. W drugiej części artykułu przedstawiono politykę pieniężną prowadzoną przez polski bank centralny w latach 2010-2014 w kontekście realizacji celu polityki pieniężnej. W podsumowaniu zawarto próbę oceny

skuteczności prowadzonej polityki oraz zarysowano dyskusję, jaka toczy się na ten temat w literaturze.

2. Polityka pieniężna NBP w latach 2008–2009

Do wybuchu kryzysu na globalnych rynkach finansowych NBP prowadził konwencjonalną politykę pieniężną mieszczącą się w strategii bezpośredniego celu inflacyjnego. Głównym jej instrumentem był zestaw krótkoterminowych stóp procentowych (z podstawową stopą referencyjną). NBP wykorzystywał również trojakiemu rodzaju operacje otwartego rynku (Założenia... 2004, s. 8) podstawowe, dostrajające i strukturalne². Wygładzeniu wahań rynkowych stóp procentowych służyły przeprowadzane z bankami operacje depozytowo-kredytowe. Stopa depozytowa wyznaczała podłogę, a stopa lombardowa sufit dla korytarza zmienności stóp rynku międzybankowego. W przededniu wybuchu kryzysu w połowie 2008 roku stopy procentowe NBP pozostawały na dość wysokim poziomie (Płowiec 2010, s. 156) (po serii ich podwyżek trwającej od kwietnia 2007 roku) i wynosiły odpowiednio:

- stopa depozytowa – 4,50%,
- stopa referencyjna – 5,00%,
- stopa lombardowa – 6,50%.

W instrumentarium NBP pozostawała także rezerwa obowiązkowa, która również w dużej mierze służyła oddziaływaniu na poziom krótkoterminowych stóp procentowych. Jej wysokość pozostawała niezmienna od 2003 roku i wynosiła 3,5%.

We wrześniu 2008 roku kryzys ujawnił się z całą siłą co w ocenie NBP stwarzało realne zagrożenie również dla polskiego systemu finansowego (Raport o stabilności... 2008, s. 84-96). Wskazano na możliwe bezpośrednie i pośrednie kanały przenoszenia się zaburzeń na rynek polski³. Wśród bezpośrednich kanałów oddziaływania wskazywane były trzy:

² Operacje podstawowe przeprowadzane są regularnie raz w tygodniu, o rentowności równej stopie referencyjnej. Ich przedmiotem są 14-dniowe bony pieniężne NBP. Operacje dostrajające o charakterze zarówno absorbującym, jak i zasilającym. Przeprowadzane w przypadku nieoczekiwanych zmian płynności na rynku, zagrażających stabilności stóp procentowych. Mogą one polegać na emisji i przedterminowym wykupie bonów pieniężnych oraz na operacjach *repo*. Operacje strukturalne mające na celu długoterminową zmianę poziomu płynności w sektorze. Mogą one polegać na przedterminowym wykupie obligacji NBP z portfeli banków komercyjnych.

³ Bezpośrednie wynikały z istnienia bezpośrednich zobowiązań o charakterze bilansowym i pozabilansowym wynikających z transakcji zawieranych pomiędzy krajowymi podmiotami finansowymi i ich kontrahentami zagranicznymi (zarówno podmiotami finansowymi i niefinansowymi). Pośrednie obejmowały wszystkie inne drogi oddziaływania kryzysu finansowego na krajowe podmioty finansowe.

- kanał kredytowy wynikający z istnienia bieżących i przyszłych zobowiązań kredytowych krajowych podmiotów wobec podmiotów zagranicznych,
- kanał finansowania wynikający z możliwości ograniczenia dostępu polskich banków do finansowania na międzynarodowym rynku międzybankowym
- kanał rynkowy związany z potencjalnym spadkiem wartości zagranicznych instrumentów finansowych wchodzących w skład portfeli krajowych podmiotów.

Wśród pośrednich kanałów oddziaływania kryzysu globalnego na polski rynek finansowy wskazywano (Raport o stabilności... 2009, s. 9-10):

- kanał makroekonomiczny związany z pojawieniem się ryzyka spowolnienia gospodarczego;
- kanał kapitałowy związany z wysokim udziałem w polskim rynku finansowym podmiotów z przewagą własności zagranicznej;
- pośredni kanał rynkowy wynikający z częstego traktowania przez inwestorów gospodarek różnych krajów rozwijających się w jednakowy sposób;
- pośredni kanał kredytowy związany ze skutkami deprecjacji złotego dla kredytobiorców zadłużonych w innych walutach;
- kanał zaufania przejawiający się w spadku zaufania do wszystkich podmiotów sektora finansowego.

Wśród potencjalnych zagrożeń dla polskiego systemu bankowego pojawiły się także (Bień 2011, s. 19) postępujące pogorszenie się światowej koniunktury gospodarczej wpływające na poziom polskiego eksportu oraz ujawnienie strat związanych z nabywanymi przez przedsiębiorców opcjami walutowymi.

NBP wobec wskazanych powyżej możliwych dróg dotarcia kryzysu do polskiego rynku finansowego oraz wobec obserwowanego kryzysu zaufania na rynku międzybankowym objawiającego się w znaczącym spadku obrotów (Pyka 2010, s. 148) skoncentrował się na dostarczaniu dodatkowej płynności na rynek, a następnie na przywróceniu mu stanu równowagi.

Pierwszym posunięciem banku centralnego była zmiana stóp procentowych. Rada Polityki Pieniężnej na dwóch kolejnych posiedzeniach (w listopadzie i grudniu 2008 roku) zdecydowała o ich obniżce o odpowiednio 0,25 i 0,75 punktu procentowego. Seria obniżek była również kontynuowana w 2009 roku. W tabeli 1. przedstawione zostały informacje na temat wielkości podstawowych stóp procentowych NBP w 2008 i 2009 roku.

Tabela 1. Podstawowe stopy procentowe NBP w latach 2008-2009

Data decyzji	Stopa depozytowa	Stopa referencyjna	Stopa redyskontowa	Stopa lombardowa
30.01.2008	3,75	5,25	5,50	6,75
27.02.2008	4,00	5,50	5,75	7,00
26.03.2008	4,25	5,75	6,00	7,25
25.06.2008	4,50	6,00	6,25	7,50
26.11.2008	4,25	5,75	6,00	7,25
23.12.2008	3,50	5,00	5,25	6,50
27.01.2009	2,75	4,25	4,50	5,75
25.02.2009	2,50	4,00	4,25	5,50
25.03.2009	2,25	3,75	4,00	5,25
24.06.2009	2,00	3,50	3,75	5,00

Źródło: opracowanie własne na podstawie:

http://www.nbp.pl/home.aspx?f=/dzienne/stopy_archiwum.htm, dostęp dnia 28.02.2015

W odpowiedzi na pogarszającą się sytuację płynnościową na rynku międzybankowym w 2008 roku Narodowy Bank Polski opracował także zestaw działań mających na celu poprawę warunków funkcjonowania banków komercyjnych. Głównymi celami podejmowanych działań było stworzenie bankom możliwości (Instrumenty... 2009, s. 33):

- pozyskiwania środków na okresy dłuższe niż jeden dzień,
- pozyskiwania środków walutowych,
- pozyskiwania środków złotych w drodze rozszerzenia listy papierów wartościowych akceptowanych przez bank centralny w operacjach otwartego rynku.

Proponowane działania (w postaci modyfikacja standardowych instrumentów polityki pieniężnej) mające służyć osiągnięciu powyższych celów uzyskały miano „Pakietu zaufania” (został on ogłoszony w październiku 2008 roku). Obejmował on następujące elementy operacyjne (Raport o stabilności... 2009, s. 13):

- uruchomienie przez NBP dostarczających operacji zasilających repo o terminie zapadalności do 3 miesięcy dostępnych dla wszystkich banków (w dotychczasowej praktyce operacje tego typu były realizowane tylko z dilerami rynku pieniężnego). W 2008 roku przeprowadzono sześciokrotnie operacje repo. Pierwsza zawarta została już 17 października na okres 6 dni, kolejna jeszcze w tym samym miesiącu na 14 dni i następne na okres 91 dni;
- wprowadzenie możliwości zwiększenia (w zależności od bieżących potrzeb) częstotliwości realizowanych operacji repo, głównie w celu stabilizowania stawki

POLONIA⁴. W tym celu operacje takie przeprowadzono w 2008 roku dwukrotnie (25 listopada i 10 grudnia) z terminem zapadalności 3 i 2 dniowym;

- utrzymanie emisji bonów pieniężnych o terminie zapadalności 7 dni, jako podstawowego instrumentu stosowanego przez NBP do absorpcji płynności;
- wprowadzenie operacji swapu walutowego w celu dostarczenia bankom płynności w walutach. Już od 17 października 2008 roku dostępne były transakcje na parach walut USD/PLN i EUR/PLN z terminami zapadalności wynoszącymi 7 dni. Operacje tego typu były oferowane przez bank centralny codziennie. Poczynając od 17 listopada 2008 roku oferowane były również swapy CHF/PLN. Banki mogły skorzystać z dwóch rodzajów transakcji o krótszym, 7-dniowym terminie zapadalności (operacje te były dostępne raz w tygodniu) i dłuższych o terminie zapadalności 84 dni (transakcje takie zostały zawarte w 2008 roku trzykrotnie);
- zmodyfikowanie zasad udzielania kredytu lombardowego przez zmiany haircutu realizowanego na papierach wartościowych zabezpieczających transakcje oraz przez rozszerzenie listy akceptowanych przez NBP jako zabezpieczenie kredytu papierów wartościowych. Dotyczyły one zmniejszenia redukcji wartości zabezpieczenia (w postaci wyceny papierów wartościowych) z 20 do 15% oraz rozszerzenia listy akceptowalnych w transakcjach zabezpieczeń o bony pieniężne i obligacje NBP.

W IV kwartale 2008 roku Narodowy Bank Polski zmienił także sposób prowadzenia podstawowych operacji otwartego rynku i przestał ogłaszać wielkość podaży bonów, zaspokajając cały zgłaszany na nie popyt. Taki sposób prowadzenia operacji obowiązywał do połowy lutego 2009 roku, po czym NBP wrócił do zasady ogłaszania wielkości podaży.

Uzupełnieniem działań podejmowanych w ramach Pakietu było podjęcie w styczniu 2009 roku decyzji o przedterminowym wykupie obligacji NBP pozostających w portfelach banków komercyjnych o wartości nominalnej 7,816 mld zł⁵. Dodatkowo od 30 czerwca 2009 roku została obniżona stopa rezerwy obowiązkowej z 3,5% do 3%, co zwiększyło płynność sektora bankowego. Według szacunków NBP kwota rezerwy wymaganej w lipcu 2009 roku zmniejszyła się z tego tytułu w odniesieniu do czerwca 2009 roku o blisko 15% (Raport roczny... 2010, s. 25). Obie

⁴ Stawka POLONIA określa średnią ważoną stawkę operacji przeprowadzanych w ciągu dnia na pieniężnym rynku międzybankowym o terminie O/N (*overnight*).

⁵ W 2002 roku po obniżeniu stopy rezerwy obowiązkowej w obawie przed skutkami wzrostu płynności sektora bankowego NBP wyemitował obligacje i zobowiązał banki komercyjne do ich zakupu.

operacje zasiliły system w dodatkowe 11,5 mld złotych płynności (Polski... 2010, s. 26).

3. Polityka pieniężna NBP w latach 2010-2014

Po okresie stabilizowania sytuacji na rynku finansowym począwszy od 2010 roku NBP wyraźnie powrócił do prowadzenia polityki pieniężnej zgodnej ze strategią celu inflacyjnego. W 2010 roku wobec pozostawiania wskaźnika CPI w korytarzu wahań wyznaczonym dla celu inflacyjnego oraz stosunkowo wysokiego poziomu dynamiki PKB (3,8%, o 2 punkty procentowe więcej niż w 2009 roku) nie dokonano zmian wysokości podstawowych stóp procentowych pozostawiając je na niezmiennym poziomie. W 2011 roku jednak wskaźnik CPI pozostawał we wszystkich miesiącach powyżej celu inflacyjnego. Mimo, że było to w znacznej mierze wynikiem wzrostu cen surowców na rynkach światowych, zaburzeń na rynku rolnym w Polsce oraz deprecjacji złotego NBP zdecydował się na rozpoczęcie zacieśniania polityki monetarnej dokonując pięciu podwyżek stóp procentowych (ostatnia w maju 2012 roku, łącznie o 100 punktów bazowych). W tabeli 2. zostały zawarte informacje na temat kształtowania się podstawowych stóp procentowych NBP w latach 2011-2014.

Tabela 2. Podstawowe stopy procentowe NBP w latach 2011–2014

Data decyzji	Stopa depozytowa	Stopa referencyjna	Stopa redyskontowa	Stopa lombardowa
20.01.2011	2,25	3,75	4,00	5,25
06.04.2011	2,50	4,00	4,25	5,50
12.05.2011	2,75	4,25	4,50	5,75
09.06.2011	3,00	4,50	4,75	6,00
10.05.2012	3,25	4,75	5,00	6,25
08.11.2012	3,00	4,50	4,75	6,00
06.12.2012	2,75	4,25	4,50	5,75
09.01.2013	2,50	4,00	4,25	5,50
06.02.2013	2,25	3,75	4,00	5,25
06.03.2013	1,75	3,25	3,50	4,75
08.05.2013	1,50	3,00	3,25	4,50
05.06.2013	1,25	2,75	3,00	4,25
04.07.2014	1,00	2,50	2,75	4,00
09.10.2014	1,00	2,00	2,25	3,00

Źródło: opracowanie własne na podstawie:

http://www.nbp.pl/home.aspx?f=/dzienne/stopy_archiwum.htm, dostęp dnia 28.02.2015.

Pozostawało to w opozycji do działań wielu banków centralnych prowadzących w tym okresie ekspansywną politykę pieniężną (często wobec osiągnięcia granicy zerowych stóp procentowych z wykorzystaniem niestandardowych instrumentów). Dopiero w IV kwartale 2012 roku uznano, że napływające sygnały i przygotowywane prognozy wskazują na ryzyko obniżenia się w średnim okresie inflacji poniżej celu. W związku z powyższym w listopadzie podjęto decyzję o rozpoczęciu sekwencji obniżek stóp procentowych.

Po październikowej decyzji stopy procentowe banku centralnego osiągnęły historycznie najniższy poziom. Towarzyszył temu stały spadek poziomu inflacji. Przy czym od lipca 2014 roku wskaźnik CPI osiąga wielkości ujemne.

W analizowanym okresie NBP wykorzystywał standardowe instrumenty polityki pieniężnej w postaci operacji otwartego rynku i operacji depozytowo-kredytowych. Operacje swapu walutowego po raz ostatni zostały przeprowadzone w 2009 roku i od tego czasu nie były wykorzystywane. Natomiast operacje *repo* po raz ostatni zostały przeprowadzone w 2010 roku (Raport roczny... 2014, s. 7).

Istotnym czynnikiem wpływającym na skuteczność polityki pieniężnej w badanym okresie była stale utrzymująca się nadpłynność sektora bankowego (Michalski 2013, s. 39). W tabeli 3. zostały zawarte informacje obrazujące poziom płynności sektora bankowego w latach 2010-2014.

Tabela 3. Płynność sektora bankowego w Polsce w latach 2010-2014 (w mln zł)

Rok	Bony pieniężne	Operacje repo	Swap walutowy	Operacje depozytowe	Operacje kredytowe
2010	74 968	5 097	0	1 036	0
2011	95 217	0	0	711	0
2012	95 913	0	0	393	0
2013	126 078	0	0	463	0
2014	82 678	0	0	b.d.	0

Źródło: opracowanie własne na podstawie:

http://www.nbp.pl/home.aspx?c=/ascx/sytuacja_plynnosciowa.ascx, dostęp dnia 28.02.2015.

Należy także zauważyć, że począwszy od 2010 roku NBP przeprowadzał interwencje na rynku walutowym mające na celu stabilizowanie kursu złotego. Pierwsza transakcja została przeprowadzona w kwietniu 2010 roku. Bank dokonał wówczas

zakupu pewnej ilości walut obcych dążąc do osłabienia złotego⁶. Kolejne interwencje miały miejsce w drugiej połowie 2011 roku. W 2012 roku NBP nie przeprowadzał transakcji na rynku walutowym. Kolejne miały miejsce w czerwcu 2013 roku⁷. W 2014 roku NBP nie dokonywał interwencji na rynku walutowym.

4. Podsumowanie

Ocena skuteczności prowadzonej przez NBP w latach 2008-2014 polityki pieniężnej powinna uwzględniać specyfikę charakteru podejmowanych w różnym czasie działań i celów jakim one służyły. W pierwszym okresie (2008-2009) podstawowym celem banku było nie tyle stabilizowanie poziomu cen, co zapewnienie stabilności i płynności rynku finansowego. Należy podkreślić, że w opisywanym okresie w Polsce nie wystąpiło w żadnym banku zagrożenie utraty płynności. Świadczy to pozytywnie o skuteczności wprowadzonego przez bank centralny pakietu działań. Dodatkowo analiza przeprowadzona przez Komisję Nadzoru Finansowego (Polski... 2010, s. 27) wskazała, że w okresie kryzysu 2009 roku banki krajowe zachowały stały dostęp do finansowania zewnętrznego od zagranicznych spółek matek. Stąd między innymi wynikało stosunkowo niewielkie zainteresowanie instrumentami oferowanymi przez NBP. Jednak mimo dobrej kondycji sektora bankowego utrudniony został dostęp do kredytów dla podmiotów sfery realnej. „Pakiet zaufania” uruchomiony przez NBP w październiku 2008 roku zapewnił podmiotom finansowym swobodny dostęp do dodatkowej płynności zarówno złotowej, jak i walutowej jednak nie znalazło to przełożenia na wzrost akcji kredytowej. Głównym zarzutem jaki podnoszony jest w stosunku do polityki pieniężnej prowadzonej przez NBP w latach 2008-2009 jest zbyt późne podjęcie decyzji o obniżkach stóp procentowych oraz o wdrożeniu „Pakietu zaufania” (Płowiec 2010, s. 163).

Prowadzona w latach 2010-2014 przez NBP polityka pieniężna była skoncentrowana na realizacji podstawowego celu w postaci zapewnienia stabilnego poziomu cen. Analiza wskaźników inflacji w badanym okresie (dane na ten temat zostały zawarte w tabeli 4.) wskazuje, że cel inflacyjny nie został osiągnięty⁸.

⁶ Wartość złotego wobec euro spadła wskutek interwencji o ponad 3 grosze, z 3,8450 zł do 3,8800 zł.

⁷ Bank centralny dokonał sprzedaży pewnej ilości walut obcych dążąc do umocnienia złotego. Poziom kursu uległ zmianie z 4,31 do 4,23 zł.

⁸ Za wyjątkiem 2010 roku i okresu między wrześniem 2012 a lutym 2013 roku.

Tabela 4. Wskaźnik cen towarów i usług konsumpcyjnych w Polsce w latach 2010–2014

Miesiąc	2010	2011	2012	2013	2014
Styczeń	3,5	3,6	4,1	1,7	0,1
Luty	2,9	3,6	4,3	1,3	0,2
Marzec	2,6	4,3	3,9	1,0	0,3
Kwiecień	2,4	4,5	4,0	0,8	0,2
Maj	2,2	5,0	3,6	0,5	0,1
Czerwiec	2,3	4,2	4,3	0,5	0,1
Lipiec	2,0	4,1	4,0	0,8	-0,1
Sierpień	2,0	4,3	3,8	0,5	-0,5
Wrzesień	2,5	3,9	3,8	0,5	-0,6
Październik	2,8	4,3	3,4	0,5	-0,5
Listopad	2,7	4,8	2,8	0,7	-0,8
Grudzień	3,1	4,6	2,4	0,7	-1,0

Źródło: opracowanie własne na podstawie: <http://stat.gov.pl/obszary-tematyczne/ceny-handel/wskazniki-cen/wskazniki-cen-towarow-i-uslug-konsumpcyjnych-pot-inflacja-miesieczne-wskazniki-cen-towarow-i-uslug-konsumpcyjnych-w-latach-1989-2014>, dostęp dnia 09.02.2015.

W literaturze liczne są głosy krytyczne dotyczące realizowanej w badanym okresie polityki pieniężnej. Wskazują one na negatywne skutki dla gospodarki, jakie niesie za sobą skoncentrowanie się banku centralnego na celu inflacyjnym, zwłaszcza gdy cel ten nie jest realizowany (Jaworski 2013, s. 224-227). Brak wówczas pozytywnego impulsu dla gospodarki wynikającego ze stabilnego w średnim okresie poziomu cen oraz z pro wzrostowej, stymulującej gospodarkę polityki pieniężnej. Analiza danych ekonomicznych dotyczących polskiej gospodarki do pewnego stopnia potwierdza taką opinię⁹. Krytyce podlega także zbyt łagodna ścieżka obniżki stóp procentowych w 2010 roku i nieuzasadniona ich podwyżka w 2012 roku (Szelągowska 2013, s. 595-596). Jako przyczyna zbytnej restrykcyjności prowadzonej polityki pieniężnej wskazywane jest dążenie banku centralnego do odzyskania wpływu na sytuację gospodarczą, a nie konieczność prowadzenia ostrej polityki antyinflacyjnej (Michalski 2013, s. 38). Należy także wskazać na istnienie opinii krytykujących sposób prowadzenia polityki pieniężnej przez NBP za zbytnią ekspansywność (Rzońca 2014). Zagrożenia dla gospodarki realnej rodzić może zbyt długie utrzymywanie stóp procentowych na niskim, bliskim era poziomie.

Na podstawie dokonanego powyżej przeglądu danych gospodarczych oraz zasygnalizowanych opinii ekonomistów można stwierdzić, że ocena efektywności

⁹ Dynamika PKB w badanym okresie spadła z poziomu 4,8% w 2011 do 1,7% w 2013. Stopa bezrobocia pozostawała na poziomie powyżej 11% okresowo wzrastająca do 14%.

prowadzonej przez NBP polityki pieniężnej jest trudna i niejednoznaczna. Paradoksalnie działania prowadzone przez bank centralny w okresie zagrożenia niestabilnością systemu finansowego są generalnie lepiej oceniane niż te, które były prowadzone w późniejszym okresie. Wydaje się, że kryzys finansowy i będący jego następstwem kryzys gospodarczy tak dalece zmieniły otoczenie makroekonomiczne i warunki funkcjonowania władz monetarnych, że konieczna stała się krytyczna refleksja na temat celu polityki pieniężnej i sposobów jego realizacji.

Literatura

1. Bień A. (2011), *Stabilność systemu bankowego w Polsce w okresie kryzysu finansowego*, Studia i Prace Kolegium Zarządzania i Finansów, Zeszyt 109, SGH, Warszawa.
2. *Instrumenty polityki pieniężnej Narodowego Banku Polskiego w 2008 roku. Płynność sektora bankowego* (2009), NBP, Warszawa.
3. Jaworski W. L. (2013), *Niewystarczająca rola Narodowego Banku Polskiego w rozwoju polskiej gospodarki*, Zarządzanie i Finanse, Nr 2 część 1.
4. Michalski R. (2013), *Polska polityka pieniężna w latach 2012-2013 – więcej restrykcyjności niż akomodacji*, Zeszyty Naukowe Uczelni Vistula, Nr 33, Warszawa.
5. Płowiec U. (red.) (2010), *Innowacyjna Polska w Europie 2020. Szanse i zagrożenia trwałego rozwoju*, PWE, Warszawa.
6. *Polski rynek finansowy w obliczu kryzysu finansowego w latach 2008–2009* (2010), UKNF, Warszawa.
7. Pyka I. (2010), *Bank centralny na współczesnym rynku pieniężnym*, Wydawnictwo C.H.Beck, Warszawa.
8. *Raport o stabilności systemu finansowego czerwiec 2008 r.* (2008), NBP, Warszawa.
9. *Raport o stabilności systemu finansowego czerwiec 2009 r.* (2009), NBP, Warszawa.
10. *Raport roczny 2009 – Płynność sektora bankowego. Instrumenty polityki pieniężnej NBP* (2010), NBP, Warszawa.
11. *Raport roczny 2013 – Płynność sektora bankowego. Instrumenty polityki pieniężnej NBP* (2014), NBP, Warszawa.
12. Rzońca A., *10 powodów by już nie ciąć stóp NBP*, <http://www.ekonomia.rp.pl/arttykul/1150285.html?print=tak&p=0>, dostęp dnia 03.03.2015.
13. Szelańska A. (2013), *Polityka niskich stóp procentowych a stan polskiej gospodarki*, Zarządzanie i Finanse, Nr 2 część 1.
14. Urbańska A. (2002), *Polityka monetarna: współczesna teoria i analiza empiryczna dla Polski*, Materiały i Studia Zeszyt nr 148, NBP, Warszawa.
15. *Założenia polityki pieniężnej po 2003 roku* (2003), NBP, Warszawa.
16. *Założenia polityki pieniężnej na 2004 rok* (2003), NBP, Warszawa.

Streszczenie

Polityka pieniężna Narodowego Banku Polskiego w latach 2008-2014

W artykule została przedstawiona polityka pieniężna prowadzona przez Narodowy Bank Polski w okresie od 2008 do 2014 roku. Analiza dokonana została z uwzględnieniem podziału na dwa okresy. Pierwszy (lata 2008 – 2009), w którym głównym celem banku centralnego było utrzymanie stabilności i płynności rynku finansowego i drugi (lata 2010 – 2014), w którym władze monetarne skupiły się na realizacji celu inflacyjnego. Ocena polityki pieniężnej w pierwszym okresie wskazała na jej efektywność. Natomiast w drugim z analizowanych okresów założony cel w postaci stabilizowania poziomu inflacji nie został osiągnięty. W wyniku przeprowadzonych badań oraz na tle dyskusji toczącej się w literaturze na temat skuteczności przyjętej przez Polskę strategii polityki pieniężnej zasadnym wydaje się wniosek o konieczności dokonania jej krytycznej weryfikacji.

Słowa kluczowe: polityka pieniężna, Narodowy Bank Polski, kryzys finansowy.

Abstract

Monetary policy of Polish National Bank in the years 2008-2014

This article presents the monetary policy pursued by the Polish National Bank from 2008 until 2014. The analysis was made the division into two periods. The first (2008 - 2009), in which the central bank's main goal was to maintain stability and liquidity of the financial market and the second (period 2010-2014), in which the monetary authorities focused on achieving the inflation target. Assessment of monetary policy in the first period pointed to its effectiveness. In the second of the analyzed periods established objective has not been achieved. Against the background of the ongoing discussion in the literature on the effectiveness of the strategy adopted by Poland's monetary policy seems reasonable request to the need to make the critical verification.

Key words: monetary policy, Polish National Bank, financial crisis.